

Institute

제09호
2022년
9월

CROSS ASSET

투자전략

CIO 견해

가을의 경착륙 vs 연착륙 퍼즐

AMUNDI INSTITUTE

중앙은행 전략의 핵심을 구성하고 있는 합리적 부주의

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

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

제09호 - 2022년 9월 차례

글로벌 투자견해

CIO 견해

가을의 경착륙 vs 연착륙 퍼즐

p. 3

글로벌 리세션은 피할 수도 있는 반면에, 지역별 분화가 나타나는 경제성장 둔화와 높은 인플레이션(생활비 상승)이 나타날 가능성이 크다. 따라서, 투자자는 특히 유럽에서 주식에 대한 신중한 견지를 높이는 움직임을 고려해야 하지만, 미국과 중국에 대한 선호를 유지해야 할 것(하지만, 중국에 대한 그 선호도는 어느 정도 낮음)이다. 채권(FI)의 경우에는, 국채의 매력도가 높아지고 있지만, 투자자는 액티브한 포지션을 유지해야 할 것이다. 크레딧의 경우, 높은 퀄리티의 채권 및 유동성 리스크에 포커스를 둘 필요성이 있다. 전반적으로, 지금은 신중한 견해와 경계 태세를 유지하고 적절한 투자분산의 견지를 가져야 할 시기이다.

Amundi Institute

투자자를 위한 세 가지의 뜨거운 질문

p. 4

매크로 예측의 최근 업데이트에서는 스테그플레이션 시나리오가 모멘텀을 받고 있고 모든 지역에서 그 영향을 받고 있음이 확인되고 있지만, 그 강도는 지역별로 다르게 나타나고 있는 것으로 보인다.

멀티애셋

높은 불확실성을 감안하여 리스크를 축소할 것

p. 5

아직까지 경기사이클의 명확성이 높아지지 않고 기업이익에 대한 가시성이 제한적이기 때문에, 이에 따라 우리는 듀레이션을 갱신하면서 주식에 대한 신중한 포지션을 증가시켰다.

채권

채권에 대한 건설적 포지션 증가시키지만 크레딧에 대한 선별성을 높일 것

p. 6

'보다 장기간 동안에 더욱 높은 금리'에 대한 시장의 믿음과 이에 동반된 경제성장에 대한 영향은 수익률에 대한 반대적인 압박을 생성하고 있어서 민첩한 견지가 요구된다.

주식

포커스를 받고 있는 퀄리티와 기업이익

p. 7

지난 1년 동안은 경기둔화의 예상을 바탕으로 선행지표의 약세를 반영한 멀티플 디레이팅(multiples derating)이 있어 왔다. 따라서, 우리는 선별적인 포지션을 유지하며 재무제표 강점에 우선순위를 둔다.

글로벌 테마 견해

중앙은행 전략의 핵심을 구성하고 있는 합리적 부주의

p. 8

인플레이션의 기원은 항상 완전하게 이해되지는 않는다. 일부 경제학자들이 작년에 인플레이션 발생이 임박했다고 경고한 경우는 있었지만, 서비스에서 상품으로의 지출에서 극단적인 전환 및 이러한 전환에 따른 영향을 예상한 사람은 거의 없었다. 기대인플레이션은 침체된 상태를 유지하고 있다는 사실이 합리적인 부주의에 의한 것일 가능성이 크다. 통화 긴축이 부재하는 상황에서, 우리는 기대인플레이션은 필연적으로 디앵커링(de-anchored)될 것이라고 믿고 있다.

시장 시나리오 및 리스크

> 중심 및 대안 시나리오	p. 9
> 상위 리스크	p. 10
> Cross asset 디스패치: 시장 번곡점 감지하기	p. 11
> 글로벌 리서치 클럽	p. 12
> Amundi 자산종목 견해	p. 14

거시경제적 현황

> 선진국 거시경제적 전망 - 시장예측	p. 15
> 신흥국 거시경제적 전망 - 시장예측	p. 16
> 매크로 및 시장 예측	p. 17
> 당사 예측 / 방법론에 대한 고지사항	p. 18
> Publications highlights	p. 19



CIO 견해

가을의 경착륙 vs 연착륙 퍼즐



Vincent MORTIER,
Group Chief Investment Officer



Matteo GERMANO,
Deputy Group Chief Investment Office

여름 시즌에는 주요 주식시장이 8월 중순까지 랠리를 보임에 따라 투자자에게 약간의 햇볕이 일시적으로 비추어졌다. 이러한 추세를 떠받친 것은 시장을 견인하는 핵심 테마에 대한 일련의 가정들 때문이었다. 인플레이션은 정점을 찍었고 찾아들기 시작할 것이며 경제성장은 연착륙의 경로로 들어설 것이고, 중앙은행들은 필요한 대부분의 조치들을 취할 것이라고 가정했다.

시장이 여전히 회복탄력적인 미국 경제에도 불과하고 과잉매도 수준을 보이고 있었고 때문에 지난 6월에 우리는 반등세가 가시권에 들어왔다고 생각했으며, 이로 인해서 중립적인 주식자산의 배분에 대해 전반적으로 신중한 포지션에서도 우리가 가진 미국 주식시장 선호를 뒷받침 할 것이라고 믿었다. 지난 여름 동안에 시장을 떠받치고 있던 주요 스토리는 당시까지 예상보다 더욱 매파적인 견지를 보였던 연준의 태세 전환의 가능성에 대한 기대감이었다. '악재가 호재'라는 시나리오에서는 부정적인 분기별 미국 GDP 수치가 이러한 내러티브에 설득력을 불어넣어 주었다. 여전히 긍정적인 추이를 보여주고 있는 2분기 기업실적 발표와 더불어서 부양적인 시장환경은 더욱 완화된 금융조건으로 전이되었으며, 이는 중앙은행이 당면한 과제들을 더욱 복잡하게 만들었다. 이제 연준은 기존의 매파적 견지를 재확인했으며, 일부 추가적인 하강국면이 나타나기 시작했고, 시장이 실질금리 상승을 가격에 추가적으로 반영함에 따라 이러한 하강국면은 계속될 수도 있다고 생각된다. 현 시점에서는 랠리가 계속될 수 있는 긍정적인 유발요인을 찾아볼 수 없는 반면에, 더욱 암울한 경제적 환경을 감안하면 가을이 깊어짐에 따라 리스크는 상승하고 있는 것으로 보인다. 이러한 상황에 대처하기 위해서, 우리는 투자자가 기존의 자산배분 견지를 조정해야 할 것이라고 믿고 있다. 특히,

- 지금은 주식 익스포저를 줄이고 방어적 포지션을 늘려야 할 시기이다. 글로벌 리세션은 피할 수도 있는 반면에, 최근의 랠리 이후에 리스크는 상승하고 있지만 주식시장에서 긍정적인 견지를 떠받치는 어떠한 요소도 존재하지 않고 있다. 단기적으로 변동성을 가져올 수 있는 요인들(중앙은행의 소통 이슈, 에너지 위기와 관련된 뉴스 흐름, 글로벌 매크로의 일부 약세)을 고려하여 우리는 주식에 대한 신중한 견지를 증가시키도록 움직이기 시작했다.
- 주식의 경우, 우리는 유럽에 대비하여 미국 및 중국에 대한 선호를 유지하지만, 코로나 제약조치와 주택 부문의 약세로 견인된 변동성을 감안하여서 중국에 대해서는 이전보다는 다소 낮은 선호도를 가진다. 미국 경제는 심지어 둔화되더라도 유럽보다 훨씬 더 높은 회복탄력성을 유지할 것이다. 마진 축소, 압박을 받는 소비자, 경제활동의 둔화 등으로 인해서 가격결정력을 확보하고 있고 톱라인(매출) 성장을 하는 기업이 성과를 내는 데에는 한계가 있다. 3분기의 기업실적이 회복세를 보일 것으로 보이지만, 2023년의 기업이익은 마이너스가 될 수도 있다. 이로 인해서, 우리는 이전보다 전반적으로 방어적 포지션을 늘렸으며, 특히 선별적인 견지를 취한다.
- 채권이 돌아왔지만, 여전히 높은 불확실성을 감안하여 액티브한 접근법이 필수적이다. 올해 전반기에 국채는 커다란 가격재조정을 겪었으며 리세션의 리스크가 높은 환경으로 진입하고 있기 때문에, 국채는 그 수익률의 매력성이 이제 더 높아졌기 때문에 살펴 볼만한 가치가 있다. 이에 따라 시장이 기대인플레이션과 기대성장을 모두에 의해 견인되고 있으며 이에 따라 수익률이 지배적인 내러티브에 따라 서로 다른 방향으로 밀어내고 있다는 사실을 감안하여, 우리는 듀레이션 관리에 대한 전술적 접근법을 권장한다. 크레딧의 경우, 우리는 신중한 포지션을 유지하며, 특히 하이일드(HY) 세그먼트에서 더욱 그러하다. 우리는 투자등급(IG) 스페이스를 선호하며, 미국 경제의 회복탄력성이 더 높아서 미국 펀더멘탈에서는 경기둔화의 리스크가 덜하기 때문에 유로통화권보다는 미국을 선호한다. 에너지 가격과 공급망 혼란으로 인한 인플레이션의 추가적 상승의 리스크가 있으며 이러한 상황이 현재 시장에 의해 가격에 반영되어 있는 것보다 연준의 매파적 견지가 더욱 강화되는 상황으로 이어질 수도 있는 현 단계에서 우리는 채권에서 대한 액티브한 관리 접근법이 핵심이라는 사실을 강조하고자 한다.
- 신흥국 시장(EM)은 선별적인 기회를 제공한다. 거시경제적인 악재에도 불구하고 신흥국에는 시스템리스크가 발생하고 있지는 않은 것으로 보이지만, 우리는 국가별 개별적인 위기의 가능성은 더 높아지고 있다고 생각되며, 이에 따라 신흥국 시장의 스페이스에서는 선별적 접근법을 강화해야 할 필요가 있다. 신흥국 경제에 대한 하향 수정은 선진국보다는 크지 않았으며, 이는 중국 경제에 대한 하향 수정에도 불구하고 신흥국 전반에 호조적인 성장을 격차가 나타날 것임을 확인시켜 주고 있다. 투자 기회 측면에서는 전반적으로 신흥국 주식이 저렴한 것으로 보이며, 기대 기업이익은 안정화되고 있다. 우리는 남미(브라질)에서 기회를 모색하고 있지만, 일부 동유럽 국가(헝가리와 폴란드)에는 신중한 포지션이다. 신흥국 채권 스페이스의 경우에는 흥미로운 수익 기회가 일부 존재하며, 우리는 경화표시 채권, 특히 하이일드 스페이스의 경화표시 채권을 선호한다.

향후에도 하방 리스크의 확률이 높게 유지되는 반면에 인플레이션 환경은 확실히 되고 있다. 추가적인 펀더멘탈 약화는 또 다른 조정장세를 유발할 수 있으며, 이는 통화정책의 경제에 대한 2차적인 효과와 더불어서 리스크 저감(de-risking) 추이를 견인하는 잠재적인 촉매제가 될 것이다. 따라서, 지금은 신중한 견해를 가지고 진화하는 경제적 환경에 대해서 경계 태세를 유지해야 할 시기이다.

전반적인 리스크 분위기

리스크오프 ← 리스크온

— +

스태그플레이션 시나리오의 악화로 인해 우리는 분산투자적이고 선별적인 견지를 가지면서 한계적으로 보수적 포지션을 늘렸다.

이전 달 대비의 변화

- ▶ 주식, 특히 유럽의 주식에 대해 보수적인 포지션을 경미하게 늘림.
- ▶ 멀티애셋에서 미국 듀레이션에 긍정적 포지션.
- ▶ 중국에 대한 긍정적 포지션을 줄임.
- ▶ CNH에 대비하여 IDR에 긍정적 포지션.

전반적인 리스크 분위기는 가장 최근의 글로벌 투자위원회의 정성적 관점에서 전체적인 리스크 평가이다.

AMUNDI INSTITUTE

간략하게 정리한 큰 그림



Monica DEFEND,
Head of Amundi Institute

매크로 예측의 최근 업데이트에서는 스태그플레이션 시나리오가 모멘텀을 받고 있고 모든 지역에서 그 영향을 받고 있음이 확인되고 있지만, 그 강도는 지역별로 다르게 나타나고 있는 것으로 보인다

투자자를 위한 세 가지의 뜨거운 질문

우리는 글로벌 리세션으로 향하고 있는가?

유럽에서 가스 배급제 시행의 리스크, 중국의 경기둔화 및 미국의 기술적 리세션 발생 가능성 부각과 더불어 **지난 여름 동안에 성장 전망은 분명히 어두워졌다**. 우리의 중심 시나리오는 미국, 유로통화권, 영국 및 중국에 대한 GDP 예측의 하향 수정과 더불어서 비관적으로 되었다. 유럽의 경우, 스태그플레이션 충격이 발생할 것이 거의 확실한 것으로 보이며, 가스과 관련된 측면에서 점증하는 어려움은 올해의 마지막 분기와 2023년 첫 번째 분기까지 연장될 것이라고 암시하고 있고, 이는 마이너스의 GDP 성장률이 될 것임을 나타내고 있다. 미국의 경우, 경기연착륙이 여전히 가능할 것으로 보이지만, 2023년 중반에 리세션이 발생할 리스크가 상승했다. 미국 경제활동의 약화는 연준이 현재 진행하고 있는 긴축을 반영한 결과물이 아직 아니며, 균열의 조짐이 나타나기 시작했지만 노동시장은 여전히 강세를 보이고 있다. 2분기 GDP 수치는 기술적으로는 리세션을 기록했지만, 가장 최근의 GDP와 국내총소득(GDI) 추산치에서는 여전히 확장적인 경제임을 나타내고 있다. 이와 같이 데이터가 보여주는 비일관성으로 인해서 미국 경제의 건전성에 대한 평가를 추가적으로 더욱 복잡하게 만들고 있다. 중국의 경우, 경제성장률이 추가적으로 하향 수정되었다. 주택 시장의 회복이 이전에 예상했던 것보다 훨씬 약세가 될 것으로 예측되고 있지만, 주택 시장의 상황은 여전히 회복의 수순을 밟을 것으로 보인다. 올해 남은 기간 동안에, 코로나19 이후의 경제 재개가 계속되고 경기부양적인 정책조합이 경기 반등의 주된 동인이 될 것으로 보이지만, 단기적인 어려움이 지속될 것이기 때문에 투자자들은 중국에서 리세션이 발생할 리스크 가능성도 고려해야 할 것이다.

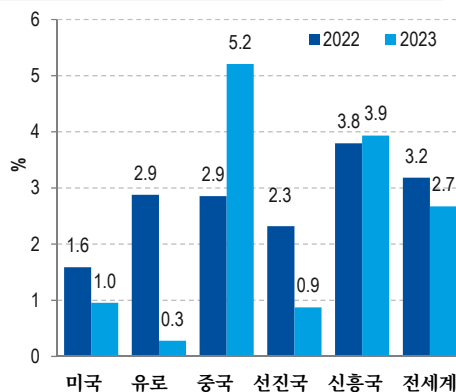
인플레이션이 잦아들고 있는가?

전년동기대비 CPI는 미국에서는 8.5%(6월의 9.1%에서 낮아짐), 유로통화권에서는 8.9%(6월의 8.6%에서 높아짐)을 기록하면서 인플레이션은 여전히 높게 유지되고 있다. 글로벌 경제는 둔화되고 있는 반면에, 공급망 병목현상과 가격 압박은 완화되고 있지만 인플레이션은 여전히 높게 유지되고 있다. 이러한 상황은 상품 인플레이션은 낮출 것이지만 서비스 인플레이션은 여전히 치솟을 것이고, 이로 인해 전체적인 인플레이션은 높게 유지될 것이지만, 에너지 인플레이션이 분화의 핵심적 원인으로 작동하면서 전세계에 걸쳐서 전체적인 인플레이션은 상이한 속도로 하락세로 전환될 것이다. 유로통화권은 현재 가장 심각한 도전에 당면해 있다. 인플레이션은 겨울에는 거의 두 자리 수치에 도달할 것이며, 그 이후 2023년부터는 하락세로 돌아설 것이다. 천연가스 가격의 상승(1년 전보다 7배 이상으로 증가)에 다른 물가의 상승으로 이어질 수 있다. 전반적으로, 우리는 인플레이션 수치가 변동성이 큰 상태를 유지할 것으로 예상하며, 이로 인해서 중앙은행들이 자신들의 조치에 대한 효과성의 평가를 추가적으로 어렵게 만들게 될 것이다.

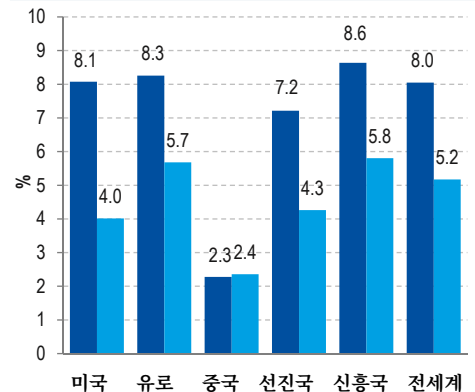
중앙은행에서 시행할 것으로 예상되는 조치는?

미국 연준의 잭슨홀 회의에서 인플레이션을 안정화시키는 것이 최우선순위라고 시장에 메시지를 내서 최근에 재확인시켜 주고 있듯이, 중앙은행들은 인플레이션 대처에 계속 헌신할 것이다. 하지만, 역사에서 보여주고 있는 것과 같이 중앙은행은 너무 이르게 승리를 선언하지 않아야 할 것이다. 높은 임금 상승은 원하는 수준에서 거리가 멀고 속도가 느려지긴 하지만 인플레이션이 뜨거운 상황에서 연준은 중립 수준 이상으로 금리를 인상할 것이며, 우리는 이제 9월에 75bp 금리 인상, 그 이후 세 차례의 연방공개시장위원회(FOMC) 회의에서 각각 25bp 금리 인상이 있어서 최종 금리는 4%가 될 것으로 예상한다. 유럽중앙은행도 역시 인플레이션을 억제하기 위해 노력을 할 것이고, 너무 크게 금리를 인상할 수도 있다. 금리를 이전에 발표했던 25bp가 아니라 50bp를 올리고 기존의 포워드 가이드를 폐기하고 완전히 데이터 의존적 접근방식을 채택하기로 한 지난 7월의 결정은 이러한 방향으로 가고 있음을 나타낸다. 즉, 성장이 저해되기 전에 제한된 기회의 창을 선점하고 이를 최대한 활용하겠다는 의지를 표현한 것이다. 「전달보호기구」(Transmission Protection Instrument, 약자 'TPI', 역주: 회원국 간의 국제금리 스프레드가 확대되는 것을 방지하는 등 새로운 파편화를 방지하는 도구) 도입의 발표는 보다 적극적인 이러한 전략을 간접적으로 지원하고 있다. 우리는 최종 금리가 올해말에 약 1.5%가 될 것으로 예상하고 있다. 이제는 9월에 0.75% 인상이 있을 가능성도 있다.

실질 GDP 성장률



CPI 전년동기대비 상승률



출처: Amundi Institute, DataStream, Bloomberg. 2022년 9월 1일 기준. 상기 도표는 2022년 8월 31일 기준의 Amundi Institute의 예측을 나타냄. CPI: 소비자 물가지수. DM: 선진국 시장. EM: 신흥국 시장.



멀티어셋

높은 불확실성을 감안하여 리스크를 축소할 것



Francesco SANDRINI,
Head of Multi-Asset Strategies



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

아직까지 경기사이클의 명확성이 높아지지 않고 기업이익에 대한 가시성이 제한적이기 때문에, 이에 따라 우리는 듀레이션을 갱신하면서 주식에 대한 신중한 포지션을 증가시켰다

기업들이 암울한 가이드언스를 발표함에 따라 2분기의 예상보다 나은 기업이익에도 불구하고 시장은 후퇴했다. 우리는 시장의 기대 기업이익이 최근의 하향 수정을 겪었음에도 너무 낙관적이라고 생각한다. 이에 따라, 우리는 **위험 자산에 대한 신중한 포지션을 늘렸지만**, 지금이 구조적인 리스크 저감의 시기는 아니라고 생각한다. 대신에, 투자자는 특히 유럽에서 리세션 환경이라는 관점에서 안전장치를 추가하여 익스포저를 조정해야 할 것이다. 이와 더불어서, 우리는 **유럽 주식에 대한 경계 태세를 올렸으며**, 중국에 대한 긍정적인 포지션을 경미하게 줄였다. 반면에, 신흥국에 만연해 있는 상이한 경제적 환경으로부터 수혜를 누릴 수 있는 기회가 있다. 전반적으로, 투자자는 투자자산의 견지를 유지하기 위해 충분한 헤지와 더불어서 광범위한 자산들(원자재, FX)을 모색해 보아야 할 것이다.

투자확신감이 높은 아이디어

우리가 유럽이 (미국보다) 스태그플레이션 리스크 악화에 더 크게 노출되어 있기 때문에 전술적으로 유럽 지역을 하향 조정함에 따라 **주식에 대해 전반적으로 신중한 포지션이다.** 결과적으로, 우리는 유럽에 대비하여 미국에 대한 기존의 상대적인 선호를 계속 유지한다. 이는 미국 실질수익률의 안정화, 매력적인 밸류에이션 및 우량주/성장주 시장에 대해 더 나은 환경이 유럽에 대비하여 미국을 선호하게 만들기 때문이다. 신흥국의 경우, 우리는 중국에 대해 건설적 포지션이지만, 제로 코로나 정책과 주택 부문의 불안감이 단기적으로는 주식을 압박할 것이다.

채권(FI)의 경우, (미국 10년물리 3.0% 이상으로 올라가는 움직임이 있을 이후) **우리는 이제 미국 국채를 통해 듀레이션에 경미하게 긍정적인 포지션이지만**, 유럽 핵심국 국채에 대해서는 중립적 포지션이다. 현 단계에서, 매파적인 연준은 수익률곡선의 역전(inversion)을 떠날 것이며, 이는 단기물 수익률의 상승하게 만들고 동시에 장기물 수익률곡선을 하방 압박하게 될 것이다. 하지만, 이것이 미국 리세션이 일어날 것임을 의미하지는 않는다. 유럽 핵심국 국채의 경우, 유럽중앙은행의 정책 움직임에 대한 모호성이 약간 높아졌다. 유럽중앙은행은 인플레이션을 통제하는 것과 더불어서 유로통화권 내(예를 들면, 이탈리아)의 파편화를 피하는 것을 목표로 하고 있다. 우리는 유럽중앙은행이 이탈리아 국채(BTP)와 같은 주변국 국채시장에 대한 지원을 유지할 것이라고 생각하며, 이에 기반하여 우리는 경미하게 건설적인 포지션을 유지하지만 정치적 사건들을 모니터링하고 있다. 영국의 경우, 우리는 5년물 실질금리에 긍정적인

포지션이다. 우리는 영국 경제의 약세를 감안하는 경우 영국중앙은행(BoE, 영란은행)의 금리인상이 시장에 의해 반영된 가격은 너무 과도하며, 이에 따라 실질금리가 상승하는 정도에 대한 압박이 덜 할 것이라고 계속 믿고 있다. 우리는 신흥국 채권에 대해서는 중립적이다.

기업 크레딧은 혼재된 양태를 보이고 있으며, 우리는 유럽에 대비하여 미국 IG를 선호하지만 전반적으로는 중립적 포지션이다. 유럽에서는 투자자 신뢰가 회복되는 징후가 약간 있음에도 우리는 유럽연합 크레딧에 대해서는 신중한 포지션을 유지하지만, 높은 퀄리티의 세그먼트에 대해서는 액티브한 견지를 유지한다. 반면에, 미국 IG 시장은 강력한 기업 펀더멘탈, (유럽에 대비하여) 더 나은 경제전망, 매력적인 밸류에이션, 크레딧 투자심리의 추가적인 악화가 나타날 경우에 회복탄력성을 유지할 수 있는 잠재력을 보여주고 있다. 하지만, 인플레이션과 중앙은행 정책의 시장에 대한 영향을 모니터링하는 것이 중요하다.

글로벌 분화와 지정학적 긴장(즉, 안전자산 선호현상)이 FX 스페이스에서 상대적 기회를 만들어내고 있다. 신흥국의 경우, 인도네시아가 금리인상의 사이클에 진입하고 인도네시아의 재정상태가 개선됨에 따라 국내 채권시장으로 국외자금의 유입되어서 루피화가 수혜를 누릴 수 있기 때문에 우리는 이제 CNH에 대비하여 IDR에 건설적인 포지션이다. 우리는 일부 동유럽 원자재 수입국 (폴란드와 헝가리) 통화에 대비하여 브라질 헤알화에 대한 긍정적인 포지션을 유지한다. 선진국의 경우, 지속되고 있는 지정학적 리스크를 감안하여 우리는 EUR에 대비하여 CHF에 긍정적인 포지션(하지만 이전보다는 줄어듦)이며, CAD와 EUR에 대비하여 USD에 대해서 긍정적이다. 노르웨이 중앙은행의 급작스러운 매파적 견지로의 전환에서 수혜를 누렸던 NOK에 대해서는 CAD에 대비하여 기존의 긍정적 견해를 유지한다. 하지만, 우리는 NOK는 위험자산 매도의 과정에서 불이익을 받을 수 있는 사이클에 좌우되는 FX이기 때문에 NOK를 모니터링하고 있다.

리스크 및 헤징

3분기 기업실적과 경제성장률과 관련된 리스크가 상승하고 있으며, 따라서 우리는 투자자에게 유럽 및 미국 익스포저에 대한 모든 주식 헤지를 유지하는 것을 권고한다. 이와 더불어서, USD는 연준의 매파적 견지의 뒷받침을 받아서 단기적으로는 상승될 가능성이 크다. 따라서, 투자자의 미국 헤지는 이러한 가능성을 반영하고 있어야 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 있다.

(GB = 중국국채, EM = 신흥국 시장, PBOC = 중국인민은행, FX = 외환, IG = 투자등급, HY = 하이일드, CB = 중앙은행, BTP = 이탈리아 국채, EMBI = 신흥국 채권지수, OI = 양적긴축)



채권

채권에 대한 건설적 포지션 증가시키지만
크레딧에 대한 선별성을 높일 것



Amaury D'ORSAY,
Head of Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

높은 상태를 유지하고 있는 인플레이션, 공격적인 연준 및 유럽중앙은행, 시장 기대감이 수익률과 위험자산을 견인하고 있다. 인플레이션이 관리될 수 있다는 견해는 수익률 상승의 압박에서 일부 완화를 유발한 반면에, 정책입안자들이 발언한 최근의 매파적인 언급은 수익률에 대한 상승 압박을 가중시켰다. 특히 유럽에서의 경제성장률 악화는 이러한 환경을 추가적으로 복잡하게 만들고 있다. 따라서, 현재의 시기에서는 중앙은행들이 경제가 향후 리세션 공포를 헤쳐 나가는 데에 도움을 주기 위해서 기존의 매파적 견지를 어느 정도 변경할 지를 이해하는 것이 중요하다. 이러한 상황은 민첩한(agile) 접근방식에 대한 선호, 위험자산 전 종목에서 유동성과 퀄리티에 대한 포커스로 전이될 수 있다. 신흥국 채권에서 기회는 있지만, 우리는 선별적이 되어야 한다고 제시한다.

글로벌 및 유럽 채권(fixed income)

우리는 듀레이션에 대해 중립적 견해에 근접한 포지션을 취하지만, 이러한 견지로 변경함에 있어서 유연성을 유지한다. 따라서, 우리는 미국에 대한 신중한 견지를 약간 줄였으며, 유럽 핵심국에 대해서 중립적/경미하게 방어적인 포지션을 유지한다. 주변핵심국과 주변국의 경우, 스프레드는 제한적이지만 우리는 주변국 채권에 대해 현재로서는 중립적/신중한 포지션을 선호한다. 그 외의 국가의 경우, 우리는 중립적인 포지션을 가지는 영국과 신중한 포지션을 가지는 일본에서 기회를 모색하고 있지만, 중국 국채에는 분산투자의 혜택이 있다고 본다. 브레이크이븐의 경우, 우리는 미국과 유로통화권 지역에 대해 기존의 견해를 약간 올렸다.

기업 크레딧의 경우, 우리는 스프레드 압착의 여부에 유념하고 있으며, 투자자에게 중립적 포지션을 유지하라고 제시한다. 이와 더불어, 우리는 퀄리티(상위 등급의 IG)와 자본구조에서 위험성이 높은 부채의 상승이 덜한 기업 크레딧을 선호한다. 심지어 HY의 경우에도, 우리는 IG 발행사의 후순위채권을 선호한다. 또한, 우리는 발행시장(즉, 유럽의 금융채권 발행시장)에 매력적인 기회가 있다고 생각하지만, 투자자는 선별적 포지션을 취하면서 유동성리스크를 인지하고 있어야 한다. 부문별 수준에서, 우리는 금융채권을 선별적으로 선호한다.

미국 채권(fixed income)

시장은 경기둔화의 내러티브와 인플레이션 대처와 관련하여 신뢰성을 일부 회복한 매파적인 연준 사이에서 요동치고 있다. 반면에, 연준의 긴축과 관련된 언급에도 불구하고 금융조건은 실질적으로 완화되었다. 따라서, 우리는 듀레이션에는 중립적 포지션을 유지하는 반면에 기존의 견지를 조정/갱신함에 있어서 수익률 움직임의 정도에 따라서 액티브하고 전략적으로 접근하고 있다. 또한, 우리는 물가연동국채(TIPS)에서 더 나은 진입포인트를 평가하기 위해서 실질수익률(최근에 급상승을 겪음)도 모니터링하고 있다. 크레딧의 경우, 공공기관발행의 부동산저당증권(agency MBS) 스프레드는 이제 공정가격으로 되돌아왔으며, 이에 따라 우리는 투자자가 스프레드 듀레이션을 줄이는 것을 고려할 수 있다고 생각한다. 우리는 크레딧에서 선별적인 접근방식을 유지하며, IG와 HY에서 최근의 밸리(이제 장기적 평균으로 근접하게 됨)를 추적하고 있다. 우리는 IG에 건설적 포지션인 반면에, 펀더멘탈과 기업이익에 대한 우려로 인해서 HY에는 신중한 포지션이다. 전반적으로, 향후에 예상되는 제한적인 가시성을 감안하여 우리는 민첩한(agile) 견지를 유지한다.

신흥국 채권

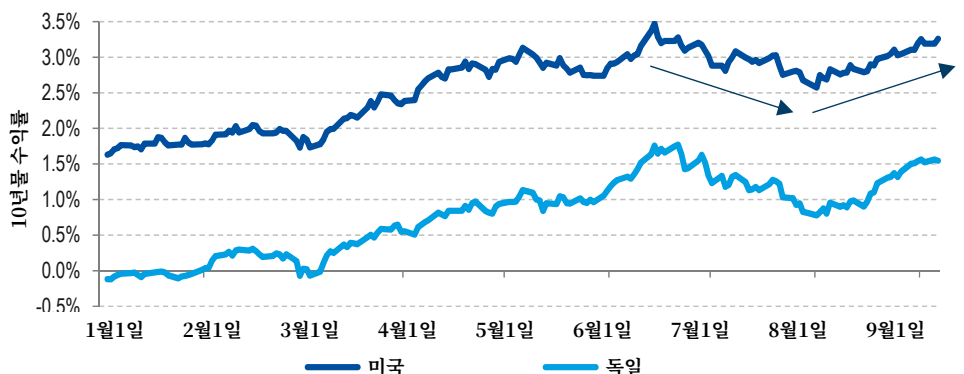
우리는 신흥국 듀레이션에 신중한 포지션이지만, 선진국에 대비하여 신흥국의 통화정책 정상화가 앞서 있고, 이에 따라 경화표시 신흥국 채권(IG보다HY를 선호함)에 기회가 존재한다는 사실을 인지하고 있다. 현지화표시 신흥국 채권의 경우, 인플레이션 불확실성과 국가별로 상이한 긴축 속도로 인해서 우리는 매우 선별적인 포지션이지만, 우리는 남아공과 브라질과 같은 높은 캐리의 특성을 가진 국가를 선호한다. 중국의 경우, 우리는 성장둔화, 지정학적 리스크, 정부 정책을 모니터링하고 있다.

FX

중국 성장의 변동성과 유럽의 지정학적 긴장은 FX에 복잡한 환경을 만들어 내고 있다. USD는 단기적으로는 글로벌 불확실성으로 인해 계속 강세를 보일 것인 반면에, EUR, GBP, CNH 및 기타 경기민감 FX는 약세를 유지할 가능성이 크다. 신흥국의 경우, 우리는 MXN과 CLP를 선호한다.

‘보다 장기간 동안에 더욱 높은 금리’에 대한 시장의 믿음과 이에 동반된 경제성장에 대한 영향은 수익률에 대한 반대적인 압박을 생성하고 있어서 민첩한 견지가 요구된다

매파적인 중앙은행들과 경제성장 우려 사이에 수익률의 움직임



출처 : Amundi Institute, Bloomberg, 2022년 9월 1일 기준

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, QT = 양적긴축



주식

포커스를 받고 있는 퀄리티와 기업이익



Kasper ELMGREEN,
Head of Equities



Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

종합적 평가

높은 인플레이션(가스/원자재 가격 상승으로 악화됨) 및 소비자 심리의 약세가 실질 소득 및 이에 따른 재량지출에 영향을 주고 있다. 하지만, 시장은 중앙은행이 유의미한 리세션을 유발하지 않으면서도 인플레이션을 관리할 수 있다는 이상적인 시나리오를 신뢰하고 있는 것으로 보인다. 수익률이 안정화되면 멀티플의 일부 단기적인 안정성이 나타날 수 있지만, 중기적으로는 기업이익이 시장의 방향성을 여전히 견인할 것이고 이러한 과정에서는 일부 균열이 부각될 수도 있다. 따라서, 우리의 우선순위는 주주에게 보상하는 기업을 포착하기 위해 우량주 및 가치주로의 접근방식으로 주식 선택을 보장하는 것이다. 우리는 미국과 중국의 회복탄력성을 믿고 있지만, 중국이 당면하고 있는 지정학적 및 경제적 악재도 인지하고 있다.

유럽 주식

올해 및 내년의 기업 이익이 제한적인 포워드 가시성이라는 측면에서 영향을 받을 수 있기 때문에 우리는 이제 선별적 포지션을 약간 늘렸다. 이러한 상황에서, 투자자는 기업의 가격결정력, 경쟁업체에 대비한 개별적인 강점 및 제품 차별화와 같은 해당 기업의 특성에 포커스를 두면서 밸런스 잡힌 접근방식을 유지해야 할 것이다. 또한, 우리는 지금은 재무제표 강점에 우선순위를 두어야 할 시기라고 믿고 있다. 부문별 수준에서 우리는 필수소비재와 방위산업 부문들의 방어주를 선호한다. 하지만, 우리 포트폴리오 전반에 걸쳐 있는 공통적인 요인은 밸류에이션이 한 회사의 기업이익에 어떻게 부합되며 이러한 기업이익의 퀄리티는 무엇인가이다. 반면에, 우리는 정보기술 부문에 대한 신중한 견지를 증가시켰으며, 에너지 부문에 대한 방어적인 포지션을 유지한다. 전반적으로, 우리는 투자자가 펀더멘털을 고수하고 단기적인 것을 넘어서는 상황을 고려해야 한다고 믿고 있다.

미국 주식

연준은 경제에 부담을 주는 상황이 오히려 인플레이션을 통제하겠다는 의지를 분명하게 표명했다. 반면에, 기업이익 추산치는 여전히 너무 낙관적인 것으로 보이고, 일반적으로 이러한 추산치에 대한 수정은 경기 둔화를 예측하는 데에는 좋지 않기 때문에 조만간은 아니지만 하향 수정이 이루어질 것이다. 우리는 이러한 환경에서 투자자가 기업이익과 밸류에이션에 포커스를 두어야 한다고 생각한다. 밸류에이션의 경우, 우리는 전통적인 방어적 부문이 비싸고 장기적 수익률의 관점에서 가치를 거의 제공하지 않는다고 파악하고 있다. 우리는 이와 같이 과대평가된 주식과 수익을 내지 못하는 성장주를 선호하지 않는다. 일반적으로, 우리는 심지어 리세션 발생 중에서 회복탄력성이 높은 운영과 주식이익 배당/자사주 매입을 통해 주주 보상에서 강력한 실질 이력을 가진 기업에 포커스를 두고 있다. 하지만, 둔화되는 경제에 일반적으로 영향을 받는 경기민감주는 타격을 받아왔다. 시장의 높은 퀄리티 지향의 분야에서 특히 영향을 받았으며, 이러한 높은 퀄리티를 지향하는 분야는 이제 매력적인 것으로 보인다. 우리가 인내를 가지고 선별적 포지션의 유지로 리세션 영향의 범위를 평가함에 따라 이러한 밸류에이션은 주요한 내부 논쟁의 대상이다.

신흥국 주식

우리는 지정학적 리스크(중국/대만/미국), 현재의 매크로 긴축 사이클 및 우크라이나 전쟁의 지속 등을 감안하여 신흥국 주식에 신중한 포지션을 취한다. 하지만, 매력적인 밸류에이션과 커다란 분화가 지속되고 있다. 우리의 주요 부문별 투자확신감은 경기소비재주와 부동산주에 있으며, 이와 더불어 에너지주에 선호도를 가진다. 단기적인 불확실성으로 인한 중국에 대한 긍정적 포지션을 경미하게 줄인 현재의 시기에 우리는 브라질과 UAE과 같은 국가들을 선호한다. 마지막으로 우리는 성장주에 대비해 가치주에 대한 신뢰감을 증가시켰다.

지난 1년 동안은 경기둔화의
예상을 바탕으로 선행지표의
약세를 반영한 멀티플 디레이팅
(multiples derating)이 있어
왔다. 따라서, 우리는 선별적인
포지션을 유지하며 재무제표
강점에 우선순위를 둔다

우량주 성과 vs 시장



출처: Amundi Institute, Bloomberg, 2022년 9월 1일 기준 유럽 = MSCI Europe Quality 및 MSCI Europe. 미국 = Russell 2000 Quality Factor 및 S&P 500.

글로벌 테마 견해



Didier BOROWSKI,
Head of Macro Policy Research

수요와 공급의 지속적인 불일치는 지난 봄까지 예상되었던 것보다 더욱 지속적이고 광범위하면서 더 높은 인플레이션으로 이어질 것이다

중앙은행 전략의 핵심을 구성하고 있는 합리적 부주의

인플레이션의 기원은 항상 완전하게 이해되지 않는다. 일부 경제학자들이 작년에 인플레이션 발생이 임박했다고 경고한 경우는 있었지만, 서비스에서 상품으로의 지출에서 극단적인 전환 및 이러한 전환에 따른 영향을 예상한 사람은 거의 없었다. 기대인플레이션은 침체된 상태를 유지하고 있다는 사실이 합리적인 부주의(rational inattention)에 의한 것일 가능성이 크다. 통화 긴축이 부재하는 상황에서, 우리는 기대인플레이션은 필연적으로 디앵커링(de-anchored)될 것이라고 믿고 있다.

인플레이션의 복귀는 중심적인 경제적 이슈가 되었다. 공공정책과 금융시장은 인플레이션의 수준과 기대인플레이션의 추이에 의해 좌우된다.

인플레이션의 기원은 항상 완전하게 이해되지 않는다. 연초 이후에 가장 눈에 띄는 사실은 전문적인 경제학자들의 예측 오류이다. 최근 수개월 동안에 경제학자들은 먼저 2022년에 대한 예상 인플레이션은 상향 수정, 예상 경제성장률은 하향 수정했으며, 가장 최근에는 2023년에 대해서도 마찬가지로 예측했다.

일부 경제학자들은 이르면 작년 초에 인플레이션 발생이 임박했다고 경고한 경우도 있었지만, 서비스에서 상품으로의 지출에서 극단적인 전환 및 일부 부문에서는 노동력 부족이 지속적인 공급 제약으로 작동하고 있는 현 상황의 경제에서 이러한 전환에 따른 영향을 예상한 사람은 거의 없었다. 2021년 봄에 연준이 인플레이션 정점을 2.4%로 예측하고 지난 해의 가을에는 유럽 인플레이션이 심지어는 우려사안도 아니었던 사실을 기억해야 할 것이다.

코로나19 이후의 공급 병목현상과 수요의 충격이 이미 시행되고 있었던 정책조합(폴리시믹스)과 결합되어 기존의 계량경제학적 모델이 작동하지 않도록 만들어 버렸다. 1970년대의 스태그플레이션의 경험은 당시에 모델에서 사용되었던 일부 가정들을 재고하도록 이미 이끌었다. 로버트 루카스(Robert Lucas)의 비판적 논문(1976)에서는 과거 경험에 기반한 매개변수의 사용은 거시경제적 정책에서 변화의 영향에 대한 평가를 허용하지 않는다고 제시하고 있다. 이러한 거시경제적 정책이 변경되는 경우에, 이에 따라 기대감이 형성되는 방식도 변화할 수 있기 때문에 상이한 정책에 기반하여 고안된 모델을 사용하여 도출되는 예측은 부정확할 수 있다.

총 수요와 공급 충격의 중요도는 국가별로 상이하다. 최근 기간 동안에 총 수요 요인은 미국 인플레이션을 설명함에 있어서 더 중요한 역할을 한 반면에, 부정적인 공급 충격(공급 병목현상과 에너지 가격 충격)은 지금까지 적어도 유럽의 인플레이션을 설명함에 있어서 지배적인 역할로 간주하는 경향이 있었다. 유럽의 경우, 예측 오류의 첫 번째 원인 중의 하나는 경제학자들에게는 외생적(예측 불가능한) 요인인 에너지(특히, 천연가스) 가격의 추이었다. 따라서, 초기에는 이러한 가격의 상승은 일단 에너지 가격이 안정화되고 공급량이 정상화되면 일시적인 공급 충격으로 간주되었다.

임금은 인플레이션과 연동되지 않았기 때문에 올 초에는 지속적인 인플레이션의 메커니즘화에 대한 공포는 있지 않았다.

실질적으로는 에너지 가격은 숲(전체)을 가리는 나무(부분)에 불과하다. 소비자 지출의 증가는 생산을 팬데믹 이전 수준으로 되돌려 놓았지만, 이러한 소비자 지출의 반등은 공급망 문제와 동시에 발생했다. 이러한 상황은 수요와 공급의 지속적인 불일치로 귀결되었으며, 궁극적으로는 지난 봄까지 예상되었던 것보다 더욱 지속적이고 광범위하면서 더 높은 인플레이션으로 이어질 것이다. 이러한 상황이 수개월 지속되면서, 지난해 이미 인플레이션이 현실화되기 시작했던 미국에서는 매우 타이트해진 노동시장과 임금 인상과 더불어서 수요가 인플레이션 상승에서 지배적인 요인이라는 사실이 점차 분명해졌다. 과잉적인 수요는 대체적으로 코로나19 위기 동안의 확장적인 정책조합(폴리시믹스)에 기인했다. 이와 같은 미국의 사례는 더 이른 시기에 경종을 울리는 사례가 되었어야 했다.

이러한 상황에서, 놀랍게도 주요 중앙은행들은 잭슨홀 회의에서 제롬 파월 연준의장이 명시적으로 제시한 합리적 부주의(rational inattention)¹의 개념에 지속적인 관심을 기울이고 있다는 관측이 나오고 있다. 이 개념을 통해서 우리는 실제의 인플레이션이 기대인플레이션에 어떻게 영향을 미치는 지(또는 그 여부)를 이해할 수 있게 된다.

간단히 말하면, 합리적 부주의는 경제 주체들이 경제적 변수 사이의 상호 작용을 이해함에 있어서 제한적인 능력만을 보유하고 있다는 사실로 설명된다. 상승 징후와 관련된 불확실성으로 인해 이러한 기대감은 점진적이고 불충분하게만 변화하게 된다. 다시 말하면, 기대인플레이션은 뒤쳐져서 반영되는 변수이다!

경제 모델은 지난 10년 동안에 기대감의 이러한 관성을 반영하면서 풍부해졌다. 이와 관련된 논문들은 중앙은행에 의해서 고려되고 있다. 완화적 통화조건의 축소(하지만, 실질금리는 이렇게 될 가능성은 여전히 매우 부정적임)가 장기적인 기대인플레이션을 고착시키기 위해서는(리세션이라는 비용이 발생하더라도) 필수적이다.

2022-08-31 작성 완료

¹ 유럽중앙은행은 이와 관련된 주제에 대한 논문들을 검토한 워킹페이퍼를 발간했다.

중심 시나리오 및 대안 시나리오 (12~18개월 기간)

월별 현황

우리는 시나리오의 내용과 확률을 변경했다. 무엇보다도 이전에는 다운사이드 시나리오에 포함되어 있지만 지금은 현실화되고 있는 리스크 일부(예: 유럽에서 스태그플레이션)를 새롭게 중심 시나리오에 포함시켰다. 이러한 상황을 바탕으로, 중심 시나리오의 확률을 (60%에서 70%로) 높였다. 다운사이드 시나리오도 역시 그 내용이 훨씬 악화(글로벌 리세션/채무 위기)되었다. 그리고, 새로운 업사이드 시나리오에서는 가스 가격의 완화로 인한 인플레이션의 급격한 하락으로 그 내용에서 균형을 맞추어 주고 있다.

다운사이드 시나리오 15% 심각한 글로벌 슬럼프	중심 시나리오 70% 스태그플레이션 발생, 경제적 분화의 상승 동반	업사이드 시나리오 15% 빠르게 잦아드는 인플레이션, 스태그플레이션 발생의 종료
<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), 중앙은행의 무질서한 조정 정책 ● 중국의 리세션 ● 글로벌 경기둔화, 두 번째 단계로 재개되는 디플레이션 압력 동반 ● 글로벌 금융위기/채무위기, 여러 신흥국의 디플트 동반 🕒 정부의 경기사이클 대처적인 재정정책의 이행 실패. 금융억압에 대한 결정적 조치 🌱 기후 전환 조치의 연기 	<p>분석</p> <ul style="list-style-type: none"> 🌐 교착상태의 우크라이나 전쟁 🌐 높은 에너지 가격으로 인한 유럽연합에서 신뢰도 충격 🔴 코로나19의 엔데믹(풍토병)화 🌟 2024년까지 중앙은행의 물가목표치로 인플레이션이 복귀하지 못함 🌟 글로벌 GDP 명목성장률이 추이보다 높아짐, 기업이익에 대한 영향이 완화됨 🌟 경제성장을 분화: 유로통화권/영국의 리세션, 중국의 미진한 경기반등, 기대 이하의 미국 기대성장률 (2023년에는 잠재성장률보다 훨씬 낮음) 🕒 중앙은행의 분화: 긴축사이클을 계속(4분기에는 종료)하지만 비둘기파적 견지를 채택하는 연준(Fed), 소프트한 금리인상 사이클을 이행하는 영국중앙은행(BoE), 금리를 인상하고 TPI 도입한 유럽중앙은행(ECB), 완화적 바이어스를 가진 중국인민은행(PBoC) 🕒 분화된 재정정책: 온건한 확장정책의 유럽연합, 2022-23년 제한적인 정책의 미국 🌱 기후 변화가 원자재 사이클에 지장을 주고 스태그플레이션 추이를 가중시킴 	<p>분석</p> <ul style="list-style-type: none"> 🌐 우크라이나 전쟁이 종전되고 제재가 점진적으로 철회됨. 🌐 러시아는 가스 공급을 유지하고, 원자재 시장이 정상화됨 🔴 코로나19가 잦아들 🌟 인플레이션이 빠르게 하락하고, 공급 병목현상이 완화됨 🌟 리세션 공포가 사라지고, 인플레이션은 관리가 되어 중앙은행에 대한 압박이 완화됨 ● 불확실성 감소, 잉여적인 저축, 구매력 상승은 기업 마진의 잠식이 없으면서 선진국에서 소비와 투자를 촉진시킬 수 있음 🕒 재정규율이 점진적으로 복원됨 🌱 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. - 미국 재무성증권 및 유로통화권과 신흥국의 수익률곡선의 제한적인 스티프닝 - 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 익스포저로 위험자산에 대한 선호할 것 - 인플레이션 헤지로서 물가연동채권 및 주식에 대한 선호

🌐 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

우리는 리스크의 세 가지 군에 대해 기존의 확률을 유지한다. 모든 측면에서 긴밀하게 연결되어 리스크가 상승하고 있음이 발견된다. 경제적 펀더멘탈은 글로벌적으로 악화되고 있다(이는 중심 시나리오에서 반영되어 있음). 우크라이나 전쟁의 진행 과정과 그 잠재적인 함의는 시나리오를 양쪽 어느 방향으로도 치우치게 만들 수도 있다. 우리는 코로나 관련 리스크(중국의 봉쇄조치 포함)를 경제적 리스크의 일부분으로 간주한다. 리스크는 헤징 전략의 파락이 용이하도록 그룹화되어 있으며, 이러한 그룹화된 리스크들 사이에는 분명한 관련성이 있다.

경제적 리스크 30%

- 석유/가스 가격 상승의 충격, 금융조건의 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 이주민 위기에서 파급된 **동유럽의 경제적 위기**
- 중앙은행의 무질서한 조정 정책, 인플레이션을 견인한 공급을 간과하고 통제력을 상실함
- 지속적인 투입가격의 압박(마진 압박)이 동반된 글로벌 경기둔화가 촉발하는 **글로벌 수익성 리세션**
- **중국의 리세션**. 통제 범위를 벗어나서 악화되는 주택 시장 위기와 결합된 제로 코로나 정책
- **'거대한 일치'의 시대 종료**: 지속적인 스태그플레이션 압박과 더불어 중앙은행들과 정부들의 목표가 더 이상 서로 일치되지 않음: 경기사이클 대체적인 재정정책을 이행할 수 있는 여지가 줄어들
- **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%

- **국제 위기**
 - 우크라이나 전쟁의 장기화는 사상 최고 수준인 공공부채 비율에 대한 선진국의 취약한 재정조달을 더욱 악화시킬 수 있음
 - 기대인플레이션의 디앵커링이 통화긴축 강화와 채권시장 전위로 연결될 수 있음
 - 대부분의 국가들은 신용등급의 하락과 금리인상에 취약함
 - 신흥국 시장의 약세는 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 거품**이 에너지 전환 자금조달을 저해함
- **USD 불안정성** 및 준비통화 지위의 점진적 상실이 불안정한 통화시장으로 이어짐
- **환율전쟁**: 통화 평가절상은 중앙은행이 인플레이션 압박에 대처하는 하나의 방식임

정치적/지정학적 리스크 30%

- **우크라이나 전쟁**
 - 높은 강도의 분쟁 및 서구와 잠재적 군사적 대결의 확산으로 이어지는 군사적 대처의 장기화
 - 우크라이나에서 핵 시설에서 사고 발생의 높은 리스크
 - [그럼에도 불구하고, 이러한 상황 이후에는 향후 수개월 이내에 상황이 안정화될 것이며, 종전/휴전의 방향으로 이끌게 됨]
- 러시아와의 관계 설정에 대한 의견불일치를 가져오는 **유럽연합의 정치적 편편화** 또는 포퓰리스트 세력의 확대
- 대만 침공을 잠재적으로 차단하기 위해서 **중국에 강경노선을 취하는 미국**. 남중국해나 대만 해협에서의 우발적 충돌의 리스크
- 일련의 사회적 소요 발생으로 이어지는 식품 및 에너지 가격의 상승이 견인하는 **신흥국의 정치적 불안정성**
- 이란이나 북학의 **핵무기 개발**에 따른 우려 및 제재의 재부상
- 에너지 전환에서 **미국 및 중국의 신뢰성 상실** 및 「파리 조약」 훼손
- 물부족 및 이주민 이동 등으로 견인된 갈등 리스크를 상승시키는 **지구 온난화**
- 보안, 에너지 및 의료보건 서비스의 IT 시스템을 중단시키는 **사이버 공격 또는 데이터 유출**

+ 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, EM 현지통화

- 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 이른

●●● 경제적 배경

- 지속적으로 높아지는 인플레이션 압박과 내수수요의 약세로 인해서 경기모멘텀이 점차 둔화되고 있다. 여전히 미국의 경기연착륙이 예상되지만, 2023년 중반에 리세션이 발생할 리스크가 상승하고 있다. 유럽의 경우, 생활비와 인플레이션이 원인이 되는 리세션이 겨울에 발생할 것으로 예상된다.
- 스태그플레이션 모멘텀을 바탕으로 인플레이션과 성장 전망의 수정 방향은 계속 분화되고 있다.
- 더욱 지속적인 인플레이션과 긴축화 통화정책으로 이어지고 있는 원자재와 에너지 가격에 대한 장기적인 스트레스가 경제적 불확실성과 데이터 변동성을 악화시키고 있다.

●●● 펀더멘탈 및 밸류에이션

- 지난 여름 동안에 진행된 유동성이 견인한 랠리는 대부분의 위험자산에 있었던 저평가를 없애 버렸다.
- 중앙은행의 의도(장기간 고금리가 유지될 것으로 보임)와 리세션의 발생할 확률의 상승은 기대 EPS(컨센서스 기대수치는 여전히 너무 낙관적임) 하락으로 여전히 전이되어야 하기 때문에, 주식 멀티플은 여전히 시장안정적인 것으로 보인다.
- 스태그플레이션은 기업 수익성에 경종을 울릴 것이기 때문에 펀더멘탈은 지난 달과 비교하여 악화되고 있다.

중립적 +
자산배분

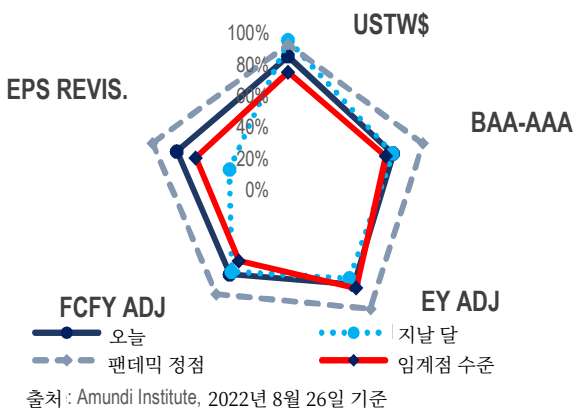
●●● 기술적 요인

- 기술적 요인은 포트폴리오에서 리스크 증가가 요구될 수 있는 유일한 측면으로 남아 있다. 여름의 랠리는 대부분의 역투자 신호를 제거(연준의 잭슨홀 회의가 다가오며 따라 Bull/Bear, Fear&Greed 및 포지셔닝 등의 모든 요소들의 비호의적으로 변경됨)한 반면에, 이전의 시장조정 과정에서 나타났던 것과 같은 파편화된 추이는 보이지 않고 있다. 하지만, 포지셔닝은 서베이에서 제시하는 것보다 분명하지 않을 수도 있다. 기관투자자들은 여전히 위험자산에 포지션을 가지고 있는 것으로 보이며, 추가적인 부정적 요인(매크로 및 마이크로)는 현재의 수준에서 추가적인 리스크 저감(de-risking)을 유도할 수도 있다.

●●● 시장분위기

- 금융조건은 여름 동안에 완화되었으며, 당시에 있었던 대부분의 반응을 설명해 주고 있다.
- 시장에서 리스크 편중이 높게 유지되고 있지만, 전반적인 리스크오프 확률은 단기적으로는 방어적 자산배분을 계속 제시하고 있다.
- 리스크 분위기 매트릭스의 악화는 펀더멘탈에 영향을 주기 시작했다. EPS 전망조정은 부정적으로 변경되었으며, USD는 강세를 유지하고 Moody의 Baa-Aaa는 (최근의 타이팅에도 불구하고) 경고 이상의 수준을 유지하고 있다.

여전히 부양적인 Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST)



CAST 리스크 인식은 1분기에 구조적인 리스크의 증가를 보여주지 못했지만, 2분기 이후로는 우호적이지 않게 되었다. EPS 전망조정은 리세션 공포에 반응하여 부정적으로 변경되었으며, USD는 리스크오프가 크게 필요한 측면을 유지하고 있다. 크레딧 리스크프리미엄은 높게, 경고 이상으로 유지되고 있으며, 무엇보다도 위험자산 전반에 걸쳐 방어적인 견지를 요구하고 있다.

방법론: 우리는 “전초징후(Sentinels)”라고 불리는 5가지 변수, 즉 거래가중치 기준의 미국 달러화(USTW\$), 무디의 Baa-Aaa, EPS 전망조정, 조정된 채권 수익률 리스크, 조정된 현금 흐름 수익률 리스크를 고려한다. 이러한 전초징후는 우리의 전술적 자산배분의 리포지셔닝에 사용된다. 건전한 임계점이 감지되면, 이러한 5개의 변수는 특정한 확신 수준과 더불어서 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.

글로벌 리서치 클립

1 미국 매크로 예측 수정: 성장 악화 진행

- 성장 둔화는 아직까지는 연준의 긴축정책에 기인하지는 않았다. 경기연착륙은 가능하지만 2023년 중반의 전면적인 리세션 리스크는 간과될 수 없다.
- 미국 성장률 전망은 소비 및 투자의 약세화로 인해 낮춰졌다(2022년 GDP 성장률은 2.2%에서 1.6%로, 2023년 GDP 성장률은 1.5%에서 1.0%로 하향 수정).
- 노동시장은 강세를 유지하고 있지만, 균열이 부상하고 있다.
- 공급 병목현상이 풀려가고 가격 상승의 압박이 완화되고 있음에도 불구하고 높은 인플레이션은 계속될 것으로 보인다.
- 연준은 금리 인상을 계속 유지하고 있으며, 9월에 75bp, 그 이후로 세 차례 계속하여 25bp를 올려서 2023년 2월까지 최종 금리는 4.0%로 이어질 것으로 보인다.

투자 중요 함의

- 2022-23년 경제적 상황의 추가적 악화에 대비하여 글로벌 주식에 대한 투자비중축소를 유지할 것.
- 고우량 크레딧과 인플레이션 연계채권과 원자재와 같은 인플레이션에 민감한 자산 종목에 대해서 탈팅할 것
- 대다수의 G10 FX에 대비하여 USD에 롱포지션을 취할 것, EUR/USD 환율 역전되어 단기적으로는 0.94로 움직일 가능성이 있음.

2 유럽: 생활비 위기로 견인되는 리세션이 2022년 4분기/2023년 1분기에 발생할 것으로 예상

- 유럽의 인플레이션은 이번 겨울 시즌에 (부분적으로는 러시아의 가스 무기화로 인해) 두 자리 수를 기록하면서 정점을 칠 것으로 예상된다.
- 유로통화권 국가들은 가스 공급, 인플레이션, 독일의 리세션에서 비롯된 2차적 파급효과에서 직접적인 영향을 겪을 것이다.
- 제한적인 재정정책의 여지, 글로벌 경제성장의 약세, 전세계적으로 타이트해 진 금융조건, 스태그플레이션 충격은 확대되어 가을-겨울에 리세션을 이어질 수 있다.
- 우리는 이제 유로통화권의 실질 GDP 성장률을 2022년에 2.9%, 2023년에 0.3%가 될 것으로 예상한다.
- 독일과 이탈리아가 가장 커다란 타격을 받을 것인 반면에, 프랑스는 상대적으로 그 충격이 덜할 것으로 보인다. 스페인이 여기에 가장 덜 노출되어 있지만, 여전히 이러한 영향에서 벗어나 있지는 않다.

투자 중요 함의

- 유럽중앙은행의 최종 금리는 올 연말까지 1.00-1.25%가 될 것으로 보이며, 두 차례 연속의 50bp 인상(2022년 9월 및 10월)이 있고 2022년 12월에 한 번의 25bp 인상이 뒤따를 것으로 보인다.
- 주변국 국채와 유로 크레딧의 현재 밸류에이션이 유로통화권 에너지 부문의 장기적으로 지속되는 악화되고 있다는 상황을 가격에 반영되어 있지 않아서 우리는 주변국 국채와 유로 크레딧에 신중한 포지션을 유지한다.

3 2분기 기업실적 발표 현황: 강력한 2분기 EPS는 역추이 랠리를 떠받쳤지만, 그 내용은 “낮은 퀄리티”

- 2분기 EPS는 시장의 높은 기대감보다도 강력했지만, 마진은 줄어들고 있다.
- 유럽연합 기업들의 실적은 대부분 에너지 부문, 인플레이션, 통화 약세에 의해 견인되었다.
- 미국 기업들의 EPS 전년동기대비 성장률은 에너지 부문을 제외하면 마이너스로 돌아설 것으로 예상된다.

투자 중요 함의

- 회복탄력적인 기업이익이 현 단계에서 주식시장의 불마켓으로 전환을 뒷받침하는 충분한 사유가 되지 못한다. 우리는 주식에 신중한 견지를 유지하고 있다.
- 우리는 유로통화권에 대비하여 미국의 주식을 선호한다.

4 비상장 주식과 부동산: 비유동성 리스크프리미엄이 도움을 줄 것이다

- 부동산 가격은 금리 상승에 취약하다. 하지만, 이번에는 2008-09년 형태의 폭락으로 이어질 가능성은 낮다.
- 긴축적 통화정책과 명목 GDP 둔화는 2023년에 유동성을 고갈시킬 것이며, 이는 리스크 저감(de-risking) 및 사모채권과 같은 비유동성의 방어적 자산에 포커스에 두는 길을 열어주게 될 것이다.
- 비유동성 리스크프리미엄은 이러한 환경에서 역사적으로 성과를 내었다.

투자 중요 함의

- 2023년에 예상되는 유동성 고갈은 사모채권과 같은 비유동성의 방어적 자산에 유리할 것이며, 이는 HY 크레딧 자산배분을 대체할 것이다.

글로벌 리서치 클립

5 중국: 커져가는 주택시장 침체의 요인

중심 시나리오는 여전히 경기회복을 반영하고 있고 리세션을 상정하지 않음:

- 모멘텀은 6월에 급격하게 둔화되었지만 7월과 8월에 경제는 추가적으로 회복되었다.
- 내수수요 지표는 전반적으로 미진한 상태를 보였으며, 이는 민간 부문의 전반적인 신뢰성 부족을 반영하고 있다.
- 산발적인 코로나19 제한조치로 인해 복잡성을 가중시키는 주택시장 침체는 중국의 경기회복을 압박하고 있으며, 이는 재정적 및 통화적 완화 노력을 저해하고 있다.

주택 시장: 너무 늦었고 너무 유보적임

- 주택 판매는 급격한 하향 추세를 유지했으며, 중국의 중앙정부는 이에 대처하는 지원을 강화했다.
- 하지만, 수요를 부양시키는 조치들은 이미 초완화적인 단계로 진입한 상태에서 이루어졌다(정부는 이미 구입제한을 완화했으며, 주택담보 대출이율은 지난 수년 동안에 가장 낮은 수준임).
- 우리는 주택 시장이 8월에서 12월까지 전년동기대비 -20%(vs 7월에 예상한 수치는 -8였음)까지 크게 역성장할 것으로 예상된다.

우리는 중국의 연간 경제성장 목표수치를 올해는 3.2%에서 2.9%로, 2023년에는 5.5%에서 5.2%로 하향 수정한다.

투자 중요 함의

- MSCI China, HSCEI, HIS에 롱포지션을 유지할 것.
- 크레딧에는 중립적, 중국국채에는 롱포지션을 취할 것.

코로나19 현황 요약

Francesca PANELLI, *Investment Insights and Client Division*

지난 6월과 7월 전반기에 유럽과 미국을 강타했던 오미크론 변이군의 BA5 하위변위로 유발된 코로나19 재유행은 관광 시즌이 절정에 이르렀음에도 불구하고 7월말에 잦아들기 시작했으며, 중증/사망 및 입원 환자의 수는 제한적으로 유지되었다. 「유럽 질병예방통제센터」에 따르면, 7월31일 기준의 이전 1주일에 유럽연합에서 14일간의 보고된 전체 확진자 수는 높게 유지되고 있지만(인구 10만명당 확진자 842.5명), 감염재생산지수는 하락하고 있다. 백신 접종률이 낮은 동유럽에서는 상황이 여전히 악화되는 등 유럽연합 전체 내에서 감염병의 상황은 아직 지역별/국가별로 커다란 차이를 보이고 있다. 불확실성은 다가오는 가을-겨울 시즌에도 높게 유지될 것으로 보이며, 새로운 재유행이 발생할 수도 있다. 이와 동시에, 올해 말에 보급될 개량된 백신에 대한 임상시험이 전체 인구가 이미 감염되거나 백신을 접종을 하여 코로나 바이러스에 대부분 노출되어서 그 효능을 증명하는 것이 어려웠기 때문에 이러한 백신의 BA4와 BA5에 대한 효과 여부는 불확실하다.

미국의 경우에도 그 상황은 유사하며, 「질병통제센터」는 권고사항을 완화하고 향후에는 고위험군을 보호하는 데만 중점을 두겠다고 발표했다. 하지만, 중국에서는 코로나19 확진자 수가 3개월 최고치를 기록했으며, 대부분의 확진자는 관광지인 후이난 섬에서 발행했으며, 본 분석을 작성하는 시점점을 기준으로 이 지역은 거의 완전하게 봉쇄되어 있다. 코로나 새로운 재유행이 상하이를 비롯하여 중국 곳곳에서 발생하고 있으며, 이는 봉쇄조치의 재개로 이어질 가능성이 있다. 따라서, 코로나19는 향후 수개월 동안에 경제활동에 영향을 주는 중요한 요인으로 유지될 것이다.

AMUNDI 자산종목 견해

	자산종목	견해	1개월 변화	근거
주식 플랫폼	미국	=/+		전반적인 소비는 강력하지만, 약세로 돌아서는 초기 징후가 나타났다. 이러한 환경에서, 기업이익 성장(올해 및 2023년)이 시장을 견인할 것이다. 따라서, 우리는 수요 하락의 징후에 대비한 경제 태세를 유지하고, 강력한 기업이익 잠재력과 주주 보상의 증명된 실적을 가지고 있는 종목을 모색하는 프로세스를 유지한다.
	미국 가치주	+		올해 가치주는 아웃퍼포먼스를 보였지만, 성장주에 대한 우려가 부상함에 따라 그 과정은 단선적이지 않았다. 우리는 투자자가 가치주를 우량주 및 기업이익 압박을 견디고 매력적인 밸류에이션을 제공하는 경기사이클을 덜 타는 종목으로 보충해야 한다고 생각한다. 반면에, 부실하고 비싼 가치주는 비선호하며 선별적 포지션을 유지한다.
	미국 성장주	-		연준이 인플레이션을 억제하기 위해 금리 인상에 전념할 것으로 보이며, 우리는 이러한 상황이 성장주, 특히 비싸고 수익성이 없는 주식들에 더 많은 압박을 가할 수 있다고 생각한다. 일부 퀄리티 성장주 종목은 합리적인 밸류에이션을 보여주고 있지만, 우리는 기업이익 잠재력에 포커스를 계속 둘 것이다.
	유럽	--	▼	유럽 지역의 리세션은 생활비를 상승시키고 궁극적으로 소비자 수요에 영향을 주게 되는 높은 인플레이션에 의해 유발될 가능성이 크다. 우리는 기업이익에 단기적인 리스크가 있다고 보고 있으며, 보수적인 포지션을 경미하게 증가시키고 있다. 하지만, 우리는 주식 선별, 재무제표 강점, 지속가능한 수익을 제공하는 능력을 가진 기업에 대한 포커스를 유지한다.
	일본	=		글로벌 경제성장 둔화는 수출주도형인 일본 시장에 약재가 될 수 있지만, 상대적으로 매력적인 밸류에이션과 엔화 약세는 긍정적이다.
	중국	=/+	▼	부양적인 정책, 경제 재개 및 보다 균형을 갖춘 경제성장 모델로 전환 움직임은 모두 긍정적이다. 하지만, 간헐적인 코로나 봉쇄정책과 주택 부문의 약세는 단기적으로는 경제성장을 압박할 가능성이 크다.
	신홍국 시장	=		신홍국 내에서 분화가 계속되는 것이 지배적임에도 불구하고 선진국-신홍국 성장률 차이가 신홍국에 유리한 방향으로 변화하고 있다. 이는 선별적이어야 하고 지정학적 리스크 및 내수수요에 대한 원자재/인플레이션 영향에 유념해야 할 필요성을 부각시킨다. 우리는 브라질과 UAE(원자재 수출국)를 선호하지만, 태국에는 신중한 포지션이다.
채권 플랫폼	미국 국채	=		수익률이 반대 방향을 오가며 요동치고 있으며, 이는 시장의 기대인플레이션, 경제성장률 및 연준의 정책대응에 의해 견인되고 있다. 미국에서 '경기연착륙'이 가능할 것으로 보이지만, 인플레이션은 여전히 높고 이에 따라 연준은 매파적 견지를 유지하고 있다. 따라서, 우리는 중립적이지만 매우 액티브한 포지션을 유지한다. 또한 우리는 최근의 실질수익률 상승 이후에 물가연동국채(TIPS) 시장을 평가하고 있다.
	미국 IG 회사채	=/+		이 자산종목은 매력적인 캐리를 제공하며 강력한 기업 펀더멘탈을 보여주고 있고, 미국 경제의 회복탄력성에서 수혜를 누릴 것이다. 하지만, 소비자 수요에 대한 일부 압박으로 인해서 기업이익에 대한 가시성이 제한적이다. 이와 더불어, 밸류에이션은 장기적인 평균에 근접해 있으며, 따라서 우리는 선별적인 포지션을 유지한다.
	미국 HY 회사채	=		미진한 경제성장의 환경에서, 우리는 투자자가 채무불이행(부도) 전망과 기업이익 약세가 현금흐름 생성능력과 펀더멘탈(현재는 건조하게 유지되고 있음)에 얼마나 영향을 미칠 수 있는 지에 주목해야 할 것이다. 우리는 연준의 긴축화와 지속적인 인플레이션이라는 관점에서 유동성에 포커스를 둔다.
	유럽 국채	=		유럽중앙은행은 인플레이션을 억제하기 위해 전념하고 있으며, 이전에 예상했던 것보다 금리를 더 높게 인상할 가능성이 크다. 하지만, 이러한 금리 인상은 파편화를 방지할 필요성과 균형을 이룰 필요가 있다. 우리는 유럽 핵심국 국채에 중립적이지만, 곡선 전반에 걸쳐서는 유연한 포지션을 취한다. 심지어는 주변국 국채의 경우에도 유럽중앙은행의 지원에도 불구하고 정치적 이벤트의 잠재적 압박을 감안하여 우리는 중립적인 포지션이다.
	유로 IG 회사채	=		단기적인 리세션 전망, 높은 인플레이션, 매파적인 유럽중앙은행은 기업이익과 스프레드에 대한 잠재적인 압박을 의미한다. 따라서, 우리는 포트폴리오에서 퀄리티에 우선순위를 두면서 스프레드 압착의 리스크와 소비자 수요에 대한 압박으로 인한 펀더멘탈 약화의 여부를 모니터링하고 있다.
	유로 HY 회사채	=		우리는 유럽 HY에 경제 태세를 유지하고, 채무불이행(부도) 전망(현재는 견고한 수준임)을 모니터링하고 있다. 하지만, 금융조건이 타이트해 지고 시장이 스트레스를 받는 경우에 특히 과도한 레버리지를 가진 분에서는 유동성이 줄어들 수 있으며, 우리는 이러한 분야에 대해서는 신중한 포지션이다.
	중국국채	=/+		중국은 투자자산의 혜택을 계속 제공하고 있으며, 중국의 경제성장을 하향 조정은 중국 정부의 완화적인 경기부양적인 견지와 결합되어 채권에 긍정적인 것이다. 하지만, 우리는 부동산 부문에서 변화를 모니터링하고 있다.
	신홍국 채권 경화표시	=/+		IG에 대비하여 (최근의 자금유입으로 유발된 랠리에도 불구하고) HY를 선호하면서 우리는 HY가 매력적인 기회를 제공한다고 믿지만 선별적인 포지션을 유지한다. 단기적으로는, 일부 발행시장의 종목이 할인된 가격으로 매수가 가능할 수도 있다.
	신홍국 채권 현지화표시	=		인플레이션이라는 관점에서 우리는 신중하고 매우 선별적인 포지션이며, 높은 캐리 트레이드(즉, 남아공과 브라질)를 선호한다. 미국 달러화가 강세를 보임에 따라 신홍국 FX는 단기적으로 압박을 받을 수 있으며, 따라서 우리는 상대적 가치 트레이드를 선호한다.
	기타	원자재		
통화				미국에서의 금리 상승과 글로벌 경제성장에 대한 압박에서 USD는 수혜를 누릴 가능성이 크다. 우리의 6개월 EUR/USD 목표수치는 1.0이며, 유로화는 단기적으로는 달러화와 대비하여 패러티 미만으로도 떨어질 수도 있다. 하지만, 연준이 매파적 견지로 전환하는 경우(중기적으로 우리의 중심 시나리오에서는 상정하고 있지 않음)에는 이는 미국 달러화에 압박을 줄 수도 있다.

범례



출처: Amundi, 2022년 9월 02일 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 신홍국 채권, WTI = 텍사스 중질유, QE = 양적완화.



선진국

거시경제적 전망

2022년 08월 31일 기준 자료

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비 %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
전세계	6.2	3.2	2.7	3.9	8.0	5.2
선진국	5.2	2.3	0.9	3.2	7.2	4.3
미국	5.8	1.6	1.0	4.7	8.1	4.0
일본	1.7	1.8	1.5	-0.2	1.9	0.3
영국	7.4	3.4	-0.5	2.6	9.6	8.7
유로	5.3	2.9	0.3	2.6	8.3	5.7
독일	2.6	1.5	0.1	3.2	8.5	6.0
프랑스	6.8	2.6	0.4	2.1	6.1	4.7
이탈리	6.6	3.3	0.4	1.9	7.7	5.3
스페인	5.1	4.5	1.1	3.1	9.3	4.9

출처: Amundi Institute

- 미국:** 올해 전반기의 역성장 이후에 장기간의 평균 이하의 경제성장률이 뒤따를 것이지만, 현재까지 발생하고 있는 경기둔화는 연준의 긴축화에 의한 것은 아니다 - 강력한 노동시장에서 균열이 나타나고 있고 생산성 부족은 노동시장 조정을 유발할 것으로 예상된다. 이는 통화정책의 조치가 효과를 나타낼 것으로 예상되는 2023년 중반의 리세션 리스크를 유발시킬 것이다. 향후에는 완화되지만 여전히 높은 인플레이션이 계속될 것이다. 공급 병목현상과 원자재 가격 압박이 완화되고 있지만, 여전히 높게 유지되고 있다. 이는 상품 인플레이션을 억제할 것이다. 하지만, 지대(rent) 인플레이션의 하락이 2023년 스토리가 될 것이며, 이는 인플레이션이 여전히 수분기 동안 목표수치를 크게 상회할 것이라는 것을 의미한다.
- 유로통화권:** 러시아 가스 공급의 이슈와 극한의 극한적인 기상조건은 제한적인 재정정책의 여지와 타이튼한 금융조건과 더불어서 스태그플레이션 충격을 확장시키고 있으며, 이는 가을-겨울에 리세션으로 이어질 것이다. 소비자들과 기업이 추가적인 에너지 비용 압박에 당면하게 됨에 따라 이러한 리세션은 생활비에서 비롯된 위기가 될 것이다. 재정적 지원이 일부 도움을 주겠지만, 정책적 여지는 제한적이다. 인플레이션은 겨울에 2자리 수로 정점을 찍을 것으로 예상되며, 4분기까지는 지속적으로 광범위하게 상승세를 유지하고, 그 이후에 정체를 보인다고 2023년부터 둔화될 것이다.
- 영국:** 우리는 높은 에너지 가격에 의한 충격이 소비자에서 비롯되는 리세션을 겨울에 유발할 것으로 예상하고 있지만, 공격적인 긴축화의 강도가 낮아지고 일부 재정적 지원이 도움을 줄 것으로 예상되기 때문에 영국중앙은행(BoE, 영란은행)이 예측한 것보다는 덜 심각한 리세션이 될 것이다. 우리는 높은 에너지 가격의 다른 물가로의 전가되는 올해 4분기-내년 1분기에 2자리 수의 인플레이션이 정점이 될 것으로 예상하며, 신임 영국총리는 가구의 높은 에너지 가격을 일부 보조하는 재정지원을 도입할 가능성이 크다.
- 일본:** 민간 소비가 식품 및 에너지 가격의 상승에서 비롯된 충격을 느끼기 시작함에 따라 2분기의 경기회복은 예상보다는 소프트한 것으로 나타났다. 3분기에 접어들면서, 소비자들은 더욱 강력해진 인플레이션과 광범위한 코로나19 재확산 사이에서 진퇴양난에 빠졌다. 경제 재개의 지연에서 비롯된 경기회복의 모멘텀이 수출 수요의 급락으로 약세로 돌아섬에 따라 경제전망은 암울해지고 있으며, 특히 수출 수요의 급락은 2023년 전반기에 일본경제 전체를 리세션으로 몰아넣을 가능성이 크다. 그럼에도 불구하고 투입가격의 다른 물가로의 전가가 계속되고 있고 이는 2022년 나머지 전체 기간 동안에 인플레이션 상승을 견인할 것이다.

기준금리 전망

	2022 09-12	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	2.33	4.25	3.95	4.25	4.00
유로	0.75	2.25	2.25	2.25	2.25
일본	0.00	-0.1	0.02	-0.1	0.09
영국	1.75	3.75	4.06	3.75	4.43

출처: Amundi Institute

- 연준(Fed):** 우리의 시나리오 상에서는, 연준은 9월 회의에서 75bp의 금리를 인상하고, 그 이후 11월과 12월에는 금리 인상의 속도를 25bp로 낮출 것으로 예상된다. 우리의 시나리오 상에서, 이번 금리 인상 사이클의 최종 금리는 4%이며 그 시점은 올해 말에 될 것이다. 2023년의 금리 변화의 경로에 대한 우리의 견해는 2023년 여름에 금리 인하를 가격에 반영하고 있는 시장의 견해와는 다르다. 우리의 경기연착륙 시나리오에서는 금리 인하를 상정하고 있지 않다. 최근 연준은 금리가 장기간 높게 유지할 필요성이 있으며 가격 안정성의 회복시키기 위해서는 향후 일정 기간 동안에 제약적인 정책기조를 유지해야 할 가능성이 높다는 점을 강조했다. 경기연착륙을 상정하고 있는 우리의 시나리오(실업률의 온건한 상승과 낮은 경제성장률을 동반한) 이와 같은 일정 기간의 지속적으로 높은 금리와 부합된다. 물론, 경기의 경착륙이 발생하면 금리 인하가 유발될 수도 있다.
- 유럽중앙은행(ECB):** 지난 7월에 유럽중앙은행은 금리를 이전에 발표했던 25bp가 아니라 50bp를 올리고, 기존의 포워드 가이드를 폐기하고, 더욱 데이터 의존적 접근방식을 채택했다. 여기에서 발표된 「전달보호기구」(Transmission Protection Instrument, 약자 'TPI', 역주: 회원국 간의 국제금리 스프레드가 확대되는 것을 방지하는 등 새로운 파편화를 방지하는 도구)는 만장일치로 채택되었으며, 그 규모는 무제한이고 기존의 약속과 연계되는 조건성을 가지고 있으며, 이 도구의 발동 상황도 유연성이 있다. TPI 발표는 간접적으로 다음의 두 번의 회의에서 추가적으로 두 차례의 50bp 인상하고 12월 회의에서 25bp 인상되는 금리를 상정하고 있는 우리의 기본 시나리오를 부합된다. 지난 7월에 실시된 팬데믹 긴급매입 프로그램(PEPP)의 유연한 재투자는 유럽중앙은행의 파편화를 방지하겠다는 의지를 확인시켜 주고 있다.
- 일본은행(BoJ):** 일본의 인플레이션은 추가적으로 강화되었으며, 코어 인플레이션이 2022년말/2023년초에 2% 가 될 가능성이 상당히 증가했다. 이는 일본은행의 자체적인 온건한 예측 수치인 2024년 회계년도까지 1.5% 상승과 확연한 차이가 있다. 하지만, 일본은행 관료들은 8월의 여름 휴가기간 동안에도 경제성장률과 수요에 대한 우려를 상시시키면서 초완화 정책을 선호하는 것에 대한 정당성을 계속 주장하고 있다. 일본은행은 인플레이션률의 잠재적 급상승 가능성을 부정할 가능성이 더욱 커졌으며, 기존의 완화적 견지를 유지하고 있다.
- 영국중앙은행(BoE):** 가장 최근의 회의에서 50bp의 금리 인상을 단행했으며, 적극적인 양적 긴축(QT)를 10월에 컨센서스가 상정하는 범위 내에 예상되는 규모로 시작할 가능성이 크다고 시사했다. 주요 뉴스는 올해 및 내년에 예상보다 높아진 인플레이션과 결합되어 이전의 수치보다 훨씬 악화된 성장 전망을 나타내는 갱신된 경제 예측에서 비롯되었다. 새로운 포워드 가이드는 중기적인 정책금리의 경로에 대한 현저하게 상승한 불확실성을 강조하고 있으며, 단기적으로는 긴축적 기조가 강화되고 현격한 성장둔화 및 리세션이 발생할 수 있음을 예측하고 있다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
ECB정책위	9월8일
BoE MPC	9월15일
Fed FOMC	9월21일
BoJ MPM	9월22일

출처: Amundi Institute



신흥국

거시경제적 전망

2022년 08월 31일 기준 자료

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비 %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
전세계	6.2	3.2	2.7	3.9	8.0	5.2
신흥국	6.9	3.8	4.0	4.4	8.6	5.8
중국	8.1	2.9	5.2	0.9	2.3	2.4
브라질	4.6	2.3	1.0	8.3	9.8	5.6
멕시코	4.8	2.3	0.7	5.7	7.9	5.4
러시아	4.7	-3.3	-1.5	6.7	14.3	7.6
인도	9.1	7.3	5.7	5.1	6.9	6.2
인도네시아	3.7	5.4	5.0	1.6	4.2	4.3
남아공	5.5	2.4	1.8	4.6	6.9	5.8
튀르키예	11.6	4.3	3.1	19.4	71.0	28.9

출처: Amundi Institute

- **중국:** 모멘텀은 6월에 급격하게 둔화되었지만 7월과 8월에 경제는 추가적으로 회복되었다. 내수수요 지표는 전반적으로 미진한 상태를 보였으며, 이는 민간 부문의 전반적인 신뢰성 부족을 반영하고 있다. 산발적인 코로나 19 제한조치로 인해 복잡성을 가중시키는 주택시장 침체는 중국의 경기회복을 계속 압박하고 있으며, 이는 재정적 및 통화적 완화 노력을 저해하고 있다. 도전적인 매크로 상황 및 소비자 신뢰성의 악화를 감안하여, 우리는 이제 8월에서 12월까지 주택 부문의 역성장이 전년동기대비 -20%로 더 커질 것이라고 예상하며, 이에 따라 하반기 경제성장률을 하향 수정했다.
- **인도네시아:** 국내 경제조건과 글로벌 금융 불확실성을 바탕으로 인도네시아 중앙은행(BI)은 결국 정책금리를 25bp 인상하여 3.75%로 올리기로 결정했다. 코어 인플레이션은 (상승은 하고 있지만) 미진한 상태를 유지하고 있는 반면에, 헤드라인 인플레이션은 보조금을 미치지 않는 변동성이 큰 요소들로 인해서 목표수치를 크게 상회하고 있다. 인도네시아 중앙은행은 기대인플레이션의 리스크가 축적되고 있는 것으로 파악하고 있다. 금리 인상의 경로는 점진적인 속도로 계속될 것이며, 최종 금리까지는 약100-125bp로 계획된 것으로 보인다. 8월에 발표되었듯이, 2023년 예산은 팬데믹 동안에 발표된 계획대로 법적인 3% 이내의 재정적자를 보고하고 있다.
- **태국:** 다른 중앙은행들에서 뒤쳐져 있던 태국중앙은행(BoT)은 8월에 정책금리를 25bp를 인상하여 0.75%로 올렸다. 여전히 미진한 경기회복 국면을 감안하여 태국중앙은행의 통화정책 정상화에 대한 접근방식은 계속 매우 점진적일 것이다. 2022년 2분기 GDP는 이코노미스트들의 기대를 실망시켰다. 온건한 성장에도 불구하고 태국중앙은행의 리스크 균형은 14년 최고치를 기록하고 비용 압박(식품)이 코어 인플레이션으로 전가되고 있는 인플레이션 방향으로 치우쳐 있다. 반면에, 관광 부문(태국 경제에서 중요한 부분을 차지함)의 수익은 팬데믹 이전 수준까지는 여전히 멀지만 그 회복 속도가 빨라지고 있다.
- **브라질:** 순차적 성장률은 건조한 올 상반기 이후에 지금 고점을 치고 있는 것으로 보이지만, 또 다른 디스인플레이션 및 선거 전의 정책으로 떠받쳐져서 전혀 급락하는 양태를 보이지는 않고 있다. 우리는 2022년에 GDP가 2% 이상 확대될 것으로 보고 있다. 인플레이션은 지난 4월에 전년동기대비 12.1%로 정점을 쳤으며, 올해 전체로는 세금과 연료 가격의 인하 덕분에 7% 미만으로 마감할 것이다. 브라질 중앙은행(BCB)은 9월 또 다른 추가적인 금리인상의 여지를 살짝 남겨두었지만, 13.75%로 금리를 인상한 뒤 통화긴축 사이클의 마무리를 준비하고 있는 것으로 보인다. 가장 중요한 사안은 대통령 선거가 이제 불과 몇 주 앞으로 다가왔다는 사실이며, 룰라 전 대통령이 그 차이가 줄어들고 있지만 지지율에서 보우소나루 현 대통령을 가뿐하게 앞서고 있는 상황이다.

기준금리 전망

	2022 09-05	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
인도	5.40	6.10	5.95	6.10	6.05
브라질	13.75	13.75	13.85	11.50	13.30
러시아	8.00	7.00	7.40	6.00	6.75

출처: Amundi Institute

- **중국인민은행(PBoC):** 수개월 동안 정책금리를 동결해 왔던 중국인민은행은 8월에 은행간 시장금리(7일 환매조정이자율(repo)과 1년 중기유동성지원창구 금리(MLF))를 처음으로 10bp 낮추었고, 1년 대출우대금리(LPR)는 5bp, 5년 대출우대금리는 15bp 인하했다. 둔화된 내수수요와 주택시장의 예상보다 급격한 침체를 배경으로 전례를 찾기 힘든 이와 같은 금리의 인하는 주택 수요를 활성화시키고 더 큰 위기를 미연에 방지하는 추가적인 노력으로 가능할 거이다. 완화 바이어스를 유지하고 있는 중국인민은행은 대부분의 조치들이 구조적 완화에 중점을 둘 것으로 보이며, 추가적인 광범위한 완화는 데이터 의존적인 접근방식을 취할 것이다.
- **인도중앙은행(RBI):** 8월에 인도중앙은행은 정책금리를 50bp 인상하여 5.40%로 올렸으며, 경제학자 다수들이 온건한 금리 인상을 예상했기 때문에 인도중앙은행은 이제 매파적인 경치를 취하고 있는 것으로 간주되고 있다. 이와 같이, 인도중앙은행은 통화정책 정상화를 전면에 계속 내세우고 있으며, 우리는 중앙은행이 10월 및 12월에 금리 인상의 속도를 늦출 것이고 최종 금리는 6.1%가 될 것으로 예상하고 있다. 반면에 헤드라인 인플레이션이 7월에 전년동기대비 7.0%에서 6.7%로 온건하게 하락(코어 인플레이션도 하락함)했지만, 우리의 견해로는 진정한 인플레이션 하락 추이의 시작은 아직 의미하지는 않는 것으로 보고 있다. 인도중앙은행은 현 시점에서는 완화적 기조는 줄었지만 진정으로 긴축적 기조를 가진 것도 아닌 것으로 입증되고 있다.
- **브라질중앙은행(BCB):** 결국에는 거기로? 미국 연준이 긴축 사이클의 속도를 늦추는 방향으로 전환하고 있는 것으로 보이는 반면에, 미국 연준보다 앞서서 금리 인상을 브라질중앙은행은 시작했던 브라질중앙은행은 이제 금리인상 사이클을 마무리하고 있다. 8월초의 회의에서 브라질통화위원회(COPOM)은 금리를 50bp 인상하여 13.75%로 오렸지만, 9월에는 이와 같은 수준의 금리 인상은 없을 것이라고 시사했다. 브라질 중앙은행은 또 다른 25bp의 '사소한' 금리 인상을 고려할 것이지만, 최근의 회의록 내용과 예상보다 경미하게 나왔던 7월 인플레이션 수치를 감안하면, 현재로서는 추가적인 금리 조정이 없을 확률이 높다. 하지만, 미국 연준의 경우와 마찬가지로, 브라질중앙은행도 향후 움직임을 결정하기 이전에 8월 인플레이션 수치를 확인하기를 원할 것이다.
- **러시아중앙은행(CBR):** 러시아중앙은행은 지난 7월에 정책금리를 다시 150bp 인하하여 8%로 낮췄다. 금리 인하의 폭은 예상보다 컸다. 이번 금리 인하의 주된 이유는 인플레이션의 하락과 미진한 소비자 수요 때문이었다. 러시아중앙은행은 향후의 추가적인 금리인하의 가능성을 남겨 두었다. 인플레이션은 전년동기대비 6월의 15.9%, 5월의 17.1%에서 7월에는 15.1%로 떨어졌으며 우리는 인플레이션이 올해말까지 약 13-14% 정도까지 추가적으로 하락할 것으로 예상한다. 우리는 러시아중앙은행이 향후 6개월 동안에 추가적으로 100bp 인하하고, 그 이후 한 차례 더 100bp 인하하고, 그 다음의 12개월 기간 동안에 정책 금리를 대략 6%까지로 끌어내릴 것으로 예상한다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
CBR	9월16일
PBoC	9월20일
BCB	9월21일
RBI	9월28일

출처: Amundi Institute

매크로 및 시장예측

영국에 대한 시장예측도 2022년 8월 31일자 기준이다. 본 문서 마감 시까지 최종 영향을 평가할 수 있는 세부사항이 없기 때문에, 우리는 영국 정부의 최근 발표를 반영하는 경우에 여기에서의 예측이 본 문서의 발간 직후 변경될 수 있음을 경고하지만, 우리는 기존 예측을 변경하지 않고 여기에서는 그대로 두고 있다.

거시경제적 예측

(2022-8-31)

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
미국	5.8	1.6	1.0	4.7	8.1	4.0
일본	1.7	1.8	1.5	-0.2	1.9	0.3
유로통화권	5.3	2.9	0.3	2.6	8.3	5.7
독일	2.6	1.5	0.1	3.2	8.5	6.0
프랑스	6.8	2.6	0.4	2.1	6.1	4.7
이탈리아	6.6	3.3	0.4	1.9	7.7	5.3
스페인	5.1	4.5	1.1	3.1	9.3	4.9
영국	7.4	3.4	-0.5	2.6	9.6	8.7
중국	8.1	2.9	5.2	0.9	2.3	2.4
브라질	4.6	2.3	1.0	8.3	9.8	5.6
멕시코	4.8	2.3	0.7	5.7	7.9	5.4
러시아	4.7	-3.3	-1.5	6.7	14.3	7.6
인도	9.1	7.3	5.7	5.1	6.9	6.2
인도네시아	3.7	5.4	5.0	1.6	4.2	4.3
남아공	5.5	2.4	1.8	4.6	6.9	5.8
튀르키예	11.6	4.3	3.1	19.4	71.0	28.9
선진국	5.2	2.3	0.9	3.2	7.2	4.3
신흥국	6.9	3.8	4.0	4.4	8.6	5.8
전세계	6.2	3.2	2.7	3.9	8.0	5.2

기준금리 전망

선진국

	2022-09-12	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	2.33	4.25	3.95	4.25	4.00
유로통화권	0.75	2.25	2.25	2.25	2.25
일본	0.00	-0.1	0.02	-0.1	0.09
영국	1.75	3.75	4.06	3.75	4.43

신흥국

	2022-09-05	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
인도	5.40	6.10	5.95	6.10	6.05
브라질	13.75	13.75	13.85	11.50	13.30
러시아	8.00	7.00	7.40	6.00	6.75

장기금리 전망

2년물 채권수익률

	2022-09-12	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	3.54	3.4/3.6	3.59	3.4/3.6	3.52
독일	1.36	1.2/1.4	1.48	1.2/1.4	1.48
일본	-0.07	-0.10/0	-0.05	-0.10/0	-0.06
영국	3.04	2.7/2.9	2.99	2.7/.2.9	3.02

10년물 채권수익률

	2022-09-12	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	3.30	3.1/3.3	3.35	3.1/3.3	3.36
독일	1.70	1.8/2.0	1.81	1.8/2.0	1.85
일본	0.25	0.1/0.3	0.35	0.1/0.3	0.42
영국	3.10	2.9/3.1	3.21	2.9/3.1	3.27

통화 전망

	2022-09-02	Amundi 2022년 4분기	컨센서스 2022년 4분기	Amundi 2023년 2분기	컨센서스 2023년 2분기
EUR/USD	1.00	0.94	1.00	1.03	1.05
USD/JPY	140	135	135	126	128
EUR/GBP	0.86	0.85	0.85	0.86	0.86
EUR/CHF	0.98	0.93	0.97	0.99	1.00
EUR/NOK	9.97	9.70	9.80	9.48	9.70

	2022-09-02	Amundi 2022년 4분기	컨센서스 2022년 4분기	Amundi 2023년 2분기	컨센서스 2023년 2분기
EUR/SEK	10.74	10.49	10.55	10.42	10.30
USD/CAD	1.31	1.35	1.30	1.26	1.27
AUD/USD	0.68	0.66	0.70	0.73	0.72
NZD/USD	0.61	0.59	0.62	0.63	0.64
USD/CNY	6.90	7.20	6.88	6.60	6.88

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

Themes in depth: Towards a new set of fiscal rules in Europe: an investor view (25-07-2022)

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

Themes at a glance: Towards new fiscal rules in Europe (25-07-2022)

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

THEMATIC PAPERS PORTFOLIO STRATEGY



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 Éric, Senior Advisor - Amundi Institute

Advanced Investment Phazer: a guide to dynamic asset allocation (01-09-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - CESARINI Federico, Head of DM FX - Cross Asset Strategist - Amundi Institute - DI SILVIO Silvia, Cross Asset Research Macro - Amundi Institute

COMPASS



How to overhaul Europe's outdated budget rules (31-08-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

Mind the lag: recession fears flare too fast (16-08-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

INSIGHTS PAPERS



Insurers' buy and maintain portfolios and sustainable investment (05-07-2022)

DAUPHINE Gilles, Head of Credit and Insurance Business - Fixed Income - MUNERA Romain, Head of Buy & Maintain - MULLER Raphael, Head of Buy and Maintain third party client

ESG journey is set to accelerate in credit markets (20-06-2022)

D'ORSAY Amaury, Head of Fixed Income - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income - de FAY Alban, Head of Fixed Income SRI processes and Credit Portfolio Manager - Vannier Hubert, CFA, Head of Secured Assets

INVESTMENT TALKS



July 26-27 FOMC Review: Maintaining a Hawkish Course (29-07-2022)

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Pares, Director of Fixed Income and Currency Strategy - USARDI Annalisa, Cross Asset Research, Senior Macro Strategist Amundi Institute

ECB meeting: larger-than-expected rate hike, with new fragmentation tool outlined (22-07-2022)

BOROWSKI Didier, Head of Global Views - Amundi Institute - CESARINI Federico, Head of DM FX - Cross Asset Strategist - Amundi Institute - VIC-PHILIPPE Isabelle, Head of Euro Aggregate - With the contribution of BOIRAL Hervé, Head of Euro Credit

Italy swimming in uncertain waters as PM Draghi resigns (22-07-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - USARDI Annalisa, Senior Macro Strategist - Cross Asset Research - Amundi Institute - MARASCIULO Cosimo, Head of Fixed Income Absolute Return

UK Leadership Change: Economic and market implications (11-07-2022)

BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Amundi Institute - MORRIS Chris, Senior Portfolio Manager; Head of Global Bonds Strategy - CESARINI Federico, Head of DM FX, Cross Asset Strategist

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

WORKING PAPERS



Precautionary Liquidity and Retirement Saving (25-07-2022)

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center, Amundi Institute - POTERBA James, Massachusetts Institute of Technology and NBER - SZAFARZ Ariane, Université Libre de Bruxelles (ULB), CEBRIG & CERMI

Credit Factor Investing with Machine Learning techniques (01-07-2022)

CHERIEF Amina - BEN SLIMANE Mohamed, Quantitative Research, Amundi Institute - DUMAS Jean-Marie, Head of Fixed Income Solutions - FREDJ Hamza, Fixed Income Solutions Portfolio Manager

Monitoring Narratives: an Application to the Equity Market (07-04-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman of Amundi Institute - BEN SLIMANE Mohamed, CHERIEF Amina, LE GUENEDAL Théo, SEKINE Takaya, STAGNOL Lauren, Quantitative Research, Amundi Institute

Multi-Period Portfolio Optimization and Application to Portfolio Decarbonization (06-04-2022)

LEZMI Edmond - RONCALLI Thierry - XU Jiali, Quantitative Research, Amundi Institute

INVESTMENT OUTLOOK



H2 2022 Investment Outlook - Life above zero: investors' journey at a time of rising rates (01-07-2022)

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

ASSET CLASS VIEWS



Asset Class Return Forecasts - Q3 2022 (08-08-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions - KIM MOON Jung Hun, CFA, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

Asset Classes Views annual edition 2022: Keeping up with climate change (25-03-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions - KIM MOON Jung Hun, CFA, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

DISCUSSION PAPERS



The embarrassing legacy of financial capitalism: implications for investors (09-06-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

The myth of the fiscal free lunch: beware of the trap. An investor's viewpoint (02-06-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

ESG THEMA



ESG Thema #10 - There is no place like Earth: How investors can address biodiversity loss (6-07-2022)

MINTON Molly, ESG Analyst, Apparel and Consumer products - FOLL Julien, ESG 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 Real Estate
Fixed Income Yield Asset
Strategies Allocation

중요 정보

본 문서는 정보 제공의 목적으로만 제공됩니다.

본 문서는 매도 제안, 매수 제안 권고, 어떠한 증권, 상품, 서비스의 추천으로 구성되지는 않는다. 언급된 어떠한 증권, 상품, 서비스도 독자의 관할지역에서 관계 당국에 판매 목적으로 등록되어 있지 않으며, 독자의 관할지역에서 어떠한 정부나 유사한 관계 당국에 의해 규제되거나 감독되지 않을 수 있다.

본 문서에 포함된 정보는 독자의 내부적 용도에만 사용될 수 있으며, 어떠한 형태로도 재생산되거나 재배포 될 수 없고, 어떠한 금융상품, 제품, 지표를 구성하는 자료로도 사용될 수 없다.

또한, 본 문서의 어떠한 내용도 세금, 법률, 투자의 자문을 제공하려는 의도가 없다.

별도로 언급하지 않는 한, 본 문서에 포함된 모든 정보의 출처는 Amundi Asset Management SAS이며 2022년 9월 2일 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 예시로서 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: 2022년 9월 12일

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 - Stephen Simpson

대표 편집인

BLANQUÉ Pascal, *Chairman of Amundi Institute*

편집인

DEFEND Monica, *Head of Amundi Institute*

Amundi Institute 기여자

- AINOUZ Valentine, *Deputy Head of Developed Markets Strategy Research, 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*
- DI SILVIO Silvia, *Cross Asset Research Macro Strategist*
- DROZDZIK Patryk, *Senior EM Macro Strategist*
- GEORGES Delphine, *Senior Fixed Income Research Strategist*

Amundi Investment Platforms 기여자

- LEMONNIER Patrice, *Head of EM Equity*
- MC CONWAY Nick, *Head of Asia ex-Japan Equity*

Amundi Investment Insights 기여자

- BERTINO Claudia, *Head of Amundi Investment Insights & Publishing*
- 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*
- MIJOT Éric, *Head of Developed markets Strategy Research*
- PANELLI Francesca, *Investment Insights and Client Division Specialist*
- PORTELLI Lorenzo, *Head of Cross Asset Research*
- TONIATO Joao, *Senior Equity Research Strategist*
- USARDI Annalisa, *Cross Asset Research Senior Macro Strategist*
- VARTANESYAN Sosi, *Senior Sovereign Analyst*

- DHINGRA Ujjwal, *Investment Insights and Client Division Specialist*
- FIOROT Laura, *Head of Investment Insights & Client Division*