

제12호  
2022년 12월

# CROSS ASSET

## 투자전략

CIO 견해

안도 랠리, 지나친 낙관주의

AMUNDI INSTITUTE

방어적인 자산배분이 2023년까지 연장되며,  
내년 하반기에는 리스크 익스포처의 점진적인  
증가가 동반될 것임

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## 제12호 - 2022년 12월 차례

### 글로벌 투자견해

#### CIO 견해

##### 안도 랠리, 지나친 낙관주의

p. 3

우리는 연준이 단기적으로는 제약적인 영역에서 금리를 유지할 것이라고 믿고 있다. 기업이익에 대한 우려와 결합된 이러한 견해를 바탕으로 우리는 위험자산에 신중한 포지션을 유지하지만, 미국 주식, 강력한 재무제표를 가진 기업 및 퀄리티주, 가치주 및 이익배당 지향적인 주식에서는 일부 기회가 있는 것으로 생각한다. 크레딧의 경우, 미국 IG와 신흥국 채권 중의 일부는 매력적인 것으로 보인다. 하지만, 투자자는 현재 우리가 긍정적 포지션을 증가시킨 UST의 형태로 포트폴리오에서 보호를 포함시켜야 할 것이다. 이러한 접근방식은 원자재를 포함시키는 전반적인 적절한 투자자산의 견지로 보완되어야 할 것이다.

#### Amundi Institute

##### 미국 인플레이션: 둔화되고는 있지만 연준이 안도할 수 있는 수준을 훨씬 상회함

p. 4

미국 인플레이션 수치는 둔화되고 있지만, 연준은 통화정책에서 기존의 “보다 장기간 동안 고금리 유지”의 기초를 유지할 가능성이 크다.

#### 멀티에셋

##### 적절한 분산투자를 유지하고, 상대적 가치를 모색할 것

p. 5

포워드 가시성이 제한적인 현 상황에서 우리는 적절한 분산투자를 유지하면서 일부 전술적 조정과 더불어서 우리의 기존 긍정적인 듀레이션 견해를 고수한다.

#### 채권

##### 퀄리티와 더불어서 “채권(bond)이 돌아왔다”라는 테마에 플레이할 것

p. 6

우리는 연준이 정책 조치의 경로를 변경하기 전에 인플레이션의 일회성 둔화가 아니라 인플레이션 추이, 노동시장 및 전반적인 소비 환경을 평가할 가능성이 높다고 믿고 있다.

#### 주식

##### 높은 분산률의 환경은 기회를 제공할 수 있다

p. 7

시가총액이 낮은 스펙트럼에서 아웃퍼포먼스 전환은 밸류에이션과 잠재수익률이 매력적인 기업을 발굴될 수 있지만, 우리는 매우 선별적인 포지션을 유지한다.

### 이번 달의 토픽

#### 방어적인 자산배분이 2023년까지 연장되며, 내년 하반기에는 리스크 익스포저의 점진적인 증가가 동반될 것임

p. 8

향후 12개월 경제상황의 예측에 따르면 현재 진행 중인 조정 장세가 2023년 전반기 동안에도 계속될 것으로 나타나고 있으며, 수익 리세션 및 (안정화는 되겠지만) 여전히 높은 인플레이션의 특성을 가질 것으로 보인다. 내년 하반기에는 현재의 약세 중 일부가 (물가 상승 압박의 하락 및 연준의 금리 동결과 더불어서) 완화될 것이며, 이는 (금, 투자등급 크레딧 및 경미하게는 국제로의 테일링을 가지는) 현재의 방어적 견지에서 (주로 선진국 주식 및 고퀄리티 채권을 통한) 리스크 익스포저의 증가로의 점진적인 전환을 떠받치게 될 것이다.

### 시장 시나리오 및 리스크

> 중심 및 대안 시나리오	p. 10
> 상위 리스크	p. 11
> Cross asset 디스패치: 시장 변곡점 감지하기	p. 12
> 글로벌 리서치 클립	p. 13
> Amundi 자산종목 견해	p. 15

### 거시경제적 현황

> 신흥국 거시경제적 전망 - 시장예측	p. 16
> 신흥국 거시경제적 전망 - 시장예측	p. 17
> 매크로 및 시장 예측	p. 18
> 당사 예측 / 방법론에 대한 고지사항	p. 19
> Publications highlights	p. 20



CIO 견해

안도 랠리, 지나친 낙관주의



Vincent MORTIER,  
Group Chief Investment Officer



Matteo GERMANO,  
Deputy Group Chief Investment Office

지난 1년 동안에 시장은 안도감을 일부 나타내 왔지만, 전반적으로는 올해는 투자자들에게 가장 커다란 어려운 한 해로 기억될 가능성이 높다. 이러한 부정적인 추세는 S&P 500 및 일부 미국 재무성 증권 지수의 상승과 더불어 약간 반전되었다. 이러한 최근의 시장 움직임은 다양한 측면에서 나타난 다음과 같은 긍정적 요인의 부각이 뒷받침되었다. **(1) 미국 인플레이션이 하향세 경로로 접어든 것으로 보인다.** 하지만 연준은 인플레이션 억제에 목표를 주안점을 두고 있기 때문에 우리는 시장밸리와 과열을 지나치며 현 상황에서 인플레이션에 승리했다고 선언하기에는 너무 이르다고 믿고 있다. **(2) 분기별 기업이익 실적**이 우려했던 것만큼 나쁘지는 않았다. **(3) 중국의 코로나 정책이 완화될 조짐을 보이고 있다.** 이는 예상보다 이르게 나타났지만 전면적인 경제 재개는 2024년에서야 시작될 것이다. **(4) 지정학적/정치적 불확실성이 선거가 치러진 이후에 일부 잦아 들었다** - 미국의 경우, 중간 선거에서 예상 밖의 결과는 나타나지 않았고 포퓰리즘 정책을 저지할 분열된 의회/행정부에 긍정적으로 반응한 시장에 의해 빠르게 소화되었다. 하지만, 국제 관계적으로는 미국/중국 긴장의 측면에서 불확실성이 높아질 것으로 예상될 수 있다. 영국의 경우, 신임 총리가 재정정책적 견지에 변화를 주고 있으며, 이에는 세금 인상과 정부지출의 삭감에 주안점을 두고 있다.

이와 같은 상황 전개는 우리를 2023년에 접어들면서 전반적으로는 신중한 견해를 유지하지만 전체적으로 분산투자의 접근방식 내에서 전술적으로 일부 단기적 기회에 플레이 하도록 이끌고 있다. 세부적인 투자 견지:

- **크로스셋 관점**에서, 우리는 최근 수주 동안에 주식에서 중립적 포지션 방향으로 움직였다. 특히 우리는 유럽 주식에 대한 기존의 부정적 견지를 줄인 반면에, 전반적으로 헤지를 갖추는 신중한 포지션을 유지한다. 우리는 투자분산처를 늘리고 석유와 금에 대한 긍정적 견해를 증가시키고 미국 재무성증권(UST)에 대한 기존의 듀레이션 견지를 경미하게 상승시킴으로써 이러한 움직임에 균형을 맞추었다. 우리는 경제전망에 불확실성이 매우 크다는 사실을 인지하고 있기 때문에 이러한 견지를 민첩하게 조정할 준비 태세를 유지한다.
  - **“채권(bond)이 돌아왔다”**라는 테마는 소프트한 인플레이션 수치에 의해서 떠받혀지고 있으며, 이는 재무성증권 역사에서 가장 강력한 하루 동안의 랠리로 이어졌다. 하지만, 액티브한 듀레이션 견지가 핵심적으로 유지되고 있다. 시장은 예상보다 낮은 물가 상승의 모든 징후를 연준이 견지가 비둘기파적으로 변경할 가능성이 있는 것으로 해석하고 있지만, 당분간 연준은 인플레이션이 예상치보다 더 밀들 때까지 기다렸다가 입장 전환할 가능성이 높다. 따라서, 우리는 UST를 통한 현재의 긍정적 견해를 반영함과 더불어서 인플레이션 및 경제성장 수치의 변화를 주시하면서 듀레이션에 매우 액티브한 포지션을 유지한다. 미국 인플레이션은 유럽 핵심국 국제에도 반향을 일으켰으며, 이에 따라 우리는 곡선 전반에 걸쳐서 기회를 모색하면서 유럽 핵심국 국제에 중립에 근접한 견해를 유지한다.
  - **크레딧 시장**에서는 퀄리티에 포커스를 유지하면서 **“채권이 돌아왔다”**라는 테마가 **펼쳐지고 있다.** 크레딧 스프레드(가산금리)는 10월 중반 이후로 낮아졌으며, 유럽에서는 낮아지는 폭이 더욱 크게 나타났다. 하지만, 우리는 레버리지를 증가시키는 경향을 보이는 기업의 높은 리스크 및 낮은 퀄리티의 채권에는 신중한 포지션을 유지한다. 기업 채무불이행(부도)은 현 시점에서는 안정적이고 강력한 기업 펀더멘탈은 신용등급 향상을 이끌어내고 있지만, 신용등급과 채무불이행률은 경기 사이클과 시차가 있다는 사실에 유념하는 것이 중요하다. 따라서, 우리는 리스크를 증가시켜야 하는 설득력 있는 어떠한 이유도 찾지 못하고 있다. 기업의 보유 현금 수준은 여전히 건조하지만 하락하고 있고, 가장 필요한 시기에 자원을 끌어오는 데에 어려움을 겪을 수도 있는 저등급의 채권발행 기업의 경우에 특히 그러하다. 그렇기 때문에, 우리가 기존의 견지를 변경하기 전에 주시해야 할 핵심적인 요인들은 해당 기업의 리파이낸싱 필요성, 해당 기업이 내부적으로 자본 필요성을 충족시킬 수 있는 역량, 중앙은행의 통화정책적 견지이다. 하지만, 지역별 수준에서 우리는 유럽에 대비하여 미국을 계속 선호한다.
  - **신흥국 현지화표시 채권에 대한 우리의 견지는 약간 신중한 포지션으로 유지되지만, 일부 신흥국의 경화표시 채권에서는 가치를 포착하고 있다.** 연준의 비둘기파로의 입장 전환(신흥국 채권 전망에서 핵심 요인임) 여부가 불투명하기 때문에 우리는 신흥국 채권에서 리스크를 증가시킬 기회가 아직까지 도래하지 않았다고 생각한다. 그럼에도 불구하고, 2023년 초에는 일부 진입포인트가 생겨날 수도 있다. 중국과 관련해서 우리는 2023년에 점진적인 경제 재개가 있을 것으로 예상하며, 이러한 경제 재개의 속도가 경제성장률에 영향을 줄 것이다. 남미의 경우, 우리는 올해 강력한 퍼포먼스를 내어 온 브라질 채권에 신중하게 긍정적인 포지션을 취한다. 하지만, 우리는 롤라 신임대통령의 정책이 브라질의 금융 상황에 어떠한 영향을 미칠 것인지를 면밀하게 모니터링하고 있다.
- 주식의 경우, 우리는 기회를 포착하기 위해 전술적으로 노력하면서 바둑업 선별에 포커스를 유지하고 있다.** 우리는 현재의 시장 움직임을 배어 마켓 랠리로 파악하고 있다. 이러한 움직임을 주식의 사이클적 바닥으로 평가하기 위해서는 기업이익의 개선과 연준의 비둘기파적으로의 전환이 나타나야 하지만, 아직까지는 그러한 상황이 이르는 못했다. 우리의 견해로는, 경제성장 둔화와 여전히 달러화 강세의 이중 효과를 감안하면 내년의 미국 기업의 기대이익이 여전히 과도하게 높게 전망되고 있는 것으로 보인다. 유럽의 경우에도 이와 비슷하게 곤란한 상황으로, 일부 긍정적인 징후가 부상하고는 있으나 우리가 위기의 상황에서 벗어났다고 확실하기 이전에 기업 마진과 소비에서 일부 진전이 나타나야 할 필요성이 있다. 그 결과 우리는 유럽과 미국의 주식에 대해서 경계 태세를 유지하며, 가치주, 퀄리티주, 이익배당주 및 특히 미국에서는 소형주 투자공간에서 기회를 모색한다. 중국 주식은 매력적인 밸류에이션에도 불구하고 제로 코로나 정책 및 경제 재개에 대한 뉴스 흐름에 크게 의존적이며 변동성이 매우 높다. 따라서, 우리는 중립적 견지를 유지하면서 기업이익 펀더멘탈과 경제성장 평가하기가 쉬워지는 시기에 재진입할 준비 태세를 갖추고 있다.

전반적인 리스크 분위기



최근의 랠리에도 불구하고, 위험자산에 경계 태세를 취하면서 장기적인 리스크 프로파일에 변경을 주지 않고 적절한 투자분산을 유지할 것.

이전 달 대비의 변화

- ▶ 미국 재무성증권에 경미하게 긍정적인 포지션.
- ▶ 유럽 주식에서 신중한 견지를 줄였음.
- ▶ 투자분산을 향상시키고 금, CHF, JPY를 통한 인플레이션 헤지.

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

미국 인플레이션: 둔화되고는 있지만 연준이 안도할 수 있는 수준을 훨씬 상회함



Monica DEFEND,  
Head of Amundi Institute



Annalisa USARDI, CFA  
Senior Economist,  
Amundi Institute

미국 인플레이션 전망이 현 단계에서는 시장 분위기를 이끄는 핵심적 동인으로 유지되고 있다. 전년동월대비 7.7% 상승하여 예상보다 약세를 보인 미국 소비자물가지수(CPI) 수치(2022년 2월 이후 가장 낮은 전년동월대비 수치)는 인플레이션이 고점을 지났을 가능성이 높음을 확인시켜 주는 것으로 보였으며 이는 강력한 시장 반응을 유발했다. 시장에서는 이를 베퍼마켓에서 벗어나기 위한 주요 필수조건으로 유지되고 있는 연준의 비둘기파로의 입장 전환을 이끌 수 있는 유발 요인으로 바라보았다. 하지만, 우리의 견해로는 아직까지는 그러한 상황이 이르지 못하는 것으로 보인다.

**전월대비 기준**으로, 헤드라인 CPI는 우리의 기존 예상에 부합되는 수준(0.44% vs 예측 0.48%)이다. 하지만, 코어 인플레이션은 우리의 예상보다 약세(0.3% vs 예측 0.49%)를 나타냈다. 코어 인플레이션의 예상이 빗나간 원인:

- **코어 서비스 인플레이션:** 예상보다 약세의 코어 서비스 인플레이션 상승은 의료 서비스 인플레이션의 현저한 하락과 연관되어 있으며, 다른 컴포넌트의 월별 변화는 유의적인 하락을 나타내지 않았다. 이러한 서비스 인플레이션 둔화는 특히 건강보험료와 관련된 의료 서비스 비용의 일회성 하락에 기인하며, 향후에는 이러한 둔화가 반복되지 않을 수도 있다.
- **코어 재화 인플레이션:** 예상보다 하락한 코어 재화 인플레이션은 의료, 가정용 가구 및 소모품과 중고차 가격의 하락에 의해서 견인되었다. 코어 재화 인플레이션 모멘텀이 둔화되고 올바른 방향을 진행되고 있지만, 코로나 이전 추이로 되돌아가기 위해서는 더욱 큰 진전이 있어야 할 것이다. 따라서, 의료 및 중고차 가격의 변화 역동성을 주시하는 것이 중요하다.

이것이 인플레이션 전망에서 의미하는 바는?

우리는 향후 수개월 동안에 코어 인플레이션 모멘텀이 견고하게 유지될 것으로 예상하는 반면에, 헤드라인 인플레이션 모멘텀은 휘발유 가격의 하락으로 인해서 약세가 될 것으로 보인다.

- **헤드라인:** 우리는 미국에서는 헤드라인 인플레이션이 정점을 지났음을 확인하며, 향후에는 원자재와 석유에 대한 우리의 기본 시나리오에 따라서 전년 대비 수치에서 둔화가 가시적으로 나타날 것이다(예: 2022년 4분기는 7.6% 일 것으로 예상됨).
- **코어:** 서비스 인플레이션 모멘텀을 감안하면 코어 인플레이션의 하락은 헤드라인 인플레이션보다 느릴 수 있으며, 둔화는 되겠지만 여전히 상당히 높게 유지될 것이다.
- **리스크:** 일부 범주에서는 예상보다 더 빠르게 현실화되기 시작한 코어 재화에서 비롯되는 인플레이션 하락 요인을 계속 모니터링하게 될 것이며, 이러한 하락 요인들은 코어 재화 모멘텀과 인플레이션은 누그러뜨리는 상황으로 이어질 수 있다.

미국 연준은 어떻게 대응할 것인가?

견조한 노동시장과 연준의 단호한 인플레이션 억제 의지를 감안하면 우리는 최종 금리에 상향 압박이 있다고 생각한다. 연준은 현재의 과도한 긴축적 통화정책에서 리스크/보상 프로파일이 개선되는 것으로 파악하고 있기 때문에 인플레이션이 지금 관리되어야 하며, 이에 따라 연준은 향후에 필요한 경우 동원할 수 있는 다양한 수단을 통해서 경제활동을 떠받치는 것을 추구할 수 있을 것이다.

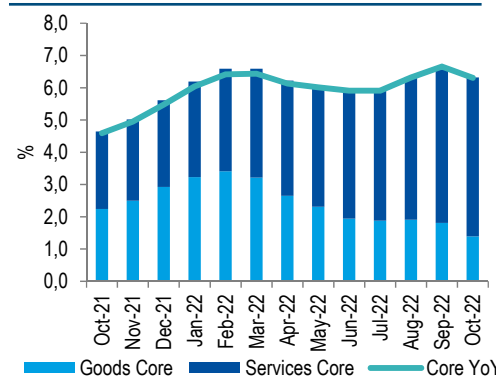
중요한 사실은 연준이 인플레이션 데이터를 바탕으로 하는 대응을 하고 있으며, 이는 이전의 “일시적 인플레이션” 견해의 내러티브를 통한 대응으로 성공을 거두지 못한 이후에 달라진 점이다. 대신에, 현재 연준은 금리 인상의 최종 수준과 이러한 제약적인 영역의 금리를 유지하는 기간에 주안점을 두고 있다.

이에 따른 투자함의는 무엇인가?

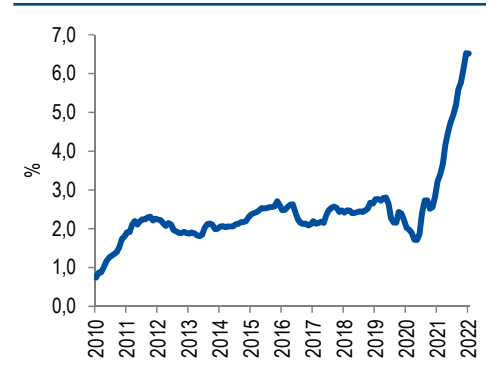
둔화의 경로에 접어들었더라도 지속적인 인플레이션은 전통적인 주식/채권 자산종목을 넘어서서 무엇보다도 실물자산과 원자재를 포함시키는 분산투자의 견지를 유지해야 할 필요성을 부각시킨다. 이러한 분산투자는 투자자들이 인플레이션 연동 수익성에 포커스를 두는 것을 가능하게 만들고, 동시에 금과 미국 재무성증권(UST)를 통해 포트폴리오 보호를 포함시킬 수 있게 된다. 하지만, 수익률에 대한 압박이 양쪽 측면 모두에서 만연하고 있다(경제성장을 둔화 및 높은 인플레이션)는 사실을 감안하면, 전반적으로 액티브한 견지를 유지하는 것이 핵심적 사안이 된다.

미국 인플레이션 수치는 둔화되고 있지만, 연준은 통화정책에서 기존의 “보다 장기간 동안 고금리 유지”의 기조를 유지할 가능성이 크다

1/코어 CPI 인플레이션



2/애틀랜타 연준의 비탄력 물가지수



Source: Amundi Institute, Bloomberg, as of 22 November 2022. Year-on-year comparison of monthly data points.



멀티어셋

적절한 분산투자를 유지하고, 상대적 가치를 모색할 것



**Francesco SANDRINI,**  
Head of Multi-Asset Strategies



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

수익성 리세션, 긴축적인 중앙은행(포워드 가이드스에서 중앙은행별로 분화가 나타남) 및 여전히 높은 인플레이션이 일차적인 시장의 우려 사안이다. 최근의 미국 인플레이션 안정화는 긍정적인 요인이지만, 이러한 인플레이션 둔화가 지속될 지의 여부가 연준의 향후 견지를 결정할 것이며, 이는 다시 우리가 위험자산에 건설적인 포지션이 되는 데에 있어서 핵심적 매개변수가 될 것이다. 중국의 코로나 관련 뉴스 흐름, 지정학적 긴장 상태, 기업이익 공포로 인해서 당분간 우리는 기존의 신중한 투자확신감을 변경하지 않는다. 하지만, 우리는 주식에서 주로 상대적 가치를 통해 일부 전술적 기회를 포착하고 있다. 이러한 접근방식은 우리가 실질수익률 개선과 헤징의 목적으로 건설적인 포지션을 가지고 있는 원자재(석유)와 금의 두 가지 종목 모두를 통해 투자분산의 향상과 포트폴리오 보호로 보완되어야 한다.

투자확신감이 높은 아이디어

주식의 경우, 우리는 전술적으로 중립적 견지로 이동시켰으며, 유럽에 대한 신중한 포지션은 줄이게 되었고 미국에는 과도하게 비싼 성장주에 대비하여 소형주를 선호하면서 상대적 가치를 모색하고 있다. 하지만, 우리는 급변하는 기업이익의 상황을 감안하여 기존의 신중한 견해를 조정할 수 있도록 경계 태세를 유지한다. 대형주에 대비하여 소형주의 가격할인은 극단적 수준이며, 소형주의 상대적 퍼포먼스가 향상되기 시작하고 있다. 하지만, 유럽은 더 높은 스테그플레이션 리스크에 당면하고 있으며, 이로 인해서 우리는 여전히 방어적 포지션을 취하고 있는 유럽에 비교하여 미국에 대한 기존의 선호를 유지한다. 신흥국의 경우, 우리는 중국 주식에 대해 2023년 전망의 개선 가능성을 열어 두면서 중립적 포지션이다. 채권(fixed income)의 경우, 우리는 미국 듀레이션에 대한 기존의 건설적 견지를 고수한다. 최종 금리가 더 높아지고 연준의 공격적 긴축화 경로로 인해 미국 경제의 경착륙의 리스크가 높아지고 있음을 현재 시장이 가격에 반영하고 있는 상황에서, 미국 재무성증권(UST) 밸류에이션은 매력적인 것으로 보인다. 연준은 지금까지의 수행한 긴축화의 누적된 영향을 평가하기 위해 금리 인상의 속도를 늦출 수도 있다. 하지만, 우리는 예상과 다른 수익률 움직임으로부터 보호하기 위해 이러한 견지를 액티브하게 모니터링하고 있다. 전반적으로, 우리는 최근의 예산 발표에서 비롯된 기회를 평가하고 있는 영국을 포함하여 모든 지역에 걸쳐서 이를 살펴보고 있다.

유럽 주변국의 경우, 유럽중앙은행의 비둘기파적인 가이드언스를 감안하여 우리는 이탈리아 곡선에 대한 기존의 견지를 조정했다. 우리는 10년물 이탈리아 국채-독일국채 스프레드에 대해 경미하기 긍정적인 견해를 유지하며, 이는 이탈리아의 새 정부가 재정규율을 유지하는 경로를 계속할 것이라는 확언에 의해 뒷받침된다.

우리는 미국 IG에 대한 기존의 경미하게 낙관적인 견해를 유지한다. 기업 펀더멘탈과 재무제표는 높은 유동성과 우량한 이자보상배율, 단기적으로는 부채 리파이낸싱의 낮은 리스크를 보이면서 강세를 나타내고 있다. 또한, 우리는 유로통화권 IG가 HY와 비교하여 아웃퍼포먼스를 보일 것이라고 계속 믿고 있다. 후자는 리세션에 대한 취약성이 더 클 것이며, 채무불이행률(부도율)이 높아지는 경우에는 특히 낮은 퀄리티의 세그먼트에서 더욱 그러할 것이다. 미국 달러화는 선진국 FX 전략에서 중추를 유지하고 있지만, 이제 USD 리스크/보상 균형에서 일부 취약성이 나타나기 시작했다. 따라서, 우리는 투자자가 미국 달러화에 긍정적인 포지션을 유지하면서도 JPY와 CHF 방향으로 분산투자를 하고 EUR에는 신중한 포지션을 유지해야 한다고 생각한다. 영국 경제의 약세로 인해서 우리는 이제 USD와 CHF에 대비하여 GBP에 방어적인 포지션이다. 반면에, 경기에 민감한 국가 및 해당 국가의 FX는 단기적으로 압박을 받을 것이기 때문에 우리는 기존의 USD/EUR와 NOK/CAD 견지를 고수한다. 신흥국의 경우, 중국에서 봉쇄정책에서 벗어나서 경제 재개로의 진입과 관련된 모호성이 변동성을 만들어 낼 수 있기 때문에 우리는 IDR/CNH에 더 이상 긍정적인 포지션이 아니다. 남미의 경우, 우리는 USD에 대비하여 BRL에 대한 기존의 건설적 견해를 유지한다. 브라질이 거시적 경제 상황의 개선에서 수혜를 누릴 것으로 보이는 현 시기에 시장은 브라질의 새로운 좌파 정부의 불확실성을 크게 가격에 반영했다.

리스크 및 헤징

헤징과 분산투자가 우리의 크로스어셋 전략에서 핵심 축이다. 공급측면의 이슈와 러시아 원유에 대한 유럽연합의 잠재적 금수조치로 인해서 우리는 이제 석유에 긍정적인 포지션이다. 이와 더불어서, 금은 안전자산 특성과 인플레이션에 대한 헤징의 기능을 감안하면 견고한 포트폴리오와 보호를 제공할 수 있다. 이와는 별도로, 투자자는 HY와 미국 주식에 대한 보호를 유지해야 한다.

포워드 가시성이 제한적인 현 상황에서 우리는 적절한 분산투자를 유지하면서 일부 전술적 조정과 더불어서 우리의 기존 긍정적인 듀레이션 견해를 고수한다

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, 자산종류 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, (B) = 중앙은행, (BTP) = 이탈리아 국채.

\*주식의 경우, 우리는 중립적 포지션을 전술적으로 이동시킨 반면에, 취약한 경제적 상황을 감안하여 전반적인 견지를 줄일 수 있는 준비 태세를 갖추면서 신중한 접근방식을 유지한다. \*\*우리는 전반적인 투자확신감 수준에는 실질적인 영향을 주지 않으면서 기존의 견지를 경미하게 상황 조정했다.



채권

퀄리티와 더불어서 “채권(bond)이 돌아왔다”라는  
테마에 플레이할 것



Amaury D'ORSAY,  
Head of Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,  
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,  
CIO of US Investment Management

연준의 정책기조는 인플레이션이 잦아드는 일회성 징후가 아니라 인플레이션이 완화되는 추이에 대한 구체적인 신호에 집중될 것이다. 이러한 정책기조에는 (연준이 금리 인상의 속도를 늦추기로 결정하더라도) 긴축화 궤적을 유지할 것이며, 내년에 접어들어서는 이와 관련된 리세션 리스크의 증가가 필연적이다. 따라서, 연준과 유럽중앙은행의 포워드 가이드가 기대인플레이션과 위험자산에 대해서 그 중요성이 점차 증가하고 있다. 마지막 사안으로는, 금리가 제약적인 영역에서 유지되고 경제상황이 악화되는 경우, 최근의 하락에도 불구하고 스프레드에서 변동성을 나타낼 수도 있다. 따라서, 투자자는 리스크 증가를 자제하고, 미국 IG와 신흥국 경화표시 채권의 회복탄력성이 높은 세그먼트에서 신중한 바텀업 선별을 통해 기회에 플레이해야 할 것이다. 이와 관련하여, 우리는 크레딧 시장 전반에 걸쳐서 유동성과 채무불이행(부도율) 전망을 모니터링하고 있다.

글로벌 및 유럽 채권(fixed income)

우리가 유럽, 영국, 일본에 방어적인 포지션을 취하고 있는 듀레이션에서 기존의 신중한 견지를 경미하게 감소시켰다. 하지만, 유럽중앙은행이 ‘통화정책 회의별’ 접근방식을 취하고 있는 점을 감안하여, 우리는 이를 조정함에 있어서 유연성을 유지하고 곡선 전체에 걸쳐서 기회를 모색한다. 중국 채권은 투자분산의 이점을 계속 제공하고 있다. 브레이크이븐의 경우, 우리가 미국과 유럽에 긍정적인 포지션을 계속 취하지만, 미국에 대해서는 이러한 견지를 경미하게 낮추었다. 크레딧 스프레드(가산금리)가 최근에 하락했지만, 통화정책과 기업이익이 비우호적으로 전환되는 경우에 스프레드 변동성이 증가할 수 있기 때문에 투자자는 중립적/경미하게 긍정적인 포지션을 취해야 할 것이다. 특히, 과도한 레버리지를 가진 기업에게는 더욱 그러하다. 우리는 강력한 유동성 완충기제가 되는 높은 퀄리티(IG) 및 단기 만기의 크레딧을 계속 선호한다. 우리는 자동차 부문을 선호하지만, 부동산 부문에 대해서는 금리 상승이 어떠한 영향을 주는 지에 대해서 모니터링하고 있다.

미국 채권(fixed income)

최근의 시장 움직임은 인플레이션 데이터와 연준의 이에 대한 언급 이후에 과열을 보이고 있는 반면에, 우리는 연준이 금리 인상의 속도를 늦춘다고 하더라도 이것이 통화정책이나 금융조건의 완화를 의미하지는 않는다고 생각한다. 반면에, 소비자 서비스와 신용카드 업체에서 볼 수 있듯이 소비 환경은 약세로 돌아서고 있다. 따라서, 우리는 액티브한 접근방식 하에서 기존의 중립적/경미하게 건설적인 듀레이션 견지를 유지하고, 미국 재무성증권 수익률이 상승하는 경우에 상향 조정할 수 있도록 긍정적인 바이어스를 가진다. 투자자는 기업 크레딧에 유동성과 리파이낸싱 리스크가 있음을 간과하지 않아야 한다. 따라서, 우리는 HY에 대비하여 높은 퀄리티의 IG 크레딧을 선호하면서 안정적인 리스크 익스포저의 유지를 권고한다. 스프레드의 상대적 밸류에이션과 우호적인 규제자본 수준을 감안하여 IG 내에서 우리는 비금융채에 대비하여 금융채를 선호한다. 증권화 시장은 여전히 양호한 소비자 소득에 의해 뒷받침되고 있지만, 변동성이 높게 유지되고 있고 유동성은 낮기 때문에 우리는 선별적인 포지션이다. 우리는 부동산저당증권에서 리스크의 최소화에도 도움을 받을 수 있도록 담보물에 특별한 강조점을 둔다.

신흥국 채권

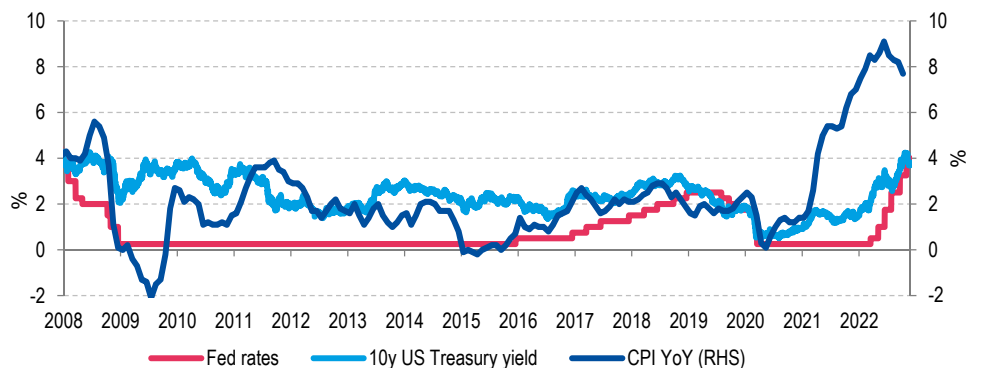
우리는 듀레이션에서 경미하게 방어적인 포지션을 유지하지만, 미국 금리의 안정화 가능성에도 유념하고 있다. 우리는 경화표시 신흥국 채권의 스프레드가 우수한 캐리를 제공하기 때문에 경화표시 신흥국 채권을 선호하지만, 지역별 인플레이션 분화로 인해서 현지통화표시 신흥국 채권에는 매우 선별적인 포지션을 취한다. 국가별 수준에서는 인도네시아와 브라질이 (인플레이션 하락 추이로 인해) 매력적인 것으로 보인다. 또한, 우리는 석유 수출국에도 건설적인 포지션이다.

FX

미국 달러화를 선호하고 EUR과 GBP에 신중한 포지션을 취하는 우리의 전략적 견해는 변경되지 않고 유지된다. 하지만, 우리는 BRL에서 리스크온 분위기에서 항상과 기존 USD 추이에서 잠재적 변화에 플레이할 수 있는 기회를 포착하고 있다. 이와 더불어서, 우리는 MXN와 CLP 에 긍정적인 포지션이지만 EUR에는 신중한 포지션이다.

우리는 연준이 정책 조치의 경로를 변경하기 전에 인플레이션의 일회성 둔화가 아니라 인플레이션 추이, 노동시장 및 전반적인 소비 환경을 평가할 가능성이 높다고 믿고 있다

연준은 인플레이션 추이를 계속 평가할 것이다



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Data as of 15 November 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

높은 분산률의 환경은 기회를 제공할 수 있다



**Kasper ELMGREEN,**  
Head of Equities



**Yerlan SYZDYKOV,**  
Global Head of Emerging Markets



**Kenneth J. TAUBES,**  
CIO of US Investment Management

시가총액이 낮은 스펙트럼에서 아웃퍼포먼스로 전환은 밸류에이션과 잠재수익률이 매력적인 기업을 발굴될 수 있지만, 우리는 매우 선별적인 포지션을 유지한다

종합적 평가

금리 상승과 성장 둔화는 기업 이익에 대한 압박을 생성하고 있다. 다수의 3분기 기업실적이 발표되었으며, 일반적으로 기업이익은 일부 회복탄력성을 보여주고 있었지만 2023년의 상황은 녹록하지 않을 것으로 보인다. 우리는 기업이익 예측에서 하향 추세가 계속될 것으로 예상하며, 이는 이미 다수의 기업 밸류에이션이 가격으로 반영되어 있지만 그 분산률이 높기 때문에 신중한 주식 선택이 선호된다. 이와는 별도로, 이전에 공급 부족이 공급 제약에 의한 것이었다면, 이제는 소비의 측면에서 비롯되어 나타나고 있다. 예를 들면, 영국의 경우 에너지 가격의 상승이 재정적 지출에 영향을 주고 있다. 따라서, 우리는 가치주, 퀄리티주, 이익배당 지향적인 주식을 선호하면서 펀더멘탈 분석에 우선순위를 두고 있다.

유럽 주식

우리는 한 편으로는 경기방어적인 필수소비재주에, 다른 편으로는 경기민감적인 퀄리티주에 치중하는 기존의 밸런스 잡힌 접근방식을 유지한다. 우리는 회복탄력적인 재무제표, 가격결정력, 영업현금흐름을 생성시키는 역량을 보유한 기업의 주식에 계속 포커스를 둔다. 악화되고 있는 경제상황과 인플레이션 악재를 헤쳐 나갈 수 있는 능력의 보유 여부가 핵심적 사안이다. 이와 관련하여 경기민감주는 물론 경기방어주 전반에 걸쳐서 기회가 존재한다. 우리는 일부 다른 경기민감주와는 상반되게 순이자마진률과 기업이익이 금리 상승에서 수혜를 누릴 수 있기 때문에 소매은행주를 선호한다. 또한, 현재의 소매은행주 주가는 그 가격대비 기대지수 (price-implied-expectations, PIE)가 매우 낮다. 이와는 반대로, 규제적 리스크를 감안하여 우리는 유틸리티주에 상대적으로 신중한 포지션이며, 기술 부문은 현재의 거시경제적 상황을 감안하면 밸류에이션이 과도하기 때문에 신중한 포지션이다. 전반적으로, 우리는 모든 부문에 걸쳐 주식에서 특정한 기회를 모색함에 있어서 상시적으로 경계 태세를 유지한다.

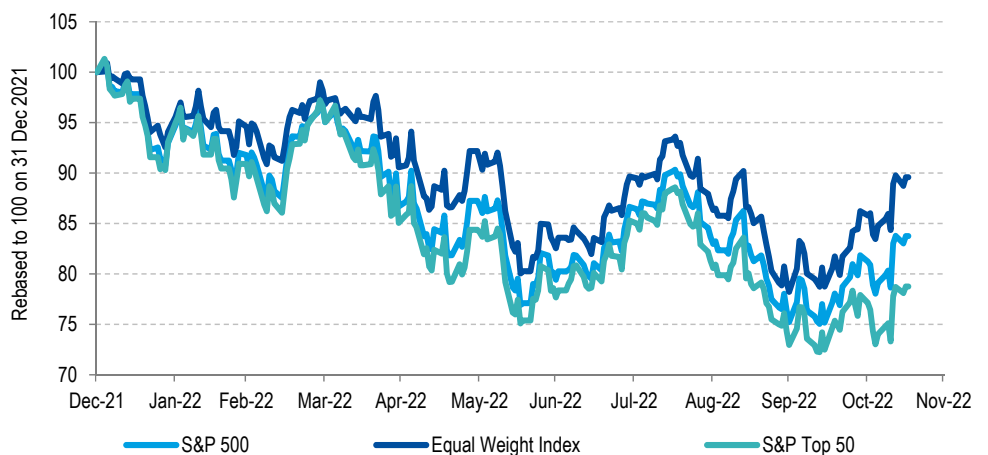
미국 주식

동일가중지수(equal weight indices)가 S&P 500의 상위 대형주보다도 아웃퍼포먼스를 보임에 따라 우리는 시장에서 일부 균열의 부상과 부문 전반에 걸쳐 밸류에이션에서 불일치를 목격하고 있다. 이와 더불어, 2023년 기업이익 가이드는 여전히 충분히 경기약세를 포괄하지 못하고 있으며, 우리의 성장둔화 견해에 부합하지 않는다. 이러한 모든 상황들은 집합적으로 주식 선별에 대해 흥미로운 배경을 만들어내고 있다. 특히, 우리는 수익성이 나지 않는 비싼 성장주 종목을 주의하고 있지만, 시장조정을 겪었으며 기업이익 성장을 달성할 잠재력을 보유하고 있는 기업의 퀄리티 높은 가치주에는 긍정적 포지션을 취한다. 이러한 견지는 밸류에이션 기반의 접근방식으로 보완되며, 이를 통해 비싼 경기방어주, 필수소비재주, 유틸리티주, 부동산주 및 대형주 종목에 신중한 포지션을 취할 수 있게 된다. 또한, 우리는 초대형주 종목에 방어적인 포지션이다. 반면에, 주가가 급락한 일부 퀄리티 기업의 경기민감주 가격은 매력적으로 되었다. 부문별 수준에서, 우리는 은행 부문, 의료 부문 및 일부 소비자 부문의 종목을 선호한다. 은행 부문은 강력한 수익성 잠재력을 보이고 있지만, 우리는 바텀업 선별을 유지하며 해당 은행의 신용리스크가 이 세그먼트에서 중요한 차별화 요인이라고 믿고 있다.

신중국 주식

신중국 주식의 밸류에이션은 설득력이 있고 기대기업이익이 개선되고 있지만, 우리는 신중국 세계의 파편화된 상황을 감안하여 선별적 포지션을 유지한다. 국가별 수준에서 우리의 주요 투자확신감은 브라질 (상향 수정됨)과 UAE에 둔다. 아시아의 경우, 중국 경제는 제로 코로나 정책의 재조정 이후에 반등세를 보일 것이며, 이렇게 되기 위해서는 관련된 사안들의 명확성이 높아질 필요가 있다. 우리는 당분간 중국에 대해서는 중립적이면서도 유연한 포지션을 유지한다. 부문별 수준에서, 우리는 경기소비 부문과 부동산 부문을 선호하지만, 의료건강 부문 및 중국의 금융 부문에 대해서는 신중한 포지션이다.

미국 주식: 언더퍼포먼스의 초대형주, 시가총액 스펙트럼에서 낮은 곳에서 기회



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Data as of 16 November 2022.



이번 달의 토픽

## 방어적인 자산배분이 2023년까지 연장되며, 내년 하반기에는 리스크 익스포처의 점진적인 증가가 동반될 것임



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



**Silvia DI SILVIO**  
Senior Cross Asset Strategist, Amundi Institute

향후 12개월 경제상황의 예측에 따르면 현재 진행 중인 조정 장세가 2023년 전반기 동안에도 계속될 것으로 나타나고 있으며, 수익 리세션 및 (안정화는 되겠지만) 여전히 높은 인플레이션의 특성을 가질 것으로 보인다. 내년 하반기에는 현재의 약재 중 일부가 (물가 상승 압박의 하락 및 연준의 금리 동결과 더불어서) 완화될 것이며, 이는 (금, 투자등급 크레딧 및 경미하게는 국채로의 틸팅을 가지는) 현재의 방어적 견지에서 (주로 선진국 주식 및 고퀄리티 채권을 통한) 리스크 익스포처의 증가로의 점진적인 전환을 떠받치게 될 것이다.

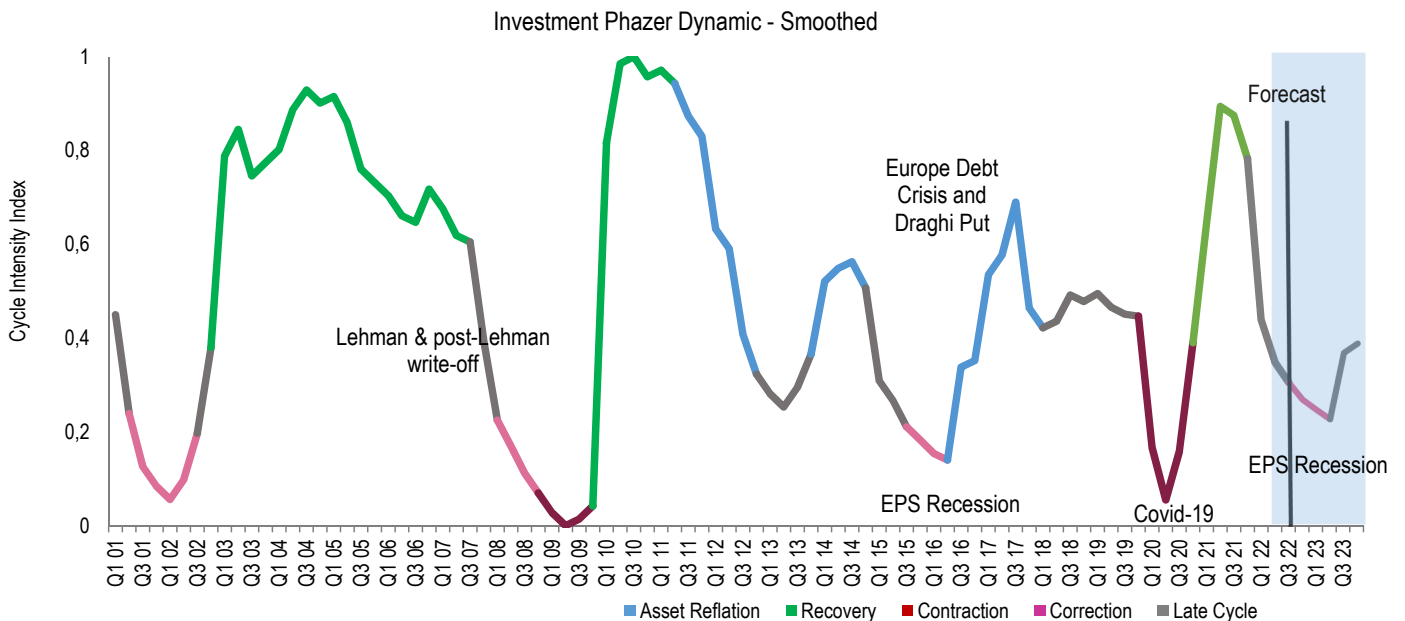
2023년의 경기사이클은 일차적으로 상호 연결된 두 가지의 요인에 의해서 형성될 것이다 - 물가목표수치를 여전히 상회하는 인플레이션이 동반된 **글로벌 경기둔화** (및 그 여파로 인한 통화정책의 변화)와 이에 따른 **수익 리세션**. 선진국(DM) 전체에 걸쳐서 경제성장이 둔화될 것으로 예상되며, 평균 이하의 수준의 경제성장률을 나타낼 것으로 보이는 미국에서 몇 분기 동안의 역성장이 예상되는 유통화폐권 및 영국까지 다양한 양상을 보일 것이다. 예외적으로 빠른 속도의 글로벌 인플레이션 상승으로 유발되어 지난 18개월 동안 진행된 생활비 위기 및 이러한 생활비 위기의 2023년까지 지속(그 상승 속도는 둔화될 수도 있음)은 소비자 지출 및 심리 모두에 커다란 타격을 줄 것이다. 2022년 물가의 급상승 역동성에 공격적으로 대응해야만 했던 중앙은행(CB)들은 수요를 진정시키고 원하지 않는 금융조건의 완화를 방지하여 인플레이션의 추가적인 압박을 완화시키려고 시도할 것이기 때문에 적어도 2023년 2분기까지는 **매파적**으로 유지할 것으로 보인다.

이러한 경제적 상황은 수익 리세션의 결과로 이어질 것이며, 우리는 2023년 1분기와 2분기의 **미국 트레일링 주당순이익**(trailing EPS, 후행 주당순이익)이 **12개월**전

대비 각각 **-10%와 -15% 역성장**할 것으로 예상된다. 기업이익과 마진도 압박을 받을 것이며, 기업이익은 달러화의 강세와 명목 GDP 성장을 약세로 인한 톱라인(매출) 둔화로 어려움을 겪을 것이고, 마진은 자본과 노동의 주요 생산요소로부터 비롯된 비용 상승에서 타격을 받을 것이다. 추이 미만의 경제성장과 초약세에서 마이너스 사이의 기업이익이 조정장세 국면의 주요 특징이 될 것이며, Amundi Institute의 Investment Phazer에 따르면, 이러한 현상이 2022년 3분기부터 지배적인 경제레짐이 되어 2023년 전반기까지 지속될 것이다.

이 기간 동안에 결과적으로 나타날 자산배분은 **방어적인 견지**를 전제로 하며, 금과 투자등급 회사채로의 틸팅을 가질 것이다. 국채('전형적인' 조정 국면에서 선호되는 종목임)에 대한 포지션의 경우, 우리는 듀레이션 컴포넌트가 과거의 유사한 레짐 동안보다 더 액티브하게 관리되어야만 할 것이라고 믿고 있다. 실제로도 최근의 미국 인플레이션 수치의 하향 서프라이즈(예: 10월의 미국 CPI)가 연준의 명확한 비둘기파로의 입장 전환을 유발할 가능성은 낮고 연준의 매파적 견지가 최소한 2023년 전반기까지는 지속될 가능성이 높으며, 오히려 이는 내년 전반기에 국채 수익률에 대한 리스크 상승과

### 2021년 이후의 Advanced Investment Phazer 레짐 발생 빈도



Source: Amundi Institute. Data as of November 2022.





이번 달의 토픽

여전히 높게 유지되는  
인플레이션을 동반한 글로벌  
경기둔화가 2023년 대부분  
동안의 특징으로 나타날 것이다

변동성을 가중시키고 있다.

2023년 하반기에 접어들면서 나타날 것으로 예상되는 인플레이션 역동성의 커다란 조정은 경기사이클의 향상 및 핵심적 동인이 될 것이며, **조정 국면에서 경기사이클 후반 국면으로 전환**이 나타날 가능성이 크다. 물가 압박이 완화될 것이지만, 현재 진행 중인 경기둔화에도 불구하고 전년동기대비 기준으로 팬데믹 이전 수준의 평균 및 중앙은행의 물가목표수치보다 높게 유지될 것이다. 미국의 경우, 헤드라인 인플레이션 모멘텀이 약세로 유지될 것이다. 2022년 2분기에 정점을 찍었던 미국 헤드라인 CPI는 2023년 전체 기간 동안에는 전반적으로 보다 둔화된 속도로 상승할 것으로 보이며, 이는 주로 휘발유 가격의 하락의 결과로서 전년동기대비 기준으로 2023년에는 평균 4.1%(vs 2022년 평균 8.1%)가 될 것으로 예상된다. 하지만, 2023년에 근원 개인소비지출물가지수(Core PCE)가 전년동기대비 평균 3.5%(vs 2022년 평균 5.0)가 될 것으로 예상되기 때문에 물가경직성의 주요한 근원은 **코어 인플레이션**이 될 것이다. 이러한 코어 인플레이션에서, 코어 재화 컴포넌트의 인플레이션 모멘텀은 찾아들 것인 반면에, 코어 서비스 인플레이션은 반대의 방향으로 나타날 것이다. 실제로 서비스 물가 역동성은 임대료에 의해 좌우되며, 현재 나타나고 있는 실제 임대료 물가 상승의 둔화는 경기사이클 후반 국면(2023년 2분기 이후가 될 가능성이 높음)에서에만 공식 CPI 수치를 반영하게 될 것이다.

요약하자면, 2022년에 나타난 수십년 정점의 생산자물가지수(PPI)는 낮아진 기저효과와 온건한 원자재 전망을 바탕으로 (전년동기대비 기준으로) 내년에는 절반 이하로 떨어질 것이다. 마지막으로, 노동비용의 전개변화도 임금·물가 악순환의 리스크 크기 및 높은 기대인플레이션이 고착화될 경우에 긴축화 강화로 이어질 통화정책 견지에 대한 영향을 결정짓는 핵심적인 요인이 될 것이다.

이와 같은 인플레이션 시나리오는 Amundi Institute의 Inflation Phazer의 배경이며, 여기에서는 2022년(그리고 2023년 1분기까지 지속될 가능성이 매우 높음)에 만연했던 **하이퍼인플레이션** 레짐이 온건한 **인플레이션** 레짐(역사적으로 물가 상승의 압박이 전년동기대비 3-6%인 특징을 가짐)으로 전환될 것이라고 신호를 내고 있다. 여전히 물가목표수치보다는 높지만, 물가 압박의 온건화는 소비자의 생활비 상승에 대한 부담을 완화시킬 것이며, 이는 내년 전반기의 저점에서 경기회복을 가능하게 만들고 연준이 금리 인상을 중단하도록 할 것이다.

자산배분의 관점에서는 (다음 움직임으로 금리인하의 예상이 동반되는) 금리인상 보류의 통화정책은 선진국 주식과 높은 퀄리티 크레딧으로의 틸팅과 더불어서 **수익률 곡선의 급격한 스티프닝 및 위험자산에 우호적인 조건을 만들게 된다.**

2022-11-21 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.

<b>다운사이드 시나리오</b> 15%	<b>중심 시나리오</b> 70%	<b>업사이드 시나리오</b> 15%
<b>심각한 글로벌 슬럼프</b>	<b>스태그플레이션 발생, 경제적 분화의 상승 동반</b>	<b>빠르게 잦아드는 인플레이션, 스태그플레이션 발생의 종료</b>

분석	분석	분석
<ul style="list-style-type: none"> <li> 우크라이나 전쟁의 악화/확대.</li> <li> 에너지 위기 및 유럽의 심각한 리세션.</li> <li> 코로나19의 재유행.</li> <li> <b>기대인플레이션의 디앵커링(de-anchoring)</b>, 중앙은행의 통제력 상실.</li> <li> 중국의 리세션.</li> <li> 글로벌 경기둔화, 두 번째 단계로 재개되는 디플레이션 압력 동반.</li> <li> 글로벌 금융위기/채무위기, 여러 신흥국의 디폴트 동반.</li> <li> 정부의 경기사이클 대처적인 재정정책의 이행이 더 이상 불가능함. 리세션은 금융억압이 발생할 수 있는 여지를 열어 두게 됨.</li> <li> 기후 전환 조치의 연기.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li> <b>교착상태의 우크라이나 전쟁.</b> 우리는 2023년의 어느 시점에 휴전이 이루어질 것으로 예상하지만, 상황이 추가적으로 악화될 수도 있다.</li> <li> <b>계속되는 에너지 위기.</b> 신뢰할 수 있는 유럽연합의 가격 상한제가 실현되지 않는 상황에서 재고보충의 국면에서 가스 가격이 상승할 것으로 예상됨.</li> <li> <b>코로나19의 엔데믹(풍토병)화.</b></li> <li> 2024년까지 중앙은행의 물가목표치로 <b>인플레이션이 복귀하지 못함.</b></li> <li> <b>2023년의 심각한 글로벌 경기둔화:</b> 유럽에서는 리세션 발생, 미국과 중국에서는 리세션 발생의 리스크 증가. 2024년에는 온건한 확장 및 평균 이하의 경제성장이 예상됨.</li> <li> <b>글로벌 GDP 명목성장률이 추이보다 높아짐,</b> 이에 따라 기업이익에 대한 영향이 완화됨.</li> <li> <b>중앙은행 분화:</b> 통화정책 정상화를 계속하지만 금리 인상의 폭을 줄이는 연준(Fed), 금리 인상, 수동적 양적긴축의 채택 및 TPI 도입하는 유럽중앙은행(ECB), 완화적 바이어스를 가진 중국인민은행(PBoC).</li> <li> <b>유럽연합 전반에 걸쳐 일관성을 가지지 못하는 정책조합(폴리시믹스):</b> 경기부양적인 재정정책, 하지만 조화되지 않고 명확한 목표를 설정하지 못함. 이와는 반대로, 미국에서는 2022년에 재정충격지수가 마이너스로 되었지만, 2023-24년에는 보다 중립적일 것으로 예상됨.</li> <li> <b>기후 변화가 원자재 사이클에 지장을 주고 스태그플레이션 추이를 가중시킴.</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li> <b>평화회담의 초석을 제공하는 우크라이나 전쟁의 휴전.</b></li> <li> <b>러시아의 유럽에 가스 수출 부분적 재개,</b> 원자재 시장 정상화.</li> <li> <b>코로나19가 잦아들.</b></li> <li> <b>인플레이션이 빠르게 하락하고,</b> 공급 병목현상이 완화됨.</li> <li> <b>글로벌 리세션 공포가 사라지고,</b> 인플레이션을 점진적으로 정상적 수준으로 복귀하여 중앙은행에 대한 압박이 완화됨.</li> <li> <b>불확실성 감소,</b> 잉여적인 저축, 구매력 상승은 선진국에서 소비와 투자를 촉진시킬 수 있음.</li> <li> <b>재정규율이 점진적으로 복원됨.</b> 유럽에서는 급변하는 에너지 조합에 대처하기 위해서 새로운 계획(공동 채무)이 시행됨.</li> <li> <b>기후변화 정책과 에너지 전환이 최우선순위가 됨.</b></li> </ul>

시장 함의	시장 함의	시장 함의
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 현금, USD 및 미국 재무성증권 선호할 것.</li> <li>- 최소 변동성 전략에 플레이할 것.</li> <li>- 금.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 리스크 감안의 실질수익성의 하락이 예상됨.</li> <li>- 수익률 곡선의 제한적인 스티프닝, 국채는 리세션 심화에 대한 헤징 기능을 되찾음.</li> <li>- 금, 연계채권, 주식, 실물자산, 원자재를 통해 인플레이션 헤지.</li> <li>- EM: 단기적으로 신중한 포지션, 장기적인 실질수익 및 성장 스토리는 영향을 받지 않음.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 미국 재무성증권 곡선의 베어 스티프닝.</li> <li>- 경기민감주와 가치주 익스포저로 위험자산을 선호할 것.</li> <li>- USD 평가절하.</li> <li>- 인플레이션 헤지로서 물가연동채권 및 주식을 선호할 것.</li> </ul>

- 지정학적 사안 코로나19 관련 토픽
- 기대성장률과 기대인플레이션
- 통화정책 및 재정정책
- 경기복구 계획 또는 금융조건
- 민간 및 공공 채권발행인의 지급불능(부도)
- 사회적 또는 기후관련 토픽
- 경제레짐 또는 금융레짐

## 상위 리스크

### 월별 현황

우리는 리스크의 세 가지 군에 대해 확률을 변경하지 않고 유지한다. 모든 측면에서 긴밀하게 연결되어 리스크가 상승하고 있음이 발견된다. 경제적 펀더멘탈은 글로벌적으로 악화되고 있으며, 이는 중심 시나리오에서 반영되어 있다. 우크라이나 전쟁의 상황 전개와 그 잠재적 함의는 시나리오를 다운사이드/업사이드의 어느 방향으로도 전환시킬 수 있지만, 단기적으로는 리스크가 다운사이드 방향으로 치우쳐 있다. 우리는 코로나19 관련 리스크(중국의 봉쇄조치 포함)를 경제적 리스크의 일부분으로 간주한다. 리스크는 헤징 전략의 파악이 용이하도록 그룹화되어 있으며, 이러한 그룹화된 리스크들은 사이에는 분명한 관련성이 있다.

### 경제적 리스크 30%

- 석유/가스 가격 상승의 충격, 금융조건 긴축화 및 구매력 상실로 견인된 **글로벌 리세션**.
- **러시아에 의한 가스 공급의 무기화는 유럽에서** 극심한 에너지 위기를 **유발하고, 심각한 리세션(신뢰도 충격)**으로 이어짐.
- 러시아 경제의 붕괴, 상승된 에너지 가격, 관리되지 못하는 인플레이션 및 이주민 위기에서 파급된 **동유럽의 경제적 위기**.
- **중앙은행의 무질서한 통화정책 조정**, 인플레이션 압박을 간과하여 이에 대한 통제력을 상실함.
- **지속적인 투입가격의 압박이 동반된** 글로벌 경기둔화가 촉발하는 글로벌 수익 리세션.
- **중국의 리세션**. 통제 범위를 벗어나서 악화되는 주택 시장 위기와 결합된 제로 코로나19 정책.
- **‘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 기조)
- **팬데믹**:
  - 더욱 위험하고 백신 내성을 가진 변이의 등장할 리스크.
  - 새로운 봉쇄조치 또는 이동성 제한.
- **기후관련 자연재해**가 성장 가시성과 사회적 균형을 저해함.

### 금융적 리스크 30%

- **국채 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 경교로 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.
- **환율전쟁**: 통화 평가절상은 중앙은행이 인플레이션 압박에 대처하는 하나의 방식임.

### 정치적/지정학적 리스크 30%

- **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 유발하는 **신흥국의 정치적 불안정성**.
- 이란이나 북한의 **핵무기 개발**에 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 우량주, 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 현통화.

- 석유, 위험자산, 프런티어 시장, 신흥국.

- 크레딧 및 주식, 신흥국 채권지수.



CROSS ASSET 디스패치: 시장 변곡점 감지하기

- 변곡점에 도달함
- 변곡점에 접근 중
- 변곡점에 도달했다고 판단하기는 너무 이름

●●● 경제적 배경

- 지속적으로 높은 인플레이션 압박과 내수수요의 약세로 인해서 경기모멘텀이 둔화되고 있다. 우리는 기존의 미국에 대한 경제전망은 점차 타이트해 지는 금융조건으로 인해서 악화될 것이고, 2023년 중반에 리세션 리스크가 현저한 수준으로 유지될 것이라는 기존의 예상을 고수한다. 유럽의 경우, 우리는 생활비와 인플레이션이 유발하는 리세션이 이번 겨울에 발생할 것이라는 기존의 예상을 고수한다.
- 미국의 경우, 인플레이션은 정점을 지난 것으로 보인다. 우리는 헤드라인과 코어 인플레이션 지수 모두가 점진적으로 둔화될 것으로 예상하지만, 정상 이상으로 장기간 지속될 징후가 유지되고 있다. 유로통화권의 경우, 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 반등 이후에 주식은 더 비싸진 것으로 보인다 - 진입포인트를 위한 어떠한 강력한 촉발요인도 포착하는 것이 어려운 상태를 유지하고 있다.
- 주식 멀티플은 현재의 인플레이션 환경과 긴축적 통화정책에 부합하는 것으로 보이지만 어떠한 리세션 리스크도 가격 할인으로 반영되어 있지는 않다. 상대적 가치의 측면에서 높은 금리를 고려하는 경우, 위험자산에 우호적이지는 않다.
- 추가적으로 악화된 펀더멘탈 - 수익 리세션이 중심적 사안이다.

중립적 + 자산배분

●●● 기술적 요인

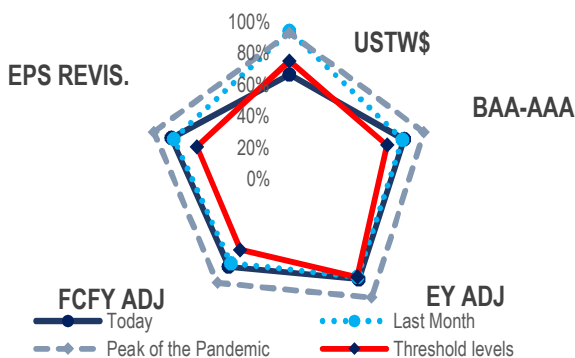
- 기술적 요인은 현 시점의 시황에서 높은 변동성으로 유지되고 있지만, 2022년 11월 한 달 동안에는 위험자산에 강력하게 우호적인 상태를 보였다. 대부분의 추세가 10월말에 파편화의 추세에서 건조한 추세로 전환됨에 따라 우리의 추세지표는 위험자산에 대한 롱포지션에서 가치를 포착하고 있다. 반면에, 역행투자 매트릭스(contrarian metrics)는 매수 신호를 전혀 발생하고 있지는 않지만 현저하게 회복되었으며, 이에 따라 올해 연말까지는 신중함이 요구된다.

●●● 시장분위기

- 미국 인플레이션 압박의 하락으로 금리 변동성이 잦아들었고, 이에 대응하여 금융조건이 완화되었다. 리스크 분위기 매트릭스는 아직은 취약하게 유지되고 있지만, 11월에 빠르게 향상되었다. 금융조건은 여전히 타이트하게 유지되고 있지만, 현저하게 완화되었다. USD의 급격한 투매의 분위기가 CAST 모델로 스며들었으며, 이제 이 모델에서는 리스크오프의 가능성을 10월보다 훨씬 낮게 파악하고 있다. MoMo는 리스크온 모드에 이미 있는 유일한 모델이며, 이 모델은 방어적 포지션을 낮추는 투자자 흐름과 리스크에 민감한 단기적 지피 개선에 근거를 두고 있다.

Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST)

- 11월의 USD의 투매가 강력하게 떠받치는 요인이다. CAST 방어적 견지가 완만하게 낮춰지고 있다.



Source: Amundi Institute. Data as of 18 November 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(sentinels)'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 확신 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 리세션 리스크에 대해 우려하는 유럽중앙은행

- 지난 10월 회의에서 유럽중앙은행(ECB)은 경제가 2022년 리세션으로 진입할 것으로 예상되기 때문에 인플레이션과의 싸움이 어떻게 어려워질 수 있는지 강조하면서, 향후에는 금리를 덜 공격적으로 인상할 수도 있음을 암시했다.
- 하지만, 인플레이션이 여전히 불편할 정도로 높게 유지되고 있기 때문에 비둘기파로의 전환이 확정된 것은 아니다.
- 우리는 유럽중앙은행의 최종 수심금리에 대한 예측을 종전의 2.75%에서 2.50%로 낮추었다.
- 모든 중앙은행들이 내년에 당면하는 과제는 자신의 신뢰성을 유지하는 것이 될 것이다 - 어떠한 비둘기파적 서프라이즈도 인플레이션과 관련된 목표에서 만족스러운 진행과 결합되어야만 할 것이다.

#### 투자 중요 함의

- 10년물 독일국채 수익률의 12개월 목표수치는 2.3-2.5%에서 변경되지 않음.
- EUR/USD 목표수치는 6개월 0.92, 12개월 1.02에서 변경되지 않음.

### 2 인플레이션 억제에 전념하고 있는 미국 연준

- 11월 연준의 성명서는 비둘기파적이었지만, 연준은 시장이 이와 같은 비둘기파적 입장으로 전환을 금리 인상의 폭을 낮출 가능성이나 인플레이션 억제 의지의 부족으로 해석하는 것을 원하지 않았기 때문에 제롬 파월 의장이 가진 기자 회견은 매파적인 내용으로 이루어졌다.
- 우리는 필요할 경우에 경제활동을 강력하게 떠받칠 수 있는 여지를 확보한 연준이 마치 팬데믹 기간 동안에 보여줬던 것처럼 과도한 긴축적 통화정책에서 리스크-보상 프로파일의 개선을 추구할 것이라고 믿고 있다.
- 포커스는 최종 금리 및 이러한 고금리의 지속 기간에 두어져야 할 것이다.
- 우리는 기존의 최종 연방기금금리 예측을 5.25%로 고수한다.

#### 투자 중요 함의

- 10년물 미국 재무성증권 수익률의 12개월 목표수치는 3.9-4.1%에서 변경되지 않음.

### 3 선진국 전반에 걸친 인플레이션 추이

- 미국 코어 인플레이션은 고착화되는 양상으로 증명되고 있는 반면에, 휘발유 가격이 하락할 것이기 때문에 헤드라인 인플레이션은 향후 수개월 동안에 약화될 것이다.
- 미국 PPI 상승세는 정점을 찍었으며, 여전히 평균을 상회하지만 CPI-PPI 간극도 좁혀졌다 - PPI 하락의 CPI 하락으로 전이가 지연될 수도 있지만, 관련된 신호는 올바른 방향으로 가고 있음을 나타내고 있다.
- 유로통화권 인플레이션(헤드라인 및 코어 모두)는 2022년 4분기에 정점을 칠 것이지만, 다가올 임금 협상 라운드가 인플레이션 지속성을 강화시킬 수 있기 때문에 이것이 핵심적 사안이 될 것이다.
- 유로통화권 인플레이션 압박은 강세를 유지하고 있으며, 아직까지는 완전히 정점을 통화하지는 않았다. PPI는 제한적인 완화의 조짐만을 보이고 있으며 CPI-PPI 간극은 크게 유지되고 있다.

#### 투자 중요 함의

- 기존의 주식 투자비중축소 고수.
- 핵심국 국채 금리: 듀레이션, 실질금리 상승, 미국 수익률 곡선 플래트닝에 대한 기존의 투자비중축소/중립적 포지션 고수.
- 주변국 국채 금리: 신중한 접근방식을 유지할 것.
- 크레딧 시장: 미국 HY에 대비하여 미국 IG가 선호됨.

### 4 정치적 및 지정학적 현황

- **미국 중간선거:** 민주당은 예상보다 나은 선거 결과를 거두어서 상원에서는 과반수 의석을 지켰지만, 하원에서는 과반수 의석을 상실했다. 향후 2년 동안에는 논란을 일으킬 거대 법안이 통과될 가능성이 줄어든 반면에, 미국-중국 긴장관계는 유지될 가능성이 높다 - 우크라이나에 대한 지원보다는 자국의 안보를 강조할 가능성이 커졌다.
- **영국 재정예산:** 시장 신뢰의 회복에 목표를 두면서도 보수당 핵심 지지층도 이끌어나고 있다. 하지만, 지출의 일부 '상향 조정'과 고소득자에 대한 증세는 보수당이 지난 총선에서 자신들에게 넘겨왔지만 최근에는 점차 집권여당에 불만을 드러내고 있는 노동당의 '레드 월'(red wall, 역주: 역사적으로 노동당 텃밭 선거구) 의석을 여전히 노리고 있음을 부각시키고 있다.
- **브라질 대통령선거:** 룰라 전임 대통령이 결선 투표에서 승리했다. 신임 브라질 대통령은 자유롭게 지출을 늘리고 싶어하는 것처럼 보이지만 추가적인 시장 압력으로 인해 그의 입장이 완화될 수도 있다.

#### 투자 중요 함의

- 포폴리스트 정책이 통과될 수 없기 때문에 시장은 미국 상원에서 서로 다른 정당이 과반수를 장악한 상황에 만족하고 있음.



## 5 이미 가시화되고 있는 중국의 구조적 경기둔화

- 잠재성장률 둔화에는 급속하게 고령화되고 있는 인구 및 자본수익률의 하락이라는 두 가지의 원인이 꼽힌다.
- 코로나19 제한조치의 완전 해제는 2024년까지는 시행되지 않을 가능성이 크다.
- 주택시장 저해요인은 2023년에는 찾아들 것이다.
- 우리는 예상보다 나은 3분기 데이터를 바탕으로 기존의 2022년 성장률 전망을 2.9%에서 3.2%로 상향 수정했지만, 암울한 코로나19 정책전망으로 인해 2023년 성장률 예측을 5.2%에서 4.5%로 하향 수정했다. 향후 3년 동안에는 4.0%의 경제성장률이 가능할 것으로 보이며, 그 이후에는 3.0%로 수렴될 것으로 예상된다.

### 투자 중요 함의

- HSCEI에 롱포지션, MSCI China와 CSI 300 이익배당주를 추가할 것.
- 크레딧: 중립적 포지션을 유지할 것, 6개월물/2년물 HY는 상대적으로 저렴한 상태임.
- 금리: 중립적 포지션에서 숏포지션으로 이동할 것.
- 원자재: 중립적 포지션을 유지할 것.

## 6 3분기 기업실적 발표: 부정적 상황이 증가했지만 붕괴하지는 않았음

- EPS 하향 수정과 실적은 예상보다 앞서 있었다. 기대보다 나은 실적에도 불구하고 기업들은 포워드 가이드를 낮추고 있다.
- 경제성장 둔화와 인플레이션 영향이 에너지 부문의 강력한 성장에서 나타나고 있으며, 이 부문이 핵심 EPS 동인으로 유지되고 있다. 에너지 부문을 제외한 3분기 EPS는 미국 -3.4%, 유럽 -9.6%이다.
- 일부 소비자 부문들은 어려움을 겪고 있으며, 특히 유럽에서는 부동산 부문도 역시 어려움을 겪고 있다.

### 투자 중요 함의

- 주식에 대해 신중한 포지션을 유지하면서, 유럽 주식에 대비하여 미국 주식이 선호됨.
- 퀄리티주, 가치주, 이익배당이 높은 주식, 최소한의 변동성을 가진 주식에 포커스를 둘 것.



AMUNDI 자산종목 견해

	자산종목	견해	1개월 변화	근거
주식 플랫폼	미국	=/+		투자자들이 연준 건지의 잠재적 변화에 대한 평가를 시도함에 따라 주식시장에서 베어마켓 랠리가 나타나고 있지만, 연준의 건지는 기대인플레이션과 소비 강세의 지속 여부에 의해 좌우될 것이다. 우리는 이와 같은 국면을 선별적 접근방식 및 초대형주에 대한 신중한 포지션을 통해서 헤쳐 나가며, 강력한 사업모델과 소액주주에게 이익배당을 통해 보상하는 능력을 갖춘 기업에 포커스를 둔다.
	미국 가치주	+		경제성장이 둔화되는 시기 동안에는 강력한 퀄리티 특성을 가진 가치주 종목이 선호된다. 하지만, 기회를 모색하는 어떠한 경우에도 우리는 기업이익 회복탄력성을 현재의 주식 밸류에이션과 비교하고 있다.
	미국 성장주	-		성장주 종목은 올해의 긴축화 통화정책과 더불어서 언더퍼포먼스가 계속되었다. 하지만, 우리는 올해 조정을 겪었던 일부 기술주 종목을 주목하고 있지만, 하나의 집단으로서 성장주에는 신중한 포지션을 유지한다.
	유럽	-	▲	유럽의 생활비 위기는 기업이익과 주식에 영향을 주게 될 것이다. 하지만, 유럽중앙은행 포워드 가이드의 비둘기파적인 징후로 인해서 일시적 시장을 부양시킬 단기적인 반동의 가능성도 있지만, 우리는 신중한 견지를 계속 취한다. 우리가 기존의 견해에서 경기사이클적 변화가 발생했다고 확신하기 위해서는 유럽중앙은행의 구체적 조치와 상당 수정된 예상기업이익이 필요하다.
	일본	=		수출 지향적인 일본 시장은 산업주와 경소비재주를 포함하는 경기민감주에 의해 이끌어 지지만, 이러한 종목들은 글로벌 경제성장의 둔화에 의해 압박을 받을 수 있다. 하지만, 일본 엔화의 움직임이 이와 같은 상황에 영향을 줄 수 있으며, 우리는 중립적 포지션을 유지한다.
	중국	=		코로나와 관련된 뉴스 흐름이 시장을 견인하고 있지만, 우리는 중기적 관점에서 중국 정부의 코로나 정책 진행 계획에 대한 명확성을 필요로 한다. 우리는 중국의 '공동부유' 성장모델 및 내수소비로의 전환과 지정학적 리스크를 평가하고 있기 때문에 현 시점에서 견지는 중립적으로 유지된다.
	중국 이외의 신흥국 시장	=		지정학적 긴장, 고유리스크, 내수수요가 신흥국 시장에 대한 우리의 견해를 이끌고 있으며, 이로 인해서 우리는 신흥국 주식에 대해서 선별적 포지션을 취한다. 우리는 브라질과 UAE와 같은 원자재 수출국에 긍정적인 포지션이지만, 대만과 필리핀과 말레이시아 등의 일부 동남아 국가에 대해서는 신중한 포지션이다.
채권 플랫폼	미국 국채	=/+	▲	이전보다 더 높은 최종 금리를 가격에 반영하고 있는 시장, 매력적인 UST 밸류에이션, 경제성장 둔화의 리스크는 재무성증권에 대한 건설적인 그림을 그려내고 있다. 하지만, 최근의 인플레이션 수치가 예상보다 낮게 나왔음에도 불구하고 우리는 연준이 기존의 긴축화 경로를 변경하기 전에 인플레이션 추이를 평가할 것이라고 생각한다. 우리는 매우 액티브한 포지션을 유지한다. 또한 실질수익률은 매력적으로 되고 있으며, 특히 중기범위의 미국 국채에서 더욱 그러하다.
	미국 IG 회사채	=/+		IG 스프레드는 기업 펀더멘탈, 미국 국채 수익률, 기대인플레이션에 의해 견인될 가능성이 높다. 최근의 수익률 움직임은 스프레드(가산금리) 타이팅을 떠받쳤지만, 우리는 높은 퀄리티의 IG 시장에 경미하게 긍정적 포지션을 유지한다. 하지만, 우리는 투자자가 리파이낸싱과 유동성 이슈에 주목하면서 선별적인 포지션을 취해야 한다고 생각한다.
	미국 HY 회사채	-		경제환경과 기업이익의 악화에 대한 우려와 더불어 약세의 재무제표와 낮은 수준의 현금 보유 기업들이 더 커다란 영향을 받을 것이기 때문에 우리는 하이일드에 신중한 포지션을 유지한다. 우리는 유동성리스크를 주시하고 있다.
	유럽 국채	=		유럽중앙은행의 최근 금리 인상은 우리의 예상에 포함되었던 반면에, 포워드 가이드는 약간 비둘기파적인 것으로 들린다. 반면에 경제 리세션이 유럽에서 발생 가능성은 높은 것으로 보이며, 이에 따라 우리는 유럽 핵심국 국채 듀레이션에 중립에 근접한 포지션을 유지한다. 주변국 국채 시장의 경우, 새로운 이탈리아 정부의 재정규율 준수에 대한 확인은 긍정적이지만, 우리는 여전히 관련된 사안을 주시하고 있다.
	유로 IG 회사채	=		경제성장의 둔화와 지정학적 긴장은 크레딧에 우호적이지 않으며, 최근의 유럽중앙은행 언급이 IG 시장을 떠받침에도 불구하고 스프레드 변동성을 증가시킬 수 있다. 우리에게 지속 가능한 캐시플로우와 잠재적인 리파이낸싱 리스크를 헤쳐 나가는 기업 능력이 현재의 경제적 환경에서 핵심적 사안이다.
	유로 HY 회사채	-		제한적인 공급과 여전히 용인할 수 있는 기업이익 덕분에 HY 스프레드는 잘 견디고 있지만, 펀더멘탈 악화의 리스크가 유지되고 있다. 따라서, 우리는 자본비용과 유동성에 강조점을 두면서 HY에 신중한 포지션을 취한다.
	중국국채	=/+		우리는 통화정책 지원이 계속되고 있고, 중국 채권의 투자분산 이점이 있는 것으로 파악하고 있다. 이와 더불어서, 중국의 성장둔화는 이 자산종목에 긍정적인 요인으로 작동할 것이다.
	신흥국 채권 경화표시	=/+		최근의 스프레드 타이팅에도 불구하고 HC 밸류에이션은 역사적 관점에서 매력적이다. UST 수익률의 안정화, 고유가, 우호적인 신흥국-선진국 성장률 차이는 신흥국 경화표시 채권에 긍정적인 요인이며, 여기에서 우리는 IG에 대비하여 HY를 선호한다. 우리는 브라질에 신중하게 낙관적인 포지션을 취하며, 채무불이행(부도)과 관련한 사안들을 주시하고 있다.
	신흥국 채권 현지화표시	=		인플레이션이 국가별로 분화되고 이에 따라 통화정책 긴축화의 속도가 서로 다른 상황에서, 우리는 신흥국 현지화표시 채권에 매우 선별적인 포지션을 취하고 신흥국 FX에 신중한 견해를 유지한다. 이러한 관점에서, 우리는 USD 움직임과 연준의 정책 변화의 모든 징후를 모니터링하고 있다.
	기타	원자재		
통화				우리는 USD에 대한 건설적 포지션을 유지하지만, 이제 시장이 연준의 비둘기파로의 입장 전환을 테스트할 것이라고 믿고 있다. 우리의 GBP에 대한 기존의 비관적인 견해가 유지된다.

범례



출처: Amundi, 2022년 11월 27일 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 HC/LC = 경화표시/현지화표시 신흥국 채권, WTI = 텍사스 중질유, QE = 양적완화.



선진국

거시경제적 전망

2022년 11월 22일 기준 자료

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (PI, 전년동기대비, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
전세계	3.4	2.1	2.7	8.3	6.3	4.0
선진국	2.6	0.3	1.0	7.6	5.0	2.5
미국	1.9	0.8	0.6	8.1	4.1	2.3
일본	1.6	0.5	1.2	2.4	0.5	0.4
영국	4.4	-0.6	1.1	9.1	7.7	3.8
유로	3.2	-0.7	1.1	8.7	7.5	3.2
독일	1.7	-0.7	1.0	9.0	7.6	3.1
프랑스	2.5	0.0	1.0	6.1	5.3	3.0
이탈리	3.7	-0.4	0.8	8.9	8.1	3.2
스페인	4.5	0.3	1.3	8.6	4.3	3.4

출처: Amundi Institute.

- **미국:** 3분기 GDP는 상방 서프라이즈를 나타냈으며, 이는 2022년 평균 예측치를 상향 수정하도록 만들었다. 하지만, 현재의 제약적인 통화정책이 경제성장률을 저해하여 잠재성장률 미만으로 이끌 것이기 때문에 우리의 기존 2023-24년 경제 예측에는 유의적인 변화가 없다. 우리는 2023년 하반기의 리세션 리스크의 증가를 예상하며, 이 시기 동안에는 최악세의 성장추이, 최악세의 내수수요 구성, 리세션 리스크 고조가 있을 것으로 예측한다. 인플레이션은 정점을 지난 것으로 보이는 반면에, 코어 인플레이션은 느리게 하락하고 물가목표치에 상회하는 상태를 유지하는 인플레이션 경직성이 향후 수개월 동안에는 핵심적 특징으로 유지될 것이다.
- **유로통화권:** 3분기 GDP 수치는 상방 서프라이즈를 보였으며, 이는 2022년 이연 성장률(carry-over growth)을 끌어올릴 것이다. 하지만, 우리는 GDP가 2022년 4분기-2023년 1분기에 역성장을 나타내고, 그 이후에는 소비자들에게 안도감을 부여하는 완화된 인플레이션의 도움을 받아 약한 회복세가 뒤따라 것으로 예상된다. 2023년의 평균 역동성은 이전에 예상했던 것보다 약해져서 2023-24년 예측 경제성장률을 다소 약화시킬 것이다. 견고한 인플레이션 모멘텀과 광범위한 인플레이션 압박으로 인해서 우리는 2022년말/2023년초에 대한 인플레이션 예상을 상향 수정했다. 에너지 컴포넌트와 관련된 리스크는 인플레이션과 성장전망에 대해서 매우 높게 유지되고 있다.
- **영국:** 우리는 향후 수분기 동안에 걸쳐서 생활비 상승과 타이트한 경제조건으로 견인되는 리세션이 있을 것으로 예측한다. 영국경제는 2023년에 약 -0.6% 역성장하고 2024년에는 회복되어 1.1% 성장할 것으로 예상된다. 우리의 예측에는 최근의 재정예산 발표를 고려하지 않고 있기 때문에 리스크는 하방으로 치우쳐 있다. 우리는 2023년 1분기까지는 두 자리 수의 인플레이션으로 높게 유지되고 2022년 4분기에 정점을 칠 것으로 예상하지만, 그 이후에도 상당한 기간 동안에는 물가목표치를 상회할 것이다.
- **일본:** 3분기 GDP 성장률은 예상보다 약세인 것으로 나타났으며, 계절적 요인을 감안한 전분기대비 수치로 -0.3% 역성장했다. 국경을 재개방한 이후의 도착 방문객은 10월에 두 배 증가했으며, 2019년 수준의 18.8%로 회복되었다. 하지만, 이러한 국경 재개방의 효과가 2023년의 대외 악재를 완전히 상쇄하기에는 충분하지 않을 것이다. 아웃풋갭의 축소와 기대인플레이션의 고조를 바탕으로 근원 인플레이션이 상승했다. 우리는 코어 인플레이션(신선 식품 및 에너지 제외)이 2022년 4분기와 2023년 1분기에 2.0% 이상으로 유지되고, 그 이후 2023년 4분기에는 1.0% 미만으로 떨어지기 시작할 것으로 예상된다.

기준금리 전망

	2022 11-30	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	4.00	5.25	5.10	5.25	4.77
유로	1.50	2.50	2.90	2.50	2.90
일본	-0.10	-0.10	0.02	-0.10	0.09
영국	3.00	4.50	4.60	4.50	4.60

출처: Amundi Institute.

- **연준(Fed):** 금리 인상의 폭을 줄일 여지가 존재한다. 연준은 특히 “누적된 통화정책의 긴축화”와 “통화정책이 지연되어 경제활동에 미치는 영향”을 고려할 것이다. 하지만, 연준에게는 여전히 인플레이션이 우선적으로 고려하는 사안이다. 연준은 시장이 금리 인상의 폭을 줄이는 것을 비둘기파적 입장으로 전환이나 인플레이션 억제 의의가 부족한 징후로 해석하는 것을 경계하고 있다. 최종 금리와 연준이 금리를 제약적인 영역에서 유지하는 기간이 가장 커다란 이슈로 유지되고 있다. 우리의 시나리오에서는 최종 연방기금금리가 5.25%에 도달할 것이라고 상정하고 있다.
- **유럽중앙은행(ECB):** 10월 회의에서 유럽중앙은행은 정책금리를 75bp 인상하여 수신금리는 이제 1.5%가 되었으며, 특정장기대출프로그램(TLTROS)의 제조건에 변경을 발표했다. 정책 정상화에서 여태까지의 현저한 진전이 있었음을 인지하면서 유럽중앙은행은 보다 비둘기파적인 분위기를 통해, 주로 약화되고 있는 경제전망을 배경으로 하여, 중요한 메시지를 내었다. 가장 최근 회의록의 해석에 부합하는 방식으로 우리는 유럽중앙은행이 금리 인상의 속도를 늦출 것으로 예상하며, 최종 수신금리에 대한 우리의 예측은 2.50%를 가리키고 있다.
- **일본은행(BoJ):** 시장은 구로다 일본은행 총재가 퇴임하는 2023년 4월 28일 직후에 긴축화 정책이 시작될 것으로 추측하고 있다. 우리는 이렇게 될 확률이 30% 부여하며, 일본은행은 긴축화의 적절한 시기를 이미 놓쳤다는 견해를 가진다. 일본은행은 인플레이션이 상승하고 경제성장이 비교적 양호했을 때에 다른 중앙은행들의 긴축화에서 비롯된 모든 압박에 저항하면서 굳건하게 비둘기파적인 견지를 유지했다. 우리는 글로벌 경제가 리세션 상황으로 전환될 것으로 예상되는 2023년 초반에 일본은행이 기존의 견지를 바꿀 이유를 찾지 못한다. 시장은 단일한 이벤트(기존 총재의 퇴임)에 너무 커다란 의미를 부여하고 있으며, 정부기관들 전반에 만연한 비둘기파적인 경향을 과소평가하고 있다.
- **영국중앙은행(BoE, 영란은행):** 최근 회의에서 영란은행은 다른 중앙은행들과 마찬가지로 금리를 75bp 인상했다. 금리 인상의 폭은 지난 번에 비해서 컸지만, 성명서의 내용은 비둘기파적이었다. 포워드 가이드선스에서 영국중앙은행은 이전에 5% 이상이 될 것이라는 최종 금리 기대감을 잠재우고 있으며, 새로운 세트의 매크로 예측도 이러한 포워드 가이드선의 메시지에 부합된다. 이와 동시에, 리스크는 상방으로 치우쳐 유지되고 있음을 분명하게 밝히고 있다. 우리는 12월에 50bp의 금리 인상을 예상하며, 최종 금리는 4.5%가 될 것으로 보인다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
Fed FOMC	12월14일
ECB정책위	12월15일
BoE MPC	12월15일
BoJ MPM	12월20일

출처: Amundi Institute.





신흥국

거시경제적 전망

2022년 11월 22일 기준 자료

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
전세계	3.4	2.1	2.7	8.3	6.3	4.0
신흥국	4.0	3.4	3.9	8.8	7.1	5.1
중국	3.2	4.5	4.3	2.0	2.2	2.1
브라질	3.1	0.8	1.7	9.4	4.6	4.3
멕시코	2.7	0.7	0.6	7.9	5.8	4.5
러시아	-3.3	-1.5	2.0	13.8	7.5	4.5
인도	7.3	5.6	6.0	6.8	6.0	6.0
인도네시아	5.2	4.5	4.8	4.3	5.0	4.1
남아공	1.7	1.2	1.5	6.8	5.9	4.9
튀르키예	5.3	3.1	4.4	72.9	56.7	29.9

출처: Amundi Institute.

- **중국:** 지난 4월 이후에 가장 커다란 규모의 코로나19의 확산에 당면한 중국의 지방정부들은 확진자 추이를 억누르기 위해서 제약조치를 강화하고 있다. 무증상 환자와 밀접 접촉자를 포함하여 의료 모니터링의 상태에 있는 사상 최대의 사람의 수는 중증자/사망자 수가 급증할 가능성이 있음을 나타내고 있다. 10월과 11월의 침체된 경제활동은 4분기 순차적 성장률이 마이너스에 근접할 것임을 시사하고 있으며, 이는 우리의 약세적인 경기회복 예측과는 반대가 되는 상황이다. 인플레이션 측면의 경우, 우리는 중국의 점진적인 경제재개 접근방식이 디스인플레이션으로 될 가능성이 가장 높다는 견해를 가지고 있다.
- **인도네시아:** 인도네시아중앙은행(BI)은 10월 인플레이션의 온건한 변동(6.0%에서 5.7%가 됨)에도 불구하고 최근의 회의에서 정책금리를 50bp 인상하여 5.25%로 올렸다. 실제로, 2023년 대부분의 기간 동안 헤드라인 인플레이션은 목표물가수치를 훨씬 상회할 것으로 보이는 반면에, 코어 인플레이션(2022년 10월 3.3%)은 목표물가수치 범위의 상단으로 움직이고 2023년 초반에는 벗어날 가능성이 높다. 이러한 관점에서, 인도네시아중앙은행은 대내 및 대외(수입품 인플레이션)에 비롯된 인플레이션 우려를 바탕으로 추가적으로 정책금리를 인상하면서 상대적으로 매파적인 견지를 유지할 것이다.
- **튀르키예:** 전년동기대비 85.5%라는 극단적인 인플레이션 수준에도 불구하고 튀르키예중앙은행(CBR)은 네 차례 연속의 금리 인하를 단행하여 기준금리를 150bp 인하여 10.5%에서 9%로 내렸으며, 이는 튀르키예 리라화의 추가적인 평가절하를 일시적으로 유발했다. 튀르키예중앙은행 통화위원회는 성명서에서는 “현재의 정책금리는 적절하다”고 평가하면서 “8월에 시작했던 금리 인하 사이클을 종료하기로 결정했다”고 발표했다. 글로벌 경제성장 둔화의 예상에도 불구하고, 튀르키예는 비전형적인 정책조합(폴리믹스)에 떠받쳐져서 2023년에 3.1%라는 상당한 성장률을 기록할 수도 있다.
- **브라질:** 올해 현재까지(YTD) 견조한 퍼포먼스를 나타낸 이후에 긴축적 통화정책이 크레딧 역동성에 압박을 주기 시작하고 서비스 부문이 수혜를 누렸던 경제 재개라는 순수한 방법의 효과가 사라짐에 따라 경제활동은 소프트해지고 있다. 하지만 브라질 경제는 올해에는 여전히 약 3% 성장할 것이지만, 2023년에는 1% 미만으로 둔화될 것이다. 인플레이션은 4월에 정점을 찍은 반면에, 브라질중앙은행은 매파적인 견지를 표명하면서 8월에 대폭적인 금리 인상을 마무리했다. 대통령선거의 결과에는 깜짝 놀랄 만한 반전이 일어나지 않았으며, 예상대로 룰라 전 대통령이 매우 근소한 차이로 승리했다. 정권교체 자체는 놀랄 정도로 온건하게 진행되고 있지만, 룰라 신임 대통령의 재정과 관련된 공약의 원안은 건설적인 것과는 거리가 멀었다.

기준금리 전망

	2022 11-23	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
인도	5.90	6.40	6.40	6.15	6.25
브라질	13.75	13.50	13.3	11.50	11.05
러시아	7.50	7.00	7.00	7.00	6.75

출처: Amundi Institute.

- **중국인민은행(PBoC):** 주택 및 제로 코로나19와 관련된 정책 전환 이후에 중국인민은행은 인플레이션 리스크에 대한 경고를 통해서 통화정책 완화적인 바이어를 낮추려고 시도했다. 이는 2주 연속의 기간 동안의 유동성 철회와 더불어서 단기금융시장금리의 급격한 상승과 이재산품(理財商品, wealth management product)의 공황적인 상황으로 이어졌다. 금리 상승을 억제하기 위해서 중국인민은행은 유동성 투입으로 신속하게 복귀했으며, 금리는 안정을 찾게 되었다. 하지만, 이러한 사건은 포괄적인 금리 인하의 가능성이 낮음을 나타내고 있다. 선별적인 완화 조치와 신용상환 유예가 계속될 것이다.
- **인도중앙은행(RBI):** 10월의 물가지수는 일부 온건한 하락세를 나타냈다. 특히, 헤드라인 인플레이션은 전년동기대비 7.4%에서 6.8%로 둔화된 반면에, 코어 인플레이션은 전년동기대비 6.1%에서 6.0%로 훨씬 작은 폭으로 떨어졌다. 인도중앙은행 물가목표치 이내의 적합한 인플레이션의 하락은 2023년 1분기말에 나타날 것이기 때문에, 정책적 조정이 2023년초까지 계속될 것이다. 우리는 향후에 적은 폭의 금리 인상이 있을 것으로 예상된다. 인도중앙은행은 내년 2월까지 한두차례의 25bp 올리면서 이번 금리인상 사이클을 종료하여, 실질정책금리를 중립적 수준으로 만들 것이다.
- **브라질중앙은행(BCB):** 금리를 인상하지는 않으면서, 고금리를 장기간 유지할 것이다. 미국 연준이 금리 인상의 속도를 늦추는 방향으로 움직이고 있는 것처럼 보이는 반면에, 브라질중앙은행은 지난 8월에 12%에 이르는 대폭적인 금리 인상 사이클을 마무리 한 이후에 완화적 사이클을 시작할 어떠한 조짐도 보이지는 않고 있다. 반면에, 최근의 재정과 관련된 전개상황(새로운 행정부의 공격적인 헌법개정안(PEC) 제안) 및 이와 관련된 정치적 논란으로 인해서 브라질통화위원회(COPOM)는 더욱 신중하게 되었으며 심지어는 가까운 시일에 추가적인 금리 인상을 고려할 수도 있다. 재정 안정성이 약화됨에 따라 우리는 브라질중앙은행이 금리를 인상하지는 않을지라도 고금리를 보다 장기간 동안 유지해야만 하고 2023년 중반에서야 금리 인하를 시작할 것이라고 생각한다.
- **러시아중앙은행(CBR):** 러시아 중앙은행은 10월 28일 회의에서 정책금리를 7.5%에서 동결했다. 러시아중앙은행은 단기적으로는 프로인플레이션(pro-inflationary) 리스크와 디스인플레이션(dis-inflationary) 리스크를 균형 있게 고려할 것이지만, 중기적으로는 프로인플레이션 리스크가 지배적이라고 간주할 것이다. 인플레이션이 점진적으로 하락하고 있음에도 불구하고, 경제제재 영향의 확산, 부분 동원령에서 비롯된 인력 부족, 잠재적인 루블화 약세가 프로인플레이션 리스크로 언급되고 있으며, 이로 인해 러시아중앙은행은 금리 동결의 바이어스로 기를 매 만들었다. 우리는 러시아 중앙은행이 비둘기파적 견지를 낮추고 신중한 분위기가 강해질 것으로 보고 있다. 금리 전망은 매우 불확실한 상태이지만, 우리는 이제 향후 6개월 동안(2023년 2분기 이전에는 인하하지 않을 가능성이 매우 높음)에 50bp의 금리 인하가 있을 것으로 보고 있다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
BCB	12월7일
RBI	12월7일
CBR	12월16일
PBoC	12월20일

출처: Amundi Institute.

매크로 및 시장예측

거시경제적 예측

2022-11-22

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
미국	1.9	0.8	0.6	8.1	4.1	2.3
일본	1.6	0.5	1.2	2.4	0.5	0.4
유로통화권	3.2	-0.7	1.1	8.7	7.5	3.2
독일	1.7	-0.7	1.0	9.0	7.6	3.1
프랑스	2.5	0.0	1.0	6.1	5.3	3.0
이탈리아	3.7	-0.4	0.8	8.9	8.1	3.2
스페인	4.5	0.3	1.3	8.6	4.3	3.4
영국	4.4	-0.6	1.1	9.1	7.7	3.8
중국	3.2	4.5	4.3	2.0	2.2	2.1
브라질	3.1	0.8	1.7	9.4	4.6	4.3
멕시코	2.7	0.7	0.6	7.9	5.8	4.5
러시아	-3.3	-1.5	2.0	13.8	7.5	4.5
인도	7.3	5.6	6.0	6.8	6.0	6.0
인도네시아	5.2	4.5	4.8	4.3	5.0	4.1
남아공	1.7	1.2	1.5	6.8	5.9	4.9
튀르키예	5.3	3.1	4.4	72.9	56.7	29.9
선진국	2.6	0.3	1.0	7.6	5.0	2.5
신흥국	4.0	3.4	3.9	8.8	7.1	5.1
전세계	3.4	2.1	2.7	8.3	6.3	4.0

기준금리 전망

선진국

	2022-11-30	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	4.00	5.25	5.10	5.25	4.77
유로통화권	1.50	2.50	2.90	2.50	2.90
일본	-0.10	-0.10	0.02	-0.10	0.09
영국	3.00	4.50	4.60	4.50	4.60

신흥국

	2022-11-23	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
인도	5.90	6.40	6.40	6.15	6.25
브라질	13.75	13.50	13.30	11.50	11.05
러시아	7.50	7.00	7.00	7.00	6.75

장기금리 전망

2년물 채권수익률

	2022-11-30	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	4.54	4/4.20	4.22	3.4/3.60	3.92
독일	2.14	1.80/2.00	2.06	1.80/2.00	1.87
일본	-0.02	-0.10/0	0.01	-0.10/0	0.04
영국	3.31	3.10/3.30	3.00	3.20/3.40	3.17

10년물 채권수익률

	2022-11-30	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	3.79	3.60/3.80	3.69	3.50/3.70	3.65
독일	1.96	2.30/2.50	1.95	2.30/2.50	1.92
일본	0.25	0.10/0.30	0.38	0.10/0.30	0.48
영국	3.17	3.40/3.60	3.16	3.40/3.60	3.24

통화 전망

	2022-11-30	Amundi 2023년 2분기	컨센서스 2023년 2분기	Amundi 2023년 4분기	컨센서스 2023년 4분기		2022-11-30	Amundi 2023년 2분기	컨센서스 2023년 2분기	Amundi 2023년 4분기	컨센서스 2023년 4분기
EUR/USD	1.04	1.00	1.02	1.10	1.06	EUR/SEK	10.92	10.80	10.71	10.20	10.50
USD/JPY	138	135	139	125	131	USD/CAD	1.34	1.37	1.33	1.28	1.29
EUR/GBP	0.86	0.89	0.88	0.90	0.89	AUD/USD	0.68	0.65	0.67	0.75	0.70
EUR/CHF	0.98	0.93	0.99	1.03	1.01	NZD/USD	0.63	0.60	0.61	0.65	0.64
EUR/NOK	10.24	10.23	10.00	9.73	9.75	USD/CNY	7.09	7.10	7.15	6.80	7.00

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 MACROECONOMICS



**Themes at a glance: Only a new policy regime can stop rampant inflation, but don't count on it yet (26-08-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

**Themes at a glance: Gas rationing impact on European economy (29-07-2022)**

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - SANDRINI Francesco, Head of Multi-Asset Strategies - USARDI Annalisa, Cross Asset Research, Senior Macro Strategist Amundi Institute

### 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 GEOPOLITICS



**Themes in depth: Angst in the global FX village (30-09-2022)**

Pascal BLANQUÉ, Chairman, Amundi Institute - Tristan PERRIER, Macroeconomist and Investment Insights, Amundi Institute

**Themes at a glance: Upheaval in the global FX regime (30-09-2022)**

Pascal BLANQUÉ, Chairman, Amundi Institute - Tristan PERRIER, Macroeconomist and Investment Insights, 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

### 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



**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 Pares, Director of Fixed Income and Currency Strategy

**1-2 November FOMC meeting: debating a downshift, not a pivot (04-11-2022)**

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Pares, Director of Fixed Income and Currency Strategy

**A dovish pivot from the ECB: Euro bonds back in focus (28-10-2022)**

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

### 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)**

BARAHOU 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)

**Capital Commitment (10-10-2022)**

GOURIER Elise, ESSEC Business School and CEPR - PHALIPPOU Ludovic, University of Oxford, Said Business School - WESTERFIELD Mark M., University of Washington, Foster Business School

### 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

### ASSET CLASS VIEWS



**COP 27: not a lost COP after all (22-11-2022)**

JAULIN Timothée, Head of ESG Development & Advocacy, Special Operations - CHAMPOLLION MOREL Hélène, Head of Advocacy - ERIMO Isabelle, Senior Thematic Marketing Manager - ELBAZ Joan, Business Solutions and Innovation - DE VECCHI Viola, ESG Advocacy Analyst

**ESG Thema #11 - EU Sustainable Finance Action Plan: State of play (14-11-2022)**

JAULIN Timothée, Head of ESG Development & Advocacy, Special Operations - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology - DEIXONNE Florent, Head of ESG Regulatory Strategy - DE VECCHI Viola, ESG Advocacy Analyst





**Amundi 간행물  
알아보기**

research-center.amundi.com



Emerging Private Equity  
Money Markets Find Monetary  
Foreign Top-down Bottom-up  
Exchange Corporate Equities  
Sovereign Bonds High Forecasts  
ESG Quant Investment Yield Real Estate  
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 11월 30일 기준이다. 투자본선이 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: 2022-12-02

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 - Charles O'Rear

**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  
**BERTHON Jean-Baptiste**, Senior Cross-Asset Strategist  
**BERTONCINI Sergio**, Senior Fixed Income Research Strategist  
**BOROWSKI Didier**, Head of Macro Policy Research  
**CESARINI Federico**, Head of DM FX, Cross Asset Research Strategist  
**DI SILVIO Silvia**, Cross Asset Research Macro Strategist  
**DROZDZIK Patryk**, Senior EM Macro Strategist  
**GEORGES Delphine**, Senior Fixed Income Research Strategist

**Amundi Investment Insights 기여자**

**CARULLA Pol**, Investment Insights and Client Division Specialist

**개념정립 및 생산책임**

**BERGER Pia**, Communication Specialist  
**PONCET Benoit**, Communication Specialist

**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  
**ROSENBERG Anna**, Head of Geopolitics  
**USARDI Annalisa**, Senior Economist  
**VARTANESYAN Sosi**, Senior Sovereign Analyst

**DHINGRA Ujjwal**, Investment Insights and Client Division Specialist