Institute

제02호
2023월 2월

CROSS ASSET
투자전략

CIO 견해
중국에 포커스를 두면서, 시장 로테이션에 플레이할 것

AMUNDI INSTITUTE
왜 인플레이션이 예상보다 빠르게 떨어질 수 있으며, 그러할 경우 어떻게 될까?

Confidence must be earned
Amundi
ASSET MANAGEMENT

제02호 - 2023년 2월

차례

글로벌 투자견해

CIO 견해

중국에 포커스를 두면서, 시장 로테이션에 플레이할 것 p. 3

경제적 수치가 온건하게 개선되었음에도 불구하고 경제성장, 인플레이션, 기업이익에 대한 불확실성이 지속되고 있다. 이러한 추이는 액티브하고 적절한 투자분산을 유지할 필요성을 부각시키고 있다. 주식의 경우, 투자자는 신중한 포지션을 유지하고 중국을 선호하면서 로테이션에 플레이하는 것을 고려하지만, 선진국(미국, 일본)에 대한 신중한 포지션을 늘렸다. 유럽의 밸류에이션도 매력적으로 보이지만 우리는 이 종목에 방어적인 포지션을 취한다. 채권(fixed income)의 경우, 미국 국채는 포트폴리오를 보호하는 데에 도움을 줄 수도 있지만, 기업 채무불이행 전망은 악화될 수 있다. 이러한 상황을 감안하여, 우리는 (HY에 대비하여) 고퀄리티의 IG와 일부 신흥국 종목을 선호한다. 전반적으로, 시장의 일부 분야는 조정을 겪을 수 있고 향후에 기회를 제공할 수 있기 때문에 우리는 민첩하면서도 방어적인 포지션을 유지한다.

Amundi Institute

유럽중앙은행이 예상보다 더 강력하게 매파적으로 된다면? p. 4

유로통화권의 2023년 인플레이션 전망은 유럽중앙은행의 통화정책보다는 에너지 변동성 및 공급망 병목현상과 더욱 긴밀하게 연계되어 있다.

멀티애셋

경기사이클 분화에서 혜택을 추구해야 하지만, 방어적 포지션을 유지할 것 p. 5

전반기 미국의 수익성 리세션과 관련된 우려로 인해서 우리는 신중한 포지션을 취하고 투자분산을 강화한다.

채권

크레딧에 포커스를 두지만, 퀄리티를 최전선에 둘 것 p. 6

"채권이 돌아왔다"라는 시장 테마에서 IG 크레딧에 플레이할 것. 하지만 HY에 신중한 포지션을 유지한다

주식

랠리 이후에 가격으로 반영된 지나친 낙관주의 p. 7

기업이익 성장이 저조할 것으로 추정됨에도 불구하고, 우리는 여전히 그 하락세에 놀랄 수 있다. 따라서, 우리는 신중한 포지션을 취하고 지속 가능한 마진을 내는 기업의 주식을 모색한다.

이번 달의 토픽

왜 인플레이션이 예상보다 빠르게 떨어질 수 있으며, 그러할 경우 어떻게 될까? p. 8

높은 인플레이션이 지금까지는 선진국 경제에서 임금·물가의 상승 악순환을 초래하지는 않았다. 통화정책 긴축화는 기대인플레이션을 억제했으며, 이와 같은 지속적이고 단호한 견지는 인플레이션을 끌어내릴 것으로 보이며, 인플레이션이 하락하는 속도는 예상보다 더 빠르게 진행될 가능성도 있다.

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. 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

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

CIO 견해

중국에 포커스를 두면서, 시장 로테이션에 플레이할 것

Vincent MORTIER,
Group Chief Investment Officer

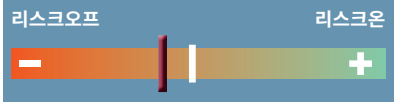
Matteo GERMANO,
Deputy Group Chief Investment Office

시장은 그 포커스를 인플레이션에서 성장으로 전환하고 있으며, 붕괴적인 경제상황의 전망을 경미하게 낮추면서 중국에 대한 낙관적 견해를 증가시키고 있다. 이러한 전환은 강력한 로테이션을 생성시키고 있다 - 중국과 신흥국의 아웃퍼포먼스가 가장 눈에 띄는 추세였으며, 미국 달러화 강세의 반전이 그 뒤를 잇고 있다. 유럽에는 방어주 종목에 대비하여 경기민감주가 선호되는 반면에, 미국에서는 연준의 공격적 긴축 기조의 줄어들 것에 대한 기대감이 기술주를 떠받히는 상황에서 시장내 로테이션도 현실화되었다. 향후에는 (1) 인플레이션/경제성장 밸런스, (2) 중앙은행(CB) 결정, (3) 달러화 약세, (4) 기업이익의 궤적이라는 4가지 테마가 투자에서 핵심적 사안이 될 것이다. 성장 및 기업이익과 관련된 모든 부정적인 서프라이즈는 시장을 하락세로 견인할 수 있는 반면에, 현재의 밸류에이션 수준에서 상방으로 이끌 수 있는 단기적인 유발요인도 있지 않다. 이러한 상황은 방어적인 자산배분을 요구하지만, 투자자는 다음과 같이 로테이션에 플레이해야 할 것이다.

- **신중한 리스크 견지를 유지하지만, 지역별 선호도를 재조정한다.** 우리는 이제 선진국 시장(DM)보다 중국 주식에 대해 건설적 포지션을 늘렸으며, 선진국에 대해서는 신중한 포지션을 취하면서 시가총액에 더욱 부합되도록 (유럽 주식에 부정적 견해를 줄이면서) 조정했다. 크로스애셋 관점에서 우리는 국채가 포트폴리오 보호의 이점을 유지하고 있다고 믿고 있기 때문에 듀레이션에 경미하게 긍정적 포지션을 취한다. 우리는 하이일드 크레딧에 대한 신중한 포지션을 늘리고 있으며, 석유 및 금과 같은 원자재를 통해 투자분산에 대한 포커스도 유지한다.
- 채권(FI)의 경우, 듀레이션의 액티브한 관리가 핵심적이다. 인플레이션과 정책금리에 대한 기대감이 하향 움직임을 보이고 있는 채권수익률에서 가장 빠르게 나타나고 있으며, 이는 미국 듀레이션에 대한 우리의 기존 긍정적인 견해와 유럽 핵심국에 대한 경미하게 신중한 견지를 떠받힌다. 성장에 대한 단기적인 우려는 건설적이지만, 인플레이션이 여전히 높기 때문에 우리는 이를 당연한 것을 간주하는 것을 권장하지는 않는다. 중앙은행은 인플레이션, 특히 고착적인 특성을 보이는 서비스 인플레이션을 잡으려는 의지가 단호하며, 이에 따라서 액티브한 견지가 요구된다. 반면에, 일본은행은 마이너스 금리정책을 종료하고 2023년 인플레이션 예측에 따라 금리인상으로 이어질 가능성이 크며, 따라서 우리는 이제 일본국채에 신중한 견해를 취한다.
- "채권이 돌아왔다"라는 테마를 바탕으로 선별적 접근방식으로 크레딧에 플레이한다. 제한적인 리파이낸싱 수요와 자체적인 보유현금의 높은 활용도로 인해서 기업 크레딧에 대한 통화정책 긴축화의 영향은 지금까지는 제한적이었다. 내부 보유현금의 높은 활용도가 여태까지는 스프레드를 떠받혔지만, 1년전과 비교하여 유동성의 악화도 유발되었으며, 특히 CCC 등급의 크레딧 발행사의 경우에 더욱 그러하다. 향후에는 금리 상승과 낮은 경제성장이 저등급의 HY 발행사에 더욱 크게 영향을 주게 될 것이다. 따라서, 우리는 HY에 대비하여 IG를 계속 선호한다. 지역별 관점에서는 유럽 IG 스프레드의 경우 역사적 수준과 비교하여 더 저렴한 반면에, 미국 IG은 전혀 그렇지 아니하다.
- 선진국 주식의 경우, 투자자는 개별 회사별 수준에서 기업이익 회복탄력성에 더 커다랗게 포커스를 두어야 할 것이다. 거시경제적 환경과 통화역동성의 높아질 것으로 보이는 예상은 미국과 일본에 대한 신중한 견지를 증가시키는 것을 요구하는 반면에, 유럽 경제전망의 개선은 유럽 지역에 대한 부정적 견해를 낮추는 것을 뒷받침하고 있다. 하지만, 시장이 상정하고 있는 긍정적 시나리오는 지정학적 리스크나 예상보다 강화되는 중앙은행의 매파적 견지로 인해 쉽게 악화될 수 있다. 한 해의 연초에 나타나는 데이터가 해당 연도의 나머지 기간 동안의 수익률에 대한 좋은 지표가 종종 되지는 않는다는 사실도 역시 언급되어야 할 것이다. 이번 분기의 기업실적 발표가 올해 전반기에 대한 더욱 명확한 그림을 제공할 것이다.
- 중국을 시작으로 신흥국에서 기회가 부상할 수 있다. 중국은 신속한 경제 리오프닝을 계속하고 주택 시장을 떠받히고 있으며, 우리가 중국의 성장전망도 상향 수정함에 따라 중국에 대해 건설적인 포지션을 유지한다. 이는 중국과 강력한 교역의 유대관계를 가진 국가에게 긍정적인 트리클다운 효과(trickle-down effect)를 가져다줄 것이다. 신흥국 채권의 경우, USD 추이, 신흥국-선진국 경제성장률 차이 및 밸류에이션이 시장분위기의 동인 중에서 핵심적이다.

전반적으로, 일부 분야에서 조정을 겪었던 기업이익 전망을 시장이 재평가함에 따라 우리는 리스크가 높아진 국면으로 접어들고 있지만, 향후 수주 동안에는 포트폴리오에 리스크를 추가할 일부 기회가 부상할 수 있다. 중요한 점은 심지어 '경기연착륙' 시나리에서도 기업이익 리세션이 나타날 수 있다는 사실이다. **따라서 현 국면에서는 민첩성의 필요성이 핵심적이며, 지금은 신중한 포지션으로의 틸팅을 가지야 한다.**

전반적인 리스크 분위기



침체된 기업이익과 경제적 환경은 신중하면서도 적절한 투자분산의 접근방식을 요구한다.

이전 달 대비의 변화

- 크로스애셋: 선진국 주식과 유럽연합 HY 크레딧에 전반적으로 신중한 포지션 증가시킴, 석유에 긍정적 포지션.
- 주식: 미국, 일본에 대한 포지션 하향 수정, 중국에 긍정적 포지션.
- 채권(FI): 유럽연합 핵심국 국채에 신중한 포지션, 신흥국 채권에 경미하게 긍정적 포지션.

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

AMUNDI INSTITUTE

유럽중앙은행이 예상보다 더 강력하게 매파적으로 된다면?

Monica DEFEND
Head of Amundi Institute

Annalisa USARDI, CFA
Senior Economist, Amundi Institute

유로통화권 2023년 인플레이션 전망은 유럽중앙은행의 통화정책보다는 에너지 변동성 및 공급망 병목현상과 더욱 긴밀하게 연계되어 있다

현재의 경제평가

이번 겨울 동안에 지금까지 예상보다 나은 경제활동을 나타내는 데이터를 감안하여 우리는 최근에 유로통화권(EZ)에 대한 경제전망을 상향 수정했다. 가스 시장의 최근 상황전개와 천연가스 재고율은 에너지 배급제의 테일리스크를 제거하는 데에 도움이 되었다. 에너지 가격의 하락, 효과적인 국가별 재정지원, 예상보다 이른 중국의 리오프닝 관련 뉴스도 시장 분위기를 향상시켰다. 이번 겨울의 경기침체가 우려했던 것보다는 보다 얕은 것으로 판명될 가능성이 높더라도, 우리는 향후에도 유로통화권 경제에는 악재가 지속될 것이라고 생각한다. 특히, 타이트한 통화조건이 심화되어 실물경제로 전이되는 경우에는 2023년 전체 기간 동안에 경제성장의 침체로 이어질 수 있다.

매파적 유럽중앙은행 시뮬레이션: 유럽중앙은행이 정책금리를 4% 이상으로 인상하는 경우

헤드라인 인플레이션은 유로통화권 및 글로벌적으로 완화되는 징후가 나타나는 반면에, 근원 인플레이션은 고착된 상태를 보이면서 상향 추이를 유지하고 있으며, 이는 이전에 유럽 경제를 타격을 주었던 공급충격이 아직까지는 완전히 제거되지 않았음을 보여주고 있다. 이러한 상황은 유럽중앙은행의 매파적 접근방식을 뒷받침하며, 우리의 견해로는 현 국면에서 일부 상방 리스크도 동반하고 있다. 이러한 사실에 유의하면서, 우리는 금리 상승의 함의와 유럽중앙은행의 인플레이션과 경제성장에 대한 장기적인 긴축정책에 대한 시뮬레이션을 수행했다.

핵심적 가정은 성장 및 인플레이션 모두에서 예상보다 회복탄력성이 높을 것이라는 점이다

유럽중앙은행이 4%의 수신금리를 고수하기 위해서는 2023년의 경제조건이 성장 및 인플레이션 모두에서 2022년 4분기와 2023년 1분기(우리는 이 분기에 대해서는 온건한 역성장만을 가정하고 있음)에 대한 기본 시나리오들보다 높은 회복탄력성을 나타내야 한다고 우리는 가정하고 있다. 이와 동시에, 우리는 협상 임금의 상승뿐만이 아니라 새로운 공석 채용의 임금 급상승으로 인해서 올해 전반기 동안에 근로보수가 계속 강세를 보일 것으로 가정한다. 이러한 상황은 지속적으로 타이트한 노동시장의 결과일 수도 있으며, 이에 따른 2차 효과 및 인플레이션 지속성에 대한 우려를 정책입안자들에게 유발할 수도 있다.

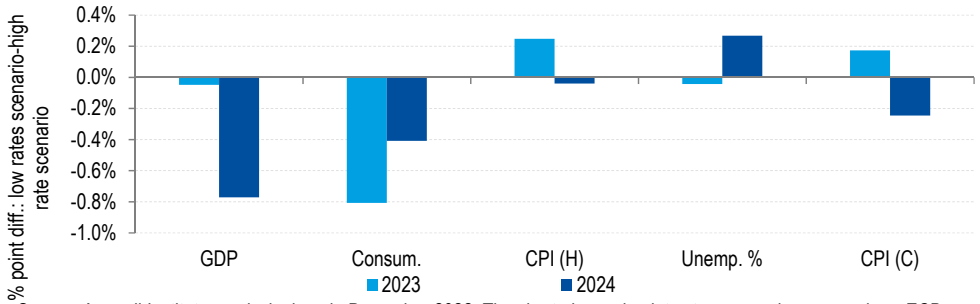
코어 인플레이션의 고착화는 유럽중앙은행이 통화정책을 공격적으로 긴축화하고, 이에 대해 시장이 반응하는 것으로 이어지고 있다. 유로통화권 전체 국가들에 걸쳐서 비금융 기업에 대한 대출비용의 분산율은 크게 확대되었으며, 파편화 리스크가 증가하고 있다. 유의할 점은, 원자재, 석유, 가스, 글로벌 경제성장률 및 정부지출에 대한 시나리오는 기본 시나리오와 비교하여 변경되지 않았다는 사실이다.

경제에 대한 함의

이러한 맥락에서, 우리의 시뮬레이션은 2023년 하반기부터 장기화된 약세를 나타낼 것이라고 가리키고 있으며, 우리는 2023년 하반기에 심각한 경제역성장이 있고 2024년에 진입하면서 불확실한 상황전개가 뒤따를 것으로 예상한다. 전반적으로 이것은 훨씬 더 약한 경제성장으로 전이되며, 특히 2024년에 그러할 것이다. 근원 인플레이션(현재 정점에서 온건해짐)이 비록 하향세를 보이고는 있지만 다소 고착화된 상태를 유지하고 있음을 감안하는 경우, 우리는 이러한 약세의 경제성장이 통화정책 긴축화의 효과, 재정지원의 철회, 지속적인 생활비 스트레스가 결합된 결과일 것이라고 믿고 있다. 간단히 말해서, 이러한 상황전개는 "정책실수"로 해석될 수 있는 사태와 유사할 것이다 - 긴축화 정책은 GDP, 고용, 소득, 투자에 부정적인 영향을 끼침에도 불구하고 예측 기간 동안에 (유럽중앙은행의 물가목표수치로) 인플레이션이 통제되는 현격한 진전으로 이어지지는 않는다.

이를 또 다른 각도에서 살펴보면, 애초에 인플레이션 급상승을 유발했던 충격의 본질(공급 측면, 즉 공급망 병목현상, 에너지 가격 급성승)이 완전히 해소되지 않았음을 감안하면 올해 인플레이션 측면에서 성취하는 진전이 통화정책에 크게 의존하지 않을 것이라는 것을 인정하는 것과 같다. 하지만, 우리는 임금 상승의 역동성과 물가와 연동된 임금의 움직임, 코어 인플레이션의 고착성 및 범위, 공급측면의 병목현상, 에너지 및 식품의 비용 등의 핵심 유발요인과 리스크를 모니터링하고 있다.

유럽중앙은행 매파적 견지의 경제에 대한 영향



Source: Amundi Institute, analysis done in December 2022. The chart above simulates two scenarios – one where ECB rates (deposit facility) are close to 3-3.25% and another where interest rates are close to 4% – and their effects on economic parameters such as GDP, consumption, CPI headline, unemployment rate and CPI core.

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

멀티애셋

경기사이클 분화에서 혜택을 추구해야 하지만, 방어적 포지션을 유지할 것

Francesco SANDRINI,
Head of Multi-Asset Strategies

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

전반기 미국의 수익성 리세션과 관련된 우려로 인해서 우리는 신중한 포지션을 취하고 투자분산을 강화한다

우리는 기존의 경제둔화의 시나리오를 고수하지만, 글로벌 기업이익, 인플레이션, 통화정책과 관련된 급변하는 경제환경도 인지하고 있다. **하지만, 우리는 중국에서 코로나 정책의 변화, 개별적 지역의 강세 부각 등으로 인해서 나타나는 경기사이클 분화에 주목하고 있다.** 이는 최근의 시장 분위기 측면의 향상에서도 기인하지만, 주로 미국 달러화 약세와 중앙은행의 금리인상 속도의 변화에서 비롯된 결과이다. 하지만, 글로벌 수준에서 펀더멘탈의 향상되고 있다는 징후는 아직 보이지 않는다. **따라서 우리는 위험자산에 신중한 포지션을 유지하며, 투자자는 시장 로테이션을 혜택을 추구하는 것을 고려해야 한다고 권고한다.** 또한, 현 시점은 석유와 같은 원자재를 통해 포트폴리오 투자분산을 개선해야 할 시기이다.

투자확신감이 높은 아이디어

우리는 선진국 주식에 대한 신중한 포지션을 늘렸으며, 이는 주로 미국 및 일본 주식을 통해서 이루어졌다. 미국 주식의 경우, 이번 분기별 실적발표는 마진과 수익성에 대한 가이던스를 낮추도록 만들었다. 또한, 리스크 견해에 보다 부합하도록 지역별 견지를 유지하려는 우리의 선호도를 반영하여 우리는 유럽에 대한 기존의 방어적인 견지를 줄였다. 우리는 유럽의 기업이익과 밸류에이션이 미국과 비교하여 어떻게 진화하는 지를 평가하고 있다. 더 높아진 스태그플레이션적 충격의 가능성으로 인해서 우리는 당분간 유로통화권에 대비하여 미국의 선호하며, 미국 내에서는 대형주에 대비하여 소형주를 선호한다. 신흥국의 경우, 중국이 제로 코로나 정책을 종료하고 투자자 유입과 관련된 기대감이 상승됨에 따라 우리는 중국 주식에 대해서 상향 조정했다.

우리는 10년물 미국 재무성증권(UST)를 통해 듀레이션에 대해 경미하게 건축적인 견지를 유지한다. 10년물 미국 재무성증권은 연준의 금리인상 폭의 감소, 인플레이션 하락, 약세의 경제전망에서 수혜를 누릴 것이다. 밸류에이션도 매력적인 것으로 보인다. 그 외의 경우, 우리는 이제 일본국채에 방어적 포지션을 취한다. 우리는 일본은행(BoJ)이 높은 인플레이션에 대처하기 위해서 올해 전반기에 수익률곡선통제(YCC) 정책을 포기할 가능성이 크다고 생각한다. 캐나다의 경우, 우리의 2-10 년물 스왑곡선이 스티프닝 한다는 기존 견해가 유지된다. 이 캐나다 스왑곡선은 해당 만기 세그먼트에서 가장 역전된 금리를 보이고 있으며, 최강의 불스티프팅 잠재력을 가지고 있다. 유럽의 경우, 우리는 회복탄력성을 보여주고 있는 10년물 이탈리아국채-독일국채 스프레드에 긍정적 포지션을 유지한다. 외국투자자 유입이 이탈리아국채 시장의 동인으로 차지하는 비중이 이전보다 낮아졌다.

크레딧 시장의 리스크는 지속되고 있고 우리는 경제성장이 둔화될 것으로 예상한다. 우리는 미국 IG의 밸류에이션이 공정가치에 근접해 있다고 생각하며, 이제 중립적 포지션을 취한다. 유럽의 경우 HY 전망이 악화했으며, 우리는 이제 이전보다는 유럽 HY에 신중한 포지션을 늘렸다. 랠리는 너무 과도하게 나갔으며, 그 가격은 우리의 기대기업이익과 기대성장률의 예상에 부합되지 않는다.

FX의 경우, 일본 엔화의 안전자산처의 지위와 일본은행의 정책 변화에서 수혜를 입을 것이기 때문에 우리는 EUR/JPY에 기존의 신중한 견지를 유지한다. 또한, 우리는 USD와 CHF에 대비하여 GBP에 방어적 포지션을 취한다. 영국의 상대적으로 약세인 경제성장은 경기민감성이 높은 파운드화에 악재이다. 그리고, NOK도 CAD(경기민감성이 높은 FX)에 대비하여 계속 좋은 퍼포먼스를 보일 것이다. 신흥국의 경우, BRL/USD은 긍정적인 국내 매크로 상황, 미국 연준의 공격적 긴축의 완화에서 수혜를 누릴 가능성이 크지만, 우리는 브라질 국내 정치의 진화에 대해서 모니터링하고 있다.

리스크 및 헤징

석유는 구조적 불균형에서 수혜를 누릴 것이고 (미국, 사우디아라비아, 이스라엘과 긴장관계를 발생시키는) 이란과 관련된 리스크에 대처하는 안전자산이기 때문에 **투자자는 석유를 통해서 투자분산 견지의 향상을 고려해야 할 것이다.** 이와 유사하게, 금도 예상보다 심각한 리세션을 촉발하는 스트레스의 시기에 투자분산 및 보호를 제공한다. 또한, 우리는 1분기의 잠재적인 펀더멘탈 약세에서 보호하기 위해서 주식과 HY 크레딧 투자공간에서 금융 헤지가 유지되어야 한다고 생각한다.

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 크로스애셋 평가를 나타낸다. 전망, 전망의 변화, 자산종목 평가 대한 견해는 기대 방향(+/-)과 투자확신의 강도(+/++/+++)를 반영하고 있다. 본 평가는 변경될 수 있으며, 헤징 컴포넌트의 영향을 포함하고 있다.

FX = 외환, IG = 투자등급, HY = 하이일드, CB = 중앙은행, BTP = 이탈리아 국채.

*우리는 전반적으로 주식에 대한 신중한 포지션을 늘렸으며, '-' 하나의 기대 강도에서 낮은 측에 있다는 견지를 취한다.

**우리는 전반적으로 크레딧과 신흥국 채권에 중립적 포지션을 취하는 반면에, 유로 HY에 대해서는 신중한 포지션을 증가시키는 방향으로 움직였다.

***우리는 지난 달에 비교하여 석유와 관련하여 강도를 높였지만, 전반적인 견지는 '+' 하나의 기대강도를 유지한다.

채권

크레딧에 포커스를 두지만, 퀄리티를 최전선에 둘 것

Amaury D'ORSAY,
Head of Fixed Income

Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets

Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

"채권이 돌아왔다"라는 시장 테마에서 IG 크레딧에 플레이할 것. 하지만 HY에 신중한 포지션을 유지한다

중앙은행들은 인플레이션에 대해 우려하고 있으며, 자신의 신뢰성을 상실할 리스크도 동반하고 있다. 그 결과, 중앙은행들은 아직까지는 비둘기파로의 입장 전환을 주저하고 있다. 반면에, 시장은 금리인상이 최종 소비에 미치는 영향에 대해 우려하고 있으며, 이는 결국 기업의 수익성과 캐시 플로우에 영향을 미칠 수 있기 때문이다. **기업들은 코로나19 위기 이후에 재무제표를 보완했지만, 이제는 자금조달 비용과 에너지 가격의 상승 및 일부의 경우에는 노동비용의 상승(미국)이라는 일련의 도전에 직면하고 있다.** 최근년 동안에 기업의 펀더멘탈이 개선되었기 때문에 투자등급의 투자공간이 유리하게 포지셔닝 되어 있다고 생각되는 반면에, 채무불이행(부도) 전망이 가까운 미래에 악화될 수 있기 때문에 하이일드에는 리스크가 있다. 따라서, 전반적으로 경계 태세를 유지하는 접근방식과 더불어서 우리는 선별적인 포지션을 유지하며, HY에 대비하여 IG에 대한 선호를 유지한다. 또한, 미국 달러화의 약세를 감안하면 신흥국 채권에 일부 기회가 존재한다.

글로벌 및 유럽 채권(fixed income)

우리는 (유럽 핵심국 및 일본의) 듀레이션에 대한 경미하게 신중한 기존의 견지를 유지하지만(미국에는 중립적 포지션), 인플레이션, 통화정책 및 이에 따라 조정되는 수익률 움직임 역동성에 경계 태세의 포지션을 취한다. 주변국 채권의 경우, 우리의 견지는 중립에 가깝지만 모든 불일치를 포착하기 위해서 지역별로 수익률곡선을 평가하고 있다. **선진국 세계 전체에 걸친 경제활동의 수준이 상방으로 치우치는 서프라이즈를 보였으며 이는 기업 크레딧에 긍정적인 요인이다.** 하지만, 이러한 상황이 어느 정도 개선될 것인가는 의문으로 남아있으며, 이는 우리가 기업 크레딧의 퀄리티와 채무불이행률(부도율)을 모니터링하게 만든다. 따라서, 우리는 선별적인 포지션을 취하며, 경미하게 건설적인 견지와 HY에 비교하여 IG에 대한 선호를 유지한다. 또한, 우리는 유럽연합 IG가 매력적이라고 믿고 있지만, 고유리스크에 기반한 엄격한 선별 프로세스를 준수한다. 특히, 우리는 후순위금융채 및 정부보증채를 선호한다.

미국 채권(fixed income)

미국 코어 인플레이션은 헤드라인 인플레이션보다 고착성이 높은 상태이며, 임금 상승도 연준의 장기적 인플레이션에 대한 목표수치에 부합되는 수준보다는 더 높게 유지되고 있다. **따라서, 이와 관련된 정책의 시행과 '일시중단'(발생하는 경우)은 노동시장과 서비스 인플레이션의 진화에 의해 결정될 것이다.** 이로 인해서 우리는 듀레이션 견지를 액티브하게 관리하며, 현재 이와 관련하여 긍정적인 바이어스를 가지고 있다. 공금융기관 발행의 주택저당채권(agency mortgage)은 미국 국채와 대비하여 매력적인 장기적 가치를 제공하지만, 우리는 변화하는 밸류에이션과 양적긴축이 수익률에 어떻게 미치는 영향을 미치는 지를 모니터링하고 있다. 스프레드가 금리 변동성에 연계되어 있기 때문에, 현재로서 우리는 신중함을 유지한다. 기업 크레딧의 경우, 우리는 매우 선별적인 포지션을 취하면서 투자자는 스프레드 듀레이션을 제한해야 한다고 믿고 있다. 구체적으로, 우리는 HY에 대비하여 IG를, 산업채에 대비하여 금융채를 선호한다. 그럼에도 불구하고, 유동성은 우리에게 중요한 요인으로 유지되지만, 적어도 현 시점에서는 채권 발행사의 펀더멘탈이 견고해야 할 것이다.

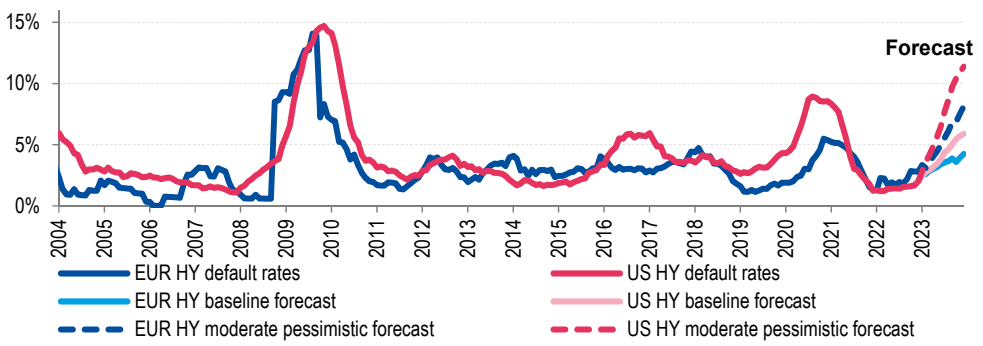
신흥국 채권

우리는 듀레이션에 경미하게 방어적인 포지션을 유지하는 반면에, **그 전망에 대해서는 경미하게 긍정적으로 유지한다.** 지난해 글로벌 채권수익률의 급상승 이후에 신흥국 채권은 매력적인 캐리를 제공하고 있다. 경화표시 신흥국 채권은 설득력 있는 진입포인트를 제공한다. 특히, 우리는 (원자재 수출국인) 브라질과 남아공의 채권을 선호한다. 우리가 중앙유럽 및 동유럽(CEE) 일부 국가들에서 상방 잠재력 여부를 모색함에 따라 **현지화표시 신흥국 채권과 FX는 USD가 잠재적으로 고점을 찍었다는 상황에서 수혜를 누릴 것으로 판단하고 있다.**

FX

자본 유출입이 잠재적인 반전될 수 있다는 우려로 인해서 우리는 이제 **USD 중립적 포지션**이지만, JPY와 NOK에 대해서는 건설적 포지션을 유지한다. USD 약세화는 일부 남미 FX에는 긍정적인 환경을 촉진할 수도 있으며, 이러한 통화 중에서 우리는 MXN과 BRL에 긍정적인 포지션이다. 아시아의 경우, 우리는 IDR와 THB를 선호하지만, TWD, PHP와 일부 동유럽 FX에 대해서는 방어적인 포지션이다.

미국 및 유럽의 HY 채무불이행 전망



Source: Amundi Institute, Moody's. Data as of 25 January 2023. Forecasts start from January 2023.

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

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

주식

랠리 이후에 가격으로 반영된 지나친 낙관주의

Kasper ELMGREEN,
Head of Equities

Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets

Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

기업이익 성장이 저조할 것으로 추정됨에도 불구하고, 우리는 여전히 그 하락세에 놀랄 수 있다. 따라서, 우리는 신중한 포지션을 취하고 지속 가능한 마진을 내는 기업의 주식을 모색한다

종합적 평가

가계구매력의 하락과 경제활동의 둔화라는 이중고는 기업이익과 마진에 압박을 생성하고 있다. 이러한 하향 추세는 당분간 계속될 가능성이 높지만, 다수의 기업 밸류에이션에는 이미 주가로 반영되어 있다. 이는 변동성과 수익률 분산(return dispersion)으로 이어져서 주식시장을 종목발굴의 장세로 만들었다. **따라서, 우리는 밸류에이션과 기업이익을 방어할 능력을 보유하고 부채 수준이 낮은 회사를 파악하는 데에 포커스를 둔다.** 이러한 기업들은 차입 비용의 상승을 견디고 자본을 조달할 필요성을 회피할 가능성이 더 높다. 전반적으로, 우리는 기업 마진에 경계 태세를 유지하며, 가치주, 퀄리티주, 고배당주 종목을 선호한다.

유럽 주식

우리는 고퀄리티주와 가치주의 선호를 결합하여 밸런스한 접근방식을 유지한다. 특히, 경기민감주(산업주)를 선호하지만, 최근의 랠리 이후에 이 종목을 상향 수정할 유혹을 느끼지는 않는다. 하지만 에너지 수급에서 과소투자의 문제가 지속되고 있기 때문에, 우리는 이 부문 주식의 상방 잠재력 여부를 모색하고 있다. 금융주의 경우, 금리인상으로 인해 이자 마진과 기업이익이 부양될 것이다. 견고한 재무제표와 밸류에이션을 감안하여 우리는 소매은행을 선호한다. 스펙트럼의 다른 끝에서는 방어주 종목 중 일부가 싼 것으로 보인다. **우리는 기업이익의 퀄리티에 포커스를 둘 뿐만이 아니라, 우리의 포트폴리오가 최종 소비자 시장에 대한 익스포져 분산을 어떻게 유지할 수 있는 지에 대해서도 평가하고 있다.** 필수소비재의 경우, 우리는 투입비용 상승을 판매에 영향을 주지 않으면서도 소비자에게 이를 전가시킬 수 있는 가격결정력을 보유하고 있는 기업을 선호한다. 이러한 기업들 다수의 재무제표는 금리상승의 시기에 방어막을 제공한다. 이와는 반대로, 우리는 유틸리티주, 기술주에 신중한 포지션을 취한다.

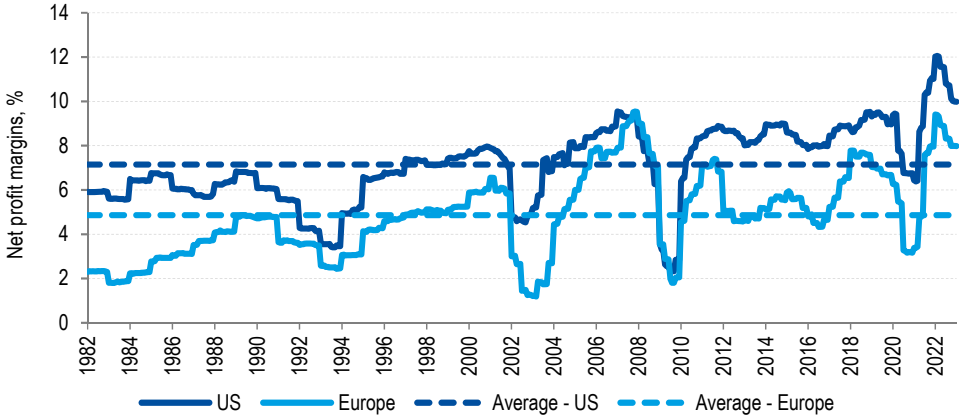
미국 주식

커다란 밸류에이션 이탈(valuation anomalies)이 시장에서 나타나고 있음에도 불구하고 현재의 기업이익 가이던스는 향후의 경기침체를 완전하게 반영하지 않고 있다. 이는 지난해의 USD 상승이 올해 1분기와 2분기 기업이익에 미칠 가능성이 큰 부정적인 영향과 기록적인 수준의 수익 마진과 결합하여 우리가 **대형주에 대해 매우 선별적이고 신중한 포지션을 취하도록 만들었다.** 반면에 경제환경이 결국에는 개선될 것이며, 우리는 그 시기와 (에너지와 은행을 넘어서) 어떤 부문에서 강세가 될 것인지에 대해 논의하고 있다. 경제환경의 계선에 대한 대응이 너무 이르거나 늦으면 수익률이 저하될 수 있다. 따라서, 우리는 액티브한 포지션을 유지하고 경기침체에서도 기업이익 성장을 이룰 수 있는 기업들을 모색하면서 점진적으로만 움직이고 있다. 우리는 은행주를 선호하지만, 우리에게는 신용 리스크가 핵심적 매개변수로 유지되고 있다. 스타일의 관점에서 우리는 **퀄리티주와 가치주를 선호하지만, 최근의 랠리 이후에는 경기민감주 종목의 매력도가 떨어지고 있음을 인지하고 있다.** 우리는 **수익성이 없는 성장주와 부실한 가치주를 피하며,** 필수소비재, 유틸리티, 부동산 부문은 매력적이지 않다고 믿고 있다.

신흥국 주식

이 자산종목은 중국의 예상보다 이른 리오프닝 및 매력적인 밸류에이션과 기업이익 기대감에 의해 떠받혀지고 있다. 하지만, 우리는 지정학적 긴장(우크라이나 전쟁, 중국/대만)과 일부 케이스의 경우에는 침체된 성장전망이라는 관점에서 선별적 포지션을 취한다. 우리는 코로나 정책변경이 유발한 반등에 플레이하면서 **중국에 건설적 포지션**으로 되고 있으며, 브라질에 대한 기존의 건설적 견해를 유지한다. 부문별 수준에서 우리는 경기소비재와 부동산에 긍정적 포지션을 취한다. 또한, 우리는 소재 부문에 대비하여 에너지 부문을 선호하지만, 의료건강 및 기술 반도체 부문의 종목에는 신중한 포지션을 유지한다.

기업 마진은 하락했지만, 아직은 장기적 평균을 상회하고 있다



Source: Amundi Institute, DataStream as of January 2023. DataStream indices above representing US and European markets.

이번 달의 토픽

왜 인플레이션이 예상보다 빠르게 떨어질 수 있으며, 그러할 경우 어떻게 될까?

높은 인플레이션이 지금까지는 선진국 경제에서 임금·물가의 상승 악순환을 초래하지는 않았다. 통화정책 긴축화는 기대인플레이션을 억제했으며, 이와 같은 지속적이고 단호한 견지는 인플레이션을 끌어내릴 것으로 보이며, 인플레이션이 하락하는 속도는 예상보다 더 빠르게 진행될 가능성도 있다.

Mahmood PRADHAN,
Head of Global Macroeconomics, Amundi Institute

Annalisa USARDI, CFA
Senior Economist, Amundi Institute

미국과 유럽 모두에서 인플레이션의 헤드라인 수치가 정점을 찍었고 하락세를 보이기 시작한다는 광범위한 컨센서스가 이제 형성되었다. 하지만 코어 인플레이션은, 특히 유럽(여전히 상승 중임)에서는, 중앙은행들이 충분히 안도하기에는 너무 높게 유지되고 있다. 우리의 중심 시나리오에서는 연준과 유럽중앙은행이 2023년 하반기까지 긴축을 계속하고 제약적인 정책기조를 유지할 것으로 보고 있다. 재정적 지원도 점진적으로 줄어들 예상과 맞물면서 이러한 긴축적 기조가 2023년 하반기에는 인플레이션 압박을 낮추고 인플레이션 하락세의 가속화로 이어질 것인가? 우리의 중심 시나리오와 비교하여 몇 가지 요인들이 인플레이션에 하방 압박을 가할 수 있다고 간주하고 있다.

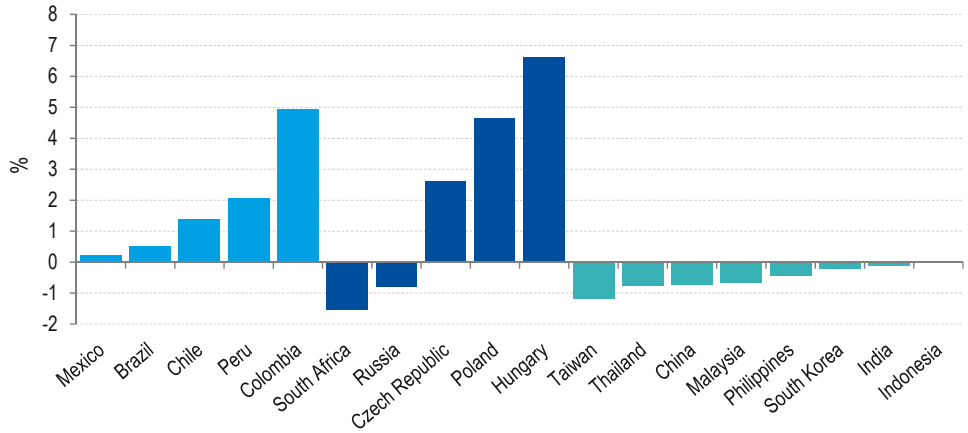
미국의 경우, 4.3%의 헤드라인 인플레이션을 상정한 우리의 중심 시나리오는 공식 예측치(연준의 금리전망 점도표 중위값)보다는 경미하게 약간 더 긍정적이며, 이는 2023년과 2024년의 성장전망이 공식 예측보다 더 침체될 것이고 2023년 하반기에 리세션의 가능성이 40%의 확률로 상대적으로 높을 것이라는 우리의 예상을 기반으로 하기 때문이다. 물가의 주요 컴포넌트 중에서, 상품의 물가는 예상했던 것보다 더 빠른 속도로 잦아들 것으로 보이며, 코어 인플레이션은 고착되어 높게 유지되면서 서비스 인플레이션과 거주비 컴포넌트는 점진적으로만 하락할 것이다. 그럼에도 불구하고, 헤드라인과 코어의 수치는 모두 최근에 결정적으로 변경되었다.

유럽의 경우, 우리는 에너지 가격의 하락이 계속되어 헤드라인 인플레이션에 커다란 하방 압박을 주지만, 코어 인플레이션은 높은 상태를 유지하고 매우 점진적으로 하락하여 올해 말에는 4% 약간 아래로만 떨어질 것으로 예상한다. 이러한 수치는 아직까지는 온건한 상태인 전반적인 임금 비용이 올해 및 내년에는 약 3.5%까지 계속 상승할 것이라는 우리의 예상을 반영하고 있다. 따라서, 코어 인플레이션이 확실하게 하향 추이가 나타날 때까지 통화정책입안자들은 단기적으로는 신중한 견지를 유지할 것이다.

신흥국의 인플레이션은 아직도 매우 높은 수준을 유지하고는 있고 국가별로 커다란 차이가 있지만 이미 정점을 쳤다. 원자재 가격의 상승에 의한 일부 상쇄가 발생함에도 불구하고 공급망이 계속 정상화됨에 따라, 모든 것을 감안할 때 중국의 리오프닝은 신흥국 인플레이션을 끌어내리게 될 것이다.

재정적 지원도 줄어듦에 따라 이러한 긴축적 기조는 2023년 하반기에는 인플레이션 압박을 낮추고 인플레이션 하락세의 가속화로 이어질 수 있다

1/ 중앙은행 물가목표치의 상단수치와 대비한 2023년 4분기 기대인플레이션에서 변화



Source: Amundi Institute, CEIC, Bloomberg. Data is as of 24 January 2023.

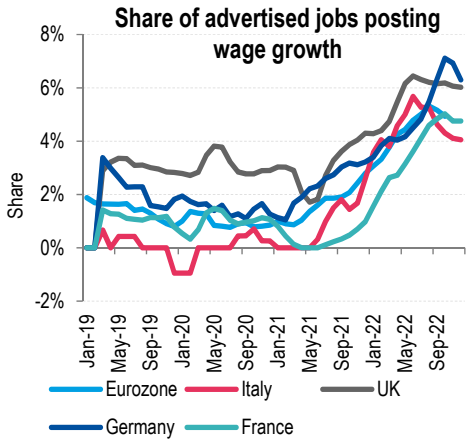
인플레이션이 왜 더 빠르게 떨어질 수 있는가?

1. **현 시기에는 임금·물가 악순환에 빠질 리스크가 낮아지고 있다.** 인플레이션이 상승한 이전의 수많은 사례에서 긴축적 통화정책으로 인해서 실질임금이 하락하고 기대인플레이션이 고착된 상태를 유지할 때에는 임금 상승이 가속화되지는 않았다. IMF의 최근 연구는 선진국에서 인플레이션이 상승하는 유사한 과거 22번의 사례에서 이러한 상황을 확인되고 있다. 노동시장으로부터 물가 상승의 악순환은 유발되지 않고 있는 현재의 인플레이션 상황은 유럽과 미국 모두에서 이와 유사한 특성을 나타내고 있다 – 즉, 명목임금의 플러스 인상에도 불구하고 실질임금은 하락하고 있지만 통화정책은 긴축적으로 유지될 것으로 예상된다. 노동 시장의 압박이 더 극심했던 미국의 경우에는 평균 소득은 이미 완화되고 있으며 고용주들이 광고된 일자리 제안에 대해 (기존 일자리에 대한 평균적인 임금 상승률에 비해서) 낮은 임금 인상을 제안하고 있다는 증거가 존재한다.

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

이번 달의 토픽

2/ 임금 상승: 유로통화권 vs 미국



Source: Amundi Institute, Datastream. Data is as of 25 January 2023.

2. **금융조건은 더 타이트해 질 것이다.** 여태까지의 현저한 통화 긴축화에도 불구하고 시장은 경제성장의 회복탄력성에 안도함에 따라 최근까지는 금융조건이 완화적인 상태로 유지되었다. 하지만, 통화정책과 관련된 전형적인 지체현상이 결국에는 해소될 것이며, 기업과 가계의 차입 비용이 이미 현저하게 타이트해 졌다. 이와 더불어서, 수요에 대한 재정지원이 지속될 전망은 거의 없고, 전반적인 매크로 정책은 인플레이션 압박을 가중시키지 않을 것이다. 심지어는 유럽의 경우에도 다수의 정부들이 현 수준의 에너지 비용 지원책을 유지하는 데에 어려움을 겪을 것이다.

3. **중국의 리오프닝은 인플레이션 압박을 완화시킬 것이다.** 점진적으로 정상화되고 있는 중국의 경제활동은 공급망의 숨통을 트여주고 글로벌적으로 인플레이션 압박을 낮추게 될 것이다. 모든 것을 감안할 때, 원자재(일부 산업관련 원자재는 제외)의 전반적인 수요의 현저한 상승과 비교하여 이 효과는 중국의 내수수요의 상승(대체적으로 소비를 영향을 줌)을 능가할 것이다. 또한, 중국의 국내 인플레이션의 현저한 상승은 약간의 정책 긴축화를 초래할 수 있다.

4. **성장전망은 여전히 약세이다.** 미국과 유럽의 올해 및 내년 경제성장률은 (잠재성장률보다 훨씬 낮게) 매우 침체될 것으로 예상되고 있으며, 미국과 유럽에서 리세션이 실제 발생할 확률이 동반되고 있다. 대응할 수 있는 정책적 공간이 거의 없는 상황에서 장기적인 경기약세는 인플레이션을 압박할 것이다.

헤드라인과 코어 인플레이션이 비례적으로 하락한다는 시나리오는 대부분의 자산종목에 강력하게 긍정적일 수 있다

인플레이션이 예상보다 빠르게 떨어지면 어떻게 될까?

자산 가격과 관련하여 가장 우호적인 시나리오는 임금 완화, 지속적인 에너지 가격 하락, 이미 시행되고 있는 긴축화 통화정책의 지연된 효과로 인한 헤드라인 및 코의 수치 모두에서 비례적인 하락이 나타날 것이다. 이는 대다수의 자산종목에 강력한 긍정적 요인이 될 것이다 -- 즉, 이는 '좋은' 연착륙이 될 것임을 의미한다. 이와는 반대로 (헤드라인 인플레이션은 계속 떨어지는 반면에) 코어 인플레이션이 고착된 상태를 유지하는 경우에는 중앙은행들은 곤경에 처할 것이다. 중앙은행들은 상승할 것으로 예상되는 임금 인플레이션과 기대인플레이션에 대해서 계속 우려할 것이다. 인내심이 낮은 중앙은행들은 경착륙의 리스크를 보다 증가시킬 것이며, 이는 주식시장을 침체에 빠뜨리고 금리시장의 베어 플래트닝 (bear flattening)으로 이어지게 될 것이다.

하지만, 인플레이션 하락이 빨라지는 것은 혼재된 상황으로 이어질 수도 있다. 인플레이션이 예상보다 급격하게 하락된 경제성장 때문에 하락하는 경우에는, 더욱 심각한 리세션이 발생하고 경기침체가 장기화하는 리스크가 유의적으로 상승하게 되며, 특히 정책대응을 할 수 있는 여지가 거의 없는 현 시점에서는 더욱 그러하다. 채권(fixed income)을 제외한 대부분의 자산종목이 지속적인 압박을 받게 될 것이다.

2023-02-02 작성 완료

중심 시나리오 및 대안 시나리오 (12~18개월 기간)

월별 현황

우리는 기존의 대안 시나리오의 확률을 조정했다. 우리가 파악한 리스크요인의 일부는 중심 시나리오에서 발생할 수 있지만, 특히 주식시장에는 가격에 완전히 반영되지 않았을 수 있다. **우리는 리스크가 단기적으로 다운사이드 방향으로 치우쳐져 있다고 생각하지만, 이와 동시에 12-18개월 기간 동안에는 다운사이드 시나리오가 유발시키는 여러 리스크요인들의 결합할 가능성이 낮을 것이라고 믿고 있다.** 이 예측 기간 동안에 우리는 인플레이션이 급락하는 업사이드 시나리오가 현실화할 가능성이 이제 더욱 높아졌다고 믿고 있다. 실제로 가스 가격의 완화, 글로벌 긴축화 통화정책의 결합 및 중국의 리오프닝에 의한 글로벌 가치 사슬의 정상화(지연된 영향을 미침) 등 서로 다른 성격의 여러 요인들이 물가를 하락시킬 수 있다.

다운사이드 시나리오 10%

선진국에서 리세션

분석

- **우크라이나 전쟁**의 악화/확대.
- 에너지 위기의 악화 및 **유럽에서 심각한 리세션, 미국에서도 리세션 동반.**
- **코로나19의 재유행.**
- **기대인플레이션의 디앵커링(de-anchoring).**
- **정부의 경기사이클 대처적인 재정정책의 이행이 더 이상 불가능함.**
- **기후 전환 조치의 연기.**

시장 함의

- 현금 , USD 및 미국 재무성증권 선호할 것.
- 최소 변동성 전략에 플레이할 것.
- 금.

중심 시나리오 70%

스태그플레이션 발생, 분화 및 지속성 증가가 동반됨

분석

- **교착상태의 우크라이나 전쟁.** 우리는 2023년 후반의 어느 시점에 휴전이 이루어질 것으로 예상하지만, 상황이 추가적으로 악화될 가능성이 높다.
- **계속되는 에너지 위기.** 재고보충의 국면에서 상승할 것으로 예상되는 가스 가격.
- **코로나19**의 엔데믹(풍토병)화.
- **단위 노동비용으로 인한 고착화된 코어 인플레이션.** 2024년까지 중앙은행의 물가목표치로 인플레이션이 복귀하지 못함.
- **2023년 글로벌 경기둔화,** 하지만 분화가 커짐 - 무기력한 경제성장의 유럽, 리세션 리스크가 상승하는 미국, 리오프닝과 더불어 경기반등을 보이는 유럽. 2024년에는 대다수의 선진국 경제에서 평균 이하의 경제성장률.
- 글로벌 **GDP 명목성장률이 추이보다 높아짐,** 이에 따라 기업이익에 대한 영향이 완화됨.
- **중앙은행 분화:** 2023년 중반까지 금리인상을 중단하는 연준과 유럽중앙은, 완화적인 바이어스를 취하는 중국인민은행.
- **유럽의 경우 재정정책**은 조화되지도 명확한 목표를 설정하지도 못했지만, 미국 「인플레이션감축법」 대응에 대한 협의에서는 진전을 이루고 있음. 미국 재정충격지수는 2023-24년에는 중립이 될 것으로 예상됨.
- 스태그플레이션 추세를 가중시키는 **기후변화**.
- 성장을 저해하는 **기후 리스크**

시장 함의

- 리스크 감안의 실질수익성의 하락이 예상됨.
- 수익률 곡선의 제한적인 스티프닝, 국채는 리세션 심화에 대한 헤징 기능을 되찾음.
- 금, 연계채권, 주식, 실물자산, 원자재를 통해 인플레이션 헤지.
- 신흥국: 단기적으로 신중한 포지션, 장기적인 실질수익 , 및 성장 스토리는 영향을 받지 않음.

업사이드 시나리오 20%

인플레이션의 후퇴

분석

- **가시권 안에 들어선 우크라이나 전쟁의 휴전.**
- **러시아의 유럽 가스 수출의 부분적 재개,** 원자재 시장 정상화.
- **빠르게 후퇴하는 헤드라인 인플레이션과 코어 인플레이션.**
- **리세션 공포**가 사라지고, 인플레이션이 정상적 수준으로 복귀하여 중앙은행에 대한 압박이 완화됨.
- **V형 경기회복은 없지만,** 줄어든 불확실성과 상승한 신뢰도는 선진국에서 내수소비를 촉진할 수도 있음.
- 최우선 순위의 **기후변화** 정책과 에너지 전환.

시장 함의

- 미국 재무성증권 곡선의 베어 스티프닝.
- 경기민감주와 가치주 익스포져로 위험자산을 선호할 것.
- USD 평가절하.
- 현지통화표시의 신흥국 채권에 대한 익스포져의 선별적 확대.

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*

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

상위 리스크

월별 현황

모든 측면에서 리스크가 나타나고 있지만, 그 강도는 올해를 시작으로 약간 약해졌다. 이에 따라, 우리는 경제적 및 금융적 리스크의 확률을 25%에서 20%로 낮추었다. 경제적 펀더멘탈은 글로벌적으로 악화되었으며, 이는 우리의 중심 시나리오에서 반영되어 있지만 주식 시장에서 가격으로 완전히 반영되어 있지는 않다. 우크라이나 전쟁의 상황 전개와 그 잠재적 함의는 시나리오를 다운사이드/업사이드의 어느 방향으로도 전환시킬 수 있다 - 단기적으로는 리스크가 다운사이드 방향으로 치우쳐 있지만 올해말까지의 휴전이 이루어질 가능성은 유의적으로 유지되고 있다. 우리는 코로나19 관련 리스크를 경제적 리스크의 일부분으로 간주한다. 리스크는 헤징 전략의 파악이 용이하도록 그룹화되어 있으며, 이러한 그룹화된 리스크들은 사이에는 관련성이 있다.

경제적 리스크 20%

- 석유/가스 가격 상승의 충격, 금융조건 긴축화 및 구매력 상실로 견인된 **글로벌 리세션**.
- **유럽에서 극심한 에너지 위기, 심각한 리세션**으로 이어짐(신뢰도 충격).
- 러시아 경제의 붕괴, 상승된 에너지 가격, 관리되지 못하는 인플레이션 , 및 이주민 위기에서 파급된 **동유럽의 경제적 위기**.
- 인플레이션 대처에 우선순위를 두면서 **금리를 계속 인상하는 중앙은행**.
- 지속적인 투입가격의 압박이 동반된 글로벌 경기둔화가 촉발하는 **글로벌 수익성 리세션**.
- **'거대한 일치'의 시대 종료:** 스태그플레이션 압박과 더불어 중앙은행들과 정부들의 목표가 더 이상 서로 일치되지 않음: 경기사이클 대처적인 재정정책을 이행할 수 있는 여지가 줄어듦.
- **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 자연재해가 성장 가시성과 사회적 균형을 저해함.**

금융적 리스크 20%

- **미국 부채상한선:**
  - 공화당과 민주당은 이와 관련된 합의를 도출하는 데에 실패했다 - 미국 디폴트의 리스크는 심각한 금융혼란을 유발하고, 극심한 금융위기가 발생의 가능성이 부각됨.
- **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 경고로 이어지는 이중 주문)으로 인한 기업 지급불능 리스크의 상승.**
- **광범위한 그린워싱(위장환경주의)와 ESG 투자 거품이 에너지 전환 자금조달을 저해함.**

정치적/지정학적 리스크 25%

- **우크라이나 전쟁:**
  - **리스크는 경기 하방으로 치우쳐 있다.** 우크라이나 전쟁이 부정적으로 전개될 **확률은 60%**이며, **서방과 직접 전쟁이 일어날 확률은 25%이다** 러시아가 군사적 패배를 더 많이 당면할 수록 이러한 리스크는 커진다.
  - 우리는 우크라이나 분쟁이 이와 같이 악화될 것이라고 예상하고 있지만, **우리의 기본 시나리오에서는 2023년(하반기가 될 가능성이 더 높음)에 종전될 확률은 35%**로 상정하고 있다.
- 중간 선거 이후에 **미국은 2023년 동안에 국내 정치적 사안에 초점을 맞출 것이며, 여기에서 민주당과 공화당은 높아지는 '대만' 리스크를 다루기 위해 매파적인 견지를 선점하기 위해 경쟁할 것으로 보이기 때문에 중국과의 긴장을 높일 가능성이 크다.**
- **일련의 사회적 소요 발생으로 이어지는 식품 및 에너지 가격의 상승이 견인하는 신흥국의 정치적 불안정성**.
- 이란이나 북한의 **핵무기 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 현지통화.	**-** 석유, 위험자산, 프런티어 시장, 신흥국.	**-** 크레딧 및 주식, 신흥국 채권지수.

CROSS ASSET 디스패치: 시장 변곡점 감지하기

월별 현황: 기술적 요인의 신호등은 적색에서 녹색으로 변경되었으며, 시장분위기의 신호등은 적색에서 황색으로 변경되었다.

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

경제적 배경

- 경기모멘텀이 지속적으로 높은 인플레이션 압박으로 인해서 글로벌적으로 둔화되고 있다. 2023년 하반기에 미국에서 리세션이 발생할 리스크가 현저하게 유지되고 있는 반면에, 유럽의 경제전망은 약간 개선되었지만, 우리는 GDP 경제성장률이 이번 겨울에는 둔화된/마이너스의 수치 및 올해 하반기에는 잠재성장률보다 낮게 유지할 것이라고 계속 예상한다.
- 헤드라인 인플레이션은 미국과 유로통화권에서는 이미 정점을 쳤을 가능성이 높다. 하지만 코어 인플레이션이 정점을 지났는 지의 여부는 아직 확실하지 않으며, 특히 유럽에서 더욱 그러하다. 기저효과가 에너지 인플레이션을 끌어내리는 데에 기여하기 때문에 전반적으로 우리는 미국과 유럽 모두에서 헤드라인 인플레이션보다 가시적으로 조정되기 시작한 근원 인플레이션이 고착성에서 그 정도가 높게 나타날 것으로 예상한다. 이러한 근원 인플레이션의 고착성은 통화정책 결정의 중요한 동인이 될 것이다.
- 지정학적 측면의 장기화된 스트레스 및 재정지원과 긴축화 통화정책 사이의 줄다리기는 최종적인 경제적 결과를 불확실하게 만들어서 데이터 변동성을 악화시키고 있다.

펀더멘탈 및 밸류에이션

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

중립적 + 자산배분

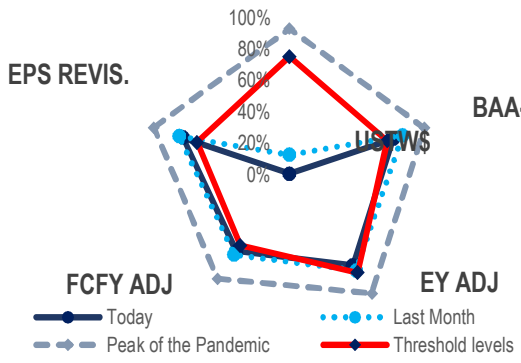
기술적 요인

- 기술적 요인은 2023년 1월에 혼재된 상태를 유지하고 있다. 대부분의 자산은 거의 예외 없이 2023년초에 강하게 반등했다. 추이를 나타내는 메트릭스는 모든 자산에 대해서 양(+)의 비대칭성을 계속 나타내고 있으며, 주식에 대비하여 듀레이션 상품(크레딧 및 국채)에 대한 선호를 가진다. 반면에, 대부부의 역행투자 메트릭스(contrarian metrics)는 시장 안도를 나타내고 있다. 상대강도지수(RSI)는 그 범주의 상단 부분으로 돌아갔고(스펙트럼 전반에 걸쳐 시장이 과도하게 매수하고 있다는 신호를 냄), 포지셔닝은 이러한 메시지를 강화(2023년의 포지셔닝에서 시장 항복의 징후는 없고 주식이 2023년의 첫 번째 달에 추가됨)하고 있다.

시장분위기

- 인플레이션 하락의 세 번의 연속적인 서프라이즈는 2022년 4분기 이후 금리 변동성에 대한 급격한 리셋을 유발했으며, 이는 금융조건이 완화되고 리스크 분위기 메트릭스가 개선되는 결과로 이어졌다. 지난해 이후로 시장분위기는 강력하게 개선되었고 달러화가 이를 이끌어 온 최근의 주요 동인 중의 하나이다. (당사의 CAST OFF 확률이 이에 반응하여 급격하게 하락했지만, EPS 전망조정과 신용리스크 프리미엄은 경고 수준 위로 유지되고 있음) 반면에, 금융조건은 완화되었지만 사상 최고로 타이트하게 유지되고 있다. 시장리스크 편중도가 상승하고 있으며, 시장을 추종함에 있어서 신중한 포지션이 필요함을 암시하고 있다. (대부분의 자산이 함께 반등하고 있지만, 시스템리스크는 상승하고 있음) 이는 시장분위기라는 축을 2023년 1월에 중립적-긍정적 구역에 위치시킨다.

Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST) – USD의 투매는 2022년 11월 이후로 강력하게 떠받히는 요인이며, 이는 낮은 CAST OFF 확률로 전환되고 있다. 이러한 메시지는 2023년 1월에 확인된다.



Source: Amundi Institute. Data as of 24 January 2023.

거래가중치 기준의 미국 달러화(USTWD)의 투매가 다른 전초징후에서 비롯된 부정적인 영향을 더욱 크게 상쇄함에 따라 CAST 리스크 인식은 2022년 11월 이후로 강력하게 개선되었다. EPS 전망조정과 신용리스크 프리미엄이 2022년 4분기 이후에 개선되고 있지만, 경고 수준 위로 유지되고 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 움직일 필요성이 높게 된다.

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

AMUNDI INSTITUTE 클립

1 인플레이션이 예상보다 빠르게 하락하면 어떻게 될까?

- 우리는 인플레이션 하락의 원인에 따라서 서로 다른 결과가 나타날 것으로 예상한다.
- 우리의 현재 2023년 예상치보다 (미국과 유로통화권 모두에서) 더 빠른 2% 하락은, 만약 코어 인플레이션이 동일한 속도로 하락하고 이러한 물가 압박에 대한 긍정적인 서프라이즈가 예상보다 낮은 경제성장의 결과가 아닌 경우에는, 위험자산에 더 우호적인 시나리오의 결과로 이어질 수 있다.

투자 중요 함의

- 크로스애셋 포지션은 방어적으로 유지, 주식에 투자비중축소, HY에 투지비중확대.
- 국채를 하향 수정하지만, 투자비중확대의 구역에 유지.
- IG는 중립적 포지션으로 이동됨.

2 유럽중앙은행 최종 금리가 4%이면 어떻게 될까?

- 유럽중앙은행 최종 금리가 높아지면, 경제성장의 측면에서 더 높은 비용이 발생하지만 인플레이션 측면에서는 이점이 거의 없을 것이다.
- 인플레이션이 2023년 전반기에 예상보다 강세를 보이면, 유럽중앙은행은 현재 예상되는 것보다 매파적 견지가 더 강화될 것이며 최종 금리는 4%까지 높아질 수도 있다.
- 이러할 경우에는 통화 긴축화와 생활비 이슈로 인해서 올해 하반기에 장기화된 역성장과 2024년 전반적인 커다란 약세의 경제성장을 유발할 것이며, 코어 인플레이션은 고착화되어 전반적으로 높게 유지될 것이다.

투자 중요 함의

- EUR는 USD에 대비하여 예상보다 강세를 보일 것이다.

3 유로화국채 금리에 대한 양적긴축과 국채 공급 증가의 여파

- 올해 유로화국채 순 발행량은 급격하게 상승할 예정이다 - ENU-10 순 발행액은 4,200억 유로, 유럽연합 본드 발행액은 1,500억 유로, 핵심국 및 주변핵심국 발행액은 2,260억 유로에서 3,000억 유로로 급증할 것이다.
- 이는 올해 핵심국 및 주변핵심국가 공급하는 국채에 더불어서 총 7,200억 유로의 국채가 시장에서 소화되어야 하지만, 주변국 국채 공금은 전체적으로는 작년의 1,400억 유로에서 1,200억 유로로 하락할 것으로 예상된다.

투자 중요 함의

- 유로화국채 듀레이션에 숏포지셔닝.
- 주변국 국채 스프레드에 신중한 견지.

4 유로통화권 전반에 걸친 예산 추이

- 차입 금리의 상승이 공공부채의 지속가능성에 즉각적인 위협은 아니다.
- 유로통화권 국채는 우호적인 금리-GDP 성장률 차이 덕분에 단기적으로는 건전한 경로로 유지될 것이다.
- 하지만, 장기적으로는 부채 지속가능성을 확보하기 위해서는 재정규율을 복원해야 할 필요성이 있다. 이러한 관점에서 2024-25년 예산이 핵심적 사안이 될 것이다.

투자 중요 함의

- 유로화국채 듀레이션에 숏포지션을 유지할 것.
- 주변국 국채 스프레드에 신중한 견지.

5 분기별 기업실적의 초기 시사점

- 초기 미국의 분기별 기업실적은 여태까지는 긍정적이었으며, 예상보다 약 5%를 초과한 실적을 보였다.
- 2022년 4분기의 S&P 500 EPS은 -1.6% 하락하여 2020년 이후 처음으로 마이너스 실적의 분기가 되어 2022년말까지의 연간 기업이익이 +4.5%이 될 것으로 예측된다 - 소재 및 통신 서비스 부문이 가장 저조한 부문이 될 것이다.
- Stoxx 600의 4분기 EPS는+14.5%으로, 2022 회계년도는 +19.9%일 것으로 예상된다.
- 전반적으로 2023년의 S&P 500 EPS 기대성장률은 사상 최저 수준(+3.2%)으로 설정되고 있으며, 유럽의 경우에는 기대성장률이 제로에 근접(0.6%)한다.

투자 중요 함의

- 미국 주식은 중립적 포지션에서 세계의 다른 국가들과 비교하여 투지비중축소로 하향 조정되었으며, 이는 대부분 성장주-가치주 논쟁을 바탕으로 이루어졌다.

6 크레딧 발행시장에 대한 전망

- 리파이낸싱의 수요가 낮고 보유 현금의 적극적 활용이 여태까지 통화 긴축화의 여파를 완화시켰기 때문에 우리는 금리상승이 크레딧 발행시장에 제한적인 여파만 있을 것으로 예상한다.
- 하지만, 자금조달 비용의 상승과 성장 둔화는 2023년에 저등급 하이일드 발행기업에 가장 크게 타격을 주기 시작할 것이다.

투자 중요 함의

- 크레딧에 롱포지션: 우리는 미국에 대비하여 유럽을, HY에 대비하여 IG를 계속 선호한다.

AMUNDI 자산종목 견해

	자산종목	견해	1개월 변화	근거
주식 플랫폼	미국	-/=	▼	단기적인 성장 둔화와 이에 따른 기업이익과 마진에 대한 영향(이미 매우 커다란 영향을 주고 있음)은 우리를 경계 태세에 돌입하도록 만들었다. 이러한 환경에서는 일반적으로 밸류에이션이 기업이익 전망에 부합되지 않기 때문에 우리는 매우 선별적인 포지션을 취하고 가치주, 배당주, 퀄리티주에 포커스를 둔다.
	미국 가치주	+		우리는 가치주와 성장주 사이의 밸류에이션 분산율을 계속 살펴보고 있으며, 이는 가치주의 퍼포먼스를 입증할 가능성이 크다. 하지만, 둔화되는 경제성장률을 감안하여 가치주와 퀄리티주를 결합하는 것을 선호한다.
	미국 성장주	--	▼	비싼 성장주와 대형주 종목은 시장의 나머지와 비교하여 상이한 밸류에이션을 나타내고 있으며, 우리가 투자를 피하는 세그먼트로 계속 유지되고 있다. 정책금리의 인상과 인플레이션 둔화는 실질금리의 상승을 의미하며, 이는 장기적인 듀레이션의 성장주에 대한 밸류에이션에는 부정적이다.
	유럽	-/=	▲	에너지와 생활비 위기가 최종 소비에 직접적으로, 확대하는 경우에는 기업이익에 영향을 주고 있기 때문에, 에너지와 생활비 위기가 유럽 주식에 대한 전망을 형성하고 있다. 가스 가격의 하락이 일부 나타나고 역사적인 관점에서 밸류에이션이 매력적이지만, 기업이익에 대한 우려로 인해 우리는 여전히 신중한 포지션이며 강력한 재무제표를 가진 기업을 선호한다.
	일본	-/=	▼	우리는 일본은행이 마이너스 금리정책을 종료할 가능성이 높다고 생각하며, 이는 엔화를 상방으로 압박하여 일본의 수출에 부담을 줄 수도 있다. 하지만 중국의 리오프닝은 긍정적인 요인이 될 것이며, 우리는 밸런스 유지를 선호한다.
	중국	+	▲	계속되는 경제적 리오프닝은 전자상거래 기업에 대한 정책환경의 완화와 더불어서 경제활동을 부양시킬 가능성이 크다. (미국 및 대만과의 관계와 관련된 지정학적 리스크를 감안하여) 우리는 경미하게 건설적이고 선별적인 포지션을 유지하며, 지속가능한 수익의 잠재력을 가진 장기적인 스토리를 찾고 있다.
	중국 이외의 신흥국 시장	=		신흥국은 더 나은 밸류에이션과 기업이익 전망으로 떠받혀 질 것이며, 특히 강력한 재정을 가진 국가에서 더욱 그러하다. 하지만, 일부 지정학적 리스크를 감안하면 우리는 선별의 중요성이 높다고 믿고 있다. 이와 같은 배경을 바탕으로 우리는 브라질에 건설적 포지션을 유지하지만, 룰라 대통령의 정책과 관련해서 경계 태세를 취한다. 우리는 성장주에 대비하여 가치주를 계속 선호한다.
채권 플랫폼	미국 국채	=/+		연준을 물가 상승에 대해 계속 우려하고 있으며, 시장이 금리 상승의 폭을 줄인 것을 감속화되었지만 여전히 높은 인플레이션 대처에 대한 의도가 부족한 것으로 오인하지 않기를 원하고 있다. 이와 동시에, 경제성장전망은 하향 조정되었다. 따라서, 우리는 듀레이션에 대해 액티브한 견지를 유지한다. 미국 물가연동국채(TIPS)는 합리적인 가격인 것으로 보이며, 특히 중기물 범위에서 더욱 그러하다.
	미국 IG 회사채	=/+		우리는 이 부문에서는 매력적인 캐리와 강력한 재무제표를 살펴보고 있지만, 보다 심각한 경기침체를 유발하여 궁극적으로는 스프레드에 영향을 줄 수도 있는 정책실수의 가능성을 배제할 수는 없다. 따라서, 우리는 매우 선별적인 포지션을 취하고 비금융채에 대비하여 금융채 및 일반적으로는 고유스토리를 선호한다.
	미국 HY 회사채	-		우리는 작년에 대비하여 올해 그 리스크가 상승할 것으로 예상되는 유동성 전망 및 채무불이행(부도) 전망에 대해 경계 태세를 유지한다. 이는 향후에 나타날 것으로 보이는 자금조달 비용 및 노동비의 상승과 둔화된 성장과 결합되어 우리가 HY에 계속 신중한 포지션을 유지하도록 만든다.
	유럽 국채	-/=	▼	유럽중앙은행은 인플레이션을 통제하는 것이 여전히 최우선 과제이기 때문에 꾸준한 금리인상 경로를 유지하는 데에 전념하고 있으며, 이는 유럽중앙은행은 금리를 제약적인 영역에 유지하는 것으로 이어졌다. 따라서 우리는 경미하게 신중한 포지션을 유지하지만, 우리가 유럽 지역의 경제성장 궤적을 평가함에 따라 이러한 견지를 액티브하게 관리한다.
	유로 IG 회사채	=		밸류에이션은 유럽연합 IG에서 매력적이지만, 지정학적 긴장과 에너지 위기는 핵심적 리스크로 제시되고 있다. 우리는 기업들이 경기둔화, 리파이낸싱 필요성, 유동성 리스크의 진화에 어떻게 대처하고 있는 지를 모니터링하고 있다.
	유로 HY 회사채	-		채무불이행률(부도율)과 캐시플로우와 관련된 우려 및 자금조달 비용의 상승에 당면하여 영업 이익 수치의 잠재적인 악화로 인해서 우리는 스프레드에서 변동성이 커질 것으로 예상한다. 따라서, 우리는 방어적 포지션을 유지한다.
	중국국채	=		중국국채는 글로벌 투자자에게 강력한 투자분산의 이점을 제공하지만, 우리는 경제적 리오프닝이 이루어지는 상황에서 중국인민은행의 온건하게 완화적인 정책기조를 계속 모니터링하고 있다.
	신흥국 채권 경화표시	=/+		글로벌 수익률의 상승은 경제전망이 온건하게 건설적이고 HY 밸류에이션이 매력적인 신흥국 채권에서 캐리의 매력도를 증가시켰다. 우리는 브라질과 같은 국가에 선별적인 포지션을 취하며, 최근의 폭력적 시위 이후에 국가별 경제적 및 정치적 리스크를 모니터링하고 있다.
	신흥국 채권 현지화표시	=		우리는 신흥국 FX에 중립에 근접한 포지션을 취하지만, 이 자산종목은 미국 달러화의 약세와 연준의 공격적 긴축화의 완화에서 긍정적으로 떠받혀질 수도 있다고 믿는다. 현지 금리의 측면에서 우리는 (작년에 대비하여) 올해에 더 나은 환경이 될 가능성이 있다고 보지만, 현 시점에서는 선별적 포지션을 유지하며 루마니아와 같은 중부유럽/동유럽에서 기회를 모색한다.
기타	원자재			연준이 금리인상의 속도를 늦추고 시장이 포커스를 정책금리 인상에서 경제성장 둔화로 전환함에 따라, 우리는 금 가격의 상승이 나타날 것으로 보고 있다. 우리는 12개월 목표가격을 $1,900/oz에서 $2,000/oz로 상향 수정했다. 유가는 OPEC+ 생산량 통제와 제한적인 생산 여력 및 중국의 수요 증가에 의해 떠받혀질 것이다. 기본 금속의 경우, 중국의 리오프닝에서 비롯된 호재가 이미 가격에 반영되어 있으며, 단기적으로는 온건한 풀백(역주: 하락 돌파 후 다시 상승)이 있을 수 있다고 보지만 장기적으로는 긍정적 전망이 유지된다.
	통화			연준 금리인상(달러화를 떠받히는 주요 요인)의 잠재적인 둔화, 미국 이외에서는 경미하게 회복탄력적인 경제성장률 및 예상보다 약세의 경제활동 등의 요인들로 인해서 우리는 USD에 대한 긍정적인 포지션을 낮추었다.

범례

---	--	-	=	+	++	+++	▼	▲
부정적			중립		긍정적		이전 달 대비 하향수정	이전 달 대비 상향수정

출처: Amundi, 2023년 1월 30일 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 제안되고 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.

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

선진국

거시경제적 전망

2023년 02월 03일 기준 자료

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
전세계	**3.4**	**2.4**	**2.8**	**8.2**	**5.8**	**4.2**
선진국	**2.7**	**0.6**	**0.9**	**7.4**	**4.5**	**2.6**
미국	**2.1**	**1.0**	**0.6**	**8.0**	**3.7**	**2.4**
일본	**1.3**	**0.5**	**1.2**	**2.5**	**1.0**	**0.6**
영국	**4.1**	**-0.5**	**1.0**	**9.2**	**7.8**	**3.8**
유로	**3.5**	**0.2**	**1.0**	**8.4**	**6.2**	**3.2**
독일	1.9	0.0	0.9	8.7	7.3	3.0
프랑스	2.6	0.3	1.0	5.9	5.4	2.9
이탈리	3.9	0.3	0.9	8.7	6.9	2.3
스페인	5.5	0.8	1.1	8.3	3.6	3.3

출처: Amundi Institute.

- **미국:** 재정정책과 통화정책이 그 강도는 다르지만 경제활동의 저하로 압박함에 따라 미국경제는 둔화의 징후를 나타내고 있다. 예상보다 강세인 4분기부터 업사이드 서프라이즈가 일부 나타날 수도 있지만, 우리는 향후에 내수수요와 글로벌 경제성장의 약세로 견인되는 현저한 성장둔화가 나타날 것으로 계속 파악하고 있다. 2023-24년에 평균적으로 경제성장률은 잠재성장률보다 훨씬 낮게 유지될 것이며, 특히 2023년 하반기에는 커다란 약세를 보이면서 리세션 리스크가 높아질 것이다. 인플레이션은 정점을 지나서 월별로 점차 낮아지는 경향을 보이고 있지만, 우리는 헤드라인 지수보다 코어 지수가 더 느리게 하락하면서 근원 인플레이션이 고착되는 특성을 보일 것으로 예상한다.
- **유로통화권:** 우리는 유로통화권의 성장전망을 상향 수정했다. 우리는 이번 겨울 동안에 경기약세와 경제활동 역성장을 여전히 예상하지만, 이전에 우려했던 것보다는 그 심각성을 덜 할 것으로 예상한다. 유로통화권에 대한 온건한 상향 수정에도 불구하고 관련된 악재는 상당한 수준으로 유지되고 있다. 인플레이션의 둔화와 시장심리의 개선으로 인해서 봄-여름 기간 동안에 일부 성장 회복(현 단계에서는 온건한 수준일 것으로 보임)이 있을 것으로 예상한다. 긴축화 통화정책은 분명한 악재로 작용할 것이며, 2023-24년의 경제성장률을 잠재성장률 이하로 유지시키 것이다. 에너지 위기와 관련된 리스크는 잦아든 것으로 보이지만, 인플레이션과 성장전망과 관련된 리스크는 매우 높게 유지되고 있다.
- **영국:** 인플레이션의 지속적 상승(지난 수분기 동안에 이미 물가목표치를 넘어섬)에 대한 전망과 더불어서, 우리는 생활비 위기가 유발하는 리세션이 영국에서 2023년초에 발생하여 몇 분기 동안 계속될 것으로 예상한다. 재정정책과 통화정책은 경제성장을 압박할 것이다. 우리는 영국에 대한 경제전망을 경미하게 개선했지만, 영국 경제에 대한 모든 악재들이 여전히 상존해 있다고 보고 있다. 영국 경제는 리세션 이후에는 온건한 회복세가 뒤따르면서 2024년에도 경제성장률은 잠재성장률을 하회할 것이다. 유로통화권의 경우, 에너지 위기에서 관련된 리스크는 인플레이션과 성장전망에 대해서 매우 높게 유지되고 있다.
- **일본:** 2023년 경제성장 성과에 대한 처음 징후는 혼재된 상태인 것으로 보이며, 우리는 불균등한 경기회복의 형태를 띠면서 0.5%라는 기존의 컨센서스보다는 낮은 경제성장률 예측을 당분간 유지한다. 기업경기실사지수에서 나타나듯이, 한 편으로는 강력한 대외지향적인 제조업 부문이 글로벌 수요 약세에 의해 강력한 충격을 받을 것이다. 다른 한 편으로는, 중국의 리오프닝은 중국인들의 해외 여행의 가장 중요한 목적지로 선호되는 일본에 우호적으로 작동할 것이다. 반면에, 12월의 일본 전국 CPI 데이터는 도쿄 CPI(전년동기대비 4.0%, 약 40년 동안에 가장 크게 상승한 수치)가 나타내었던 암울한 현황을 확인시켜 주었으며, 이는 일본은행이 당면한 사안들을 더욱 어렵게 만들고 있다.

기준금리 전망

	2023 02-06	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	**4.75**	**5.25**	**4.90**	**4.75**	**4.50**
유로	**2.50**	**3.50**	**3.30**	**3.50**	**3.30**
일본	**-0.10**	**0.00**	**0.12**	**0.00**	**0.20**
영국	**4.00**	**4.50**	**4.20**	**4.25**	**4.00**

출처: Amundi Institute.

- **연준(Fed):** 지난 수개월 동안에 인플레이션은 온건해진 경제성장으로 인해 하락하고 있지만, 인플레이션 자체는 여전히 높고 수요-공급의 불균형은 계속되고 있기 때문에, 통화정책은 인플레이션을 2%로 다시 끌어내리기 위해 여전히 해야 할 일이 많은 상황이다. 우리는 연준이 연방기금금리를 3월에 5.25%로 인상하고, 그 이후에 몇 개월 동안은 일시적으로 동결할 것으로 예상한다. 연준 관계자들은 금리인상에서 주안점이 '그 인상의 폭'에서 '최종 금리 수준' 및 이러한 수준으로 유지되는 기간으로 옮겨야 한다고 강조했다. 지금의 우리 시나리오는 올해 3분기의 경제활동 역성장과 급격한 인플레이션 하락을 포함하고 있다. 우리는 이제 12월에 첫 번째 금리인하가 있을 것(이전의 시나리오에서는 내년 1월에 있을 것으로 예측했음)으로 예상한다.
- **유럽중앙은행(ECB):** 유럽중앙은행은 2월 통화정책회의에서 금리를 50bp 인상했으며, 3월에도 추가적으로 50bp를 인상할 의도가 있음을 시사했다. 유럽중앙은행은 인플레이션 전망에서 더 이상 상방 리스크가 있다고 보고 있지 않음에도 불구하고 이번 회의의 성명서와 기자회견 모두에서는 매파적인 기조를 보였다. 우리의 기준 시나리오에서는 유럽중앙은행이 3월 회의에서 50bp 인상하고, 그 이후 5월과 6월에 각각 25bp 인상할 것으로 예상한다. 이는 여름 이전에 최종 금리가 3.50%이 될 것임을 의미하며, 시장이 예상하는 3.25%를 넘어서는 수치이다. 우리 시나리오에 따르면 올해 3분기에 4.5%에 근접하는 코어 CPI를 기록하면서 코어 인플레이션의 지속성의 특성이 유럽중앙은행을 압박할 것이다.
- **일본은행(BoJ):** 작년 12월에 예상하지 못한 움직임을 보였던 일본은행은 올해 1월 회의에서는 정책금리를 동결했다. 2023년의 미진한 경기회복과 전반기를 선점하는 인플레이션 압박이 예상되는 가운데 우리는 정책 정상화의 목표가 마이너스금리정책(NIRP)에서 벗어나는 것이 될 것이라고 믿고 있다. 우리는 일본은행이 수익률곡선통제(YCC)는 3월에, 마이너스금리정책은 6월에 종료할 것으로 예상한다. 우리의 예측에서 나타나는 리스크는 일본의 마이너스금리정책의 종료가 연기될 수 있다는 점이다.
- **영국중앙은행(BoE, 영란은행):** 영국중앙은행은 2월 회의에서 금리를 50bp 인상하여 이제 기준금리가 4.0%가 되었다. 예상했던 대로 표결에서 의견이 갈렸으며, 통화정책위원 9명 중의 7명은 50pb 인상에 찬성한 반면에 2명은 금리 동결을 선호했다. 통화정책위원회(MPC)는 금리 가이던스에서에서 다음 번의 회의에서는 금리 인상의 폭을 25bp로 낮출 가능성을 시사했다. 향후 움직임과 관련하여 회의록에서는 "불가피한"(50bp의 금리인상 폭을 의미하는 것으로 이해됨)이라는 언급이 삭제되었다. 우리는 이번 금리인상 사이클의 최종 금리에 대한 기존의 예상을 고수하며, 기본 시나리오에서 예상하는 것과 같이 3월부터 25bp로 속도가 둔화되고 금리인상은 4.5%에서 고점을 찍을 가능성이 크다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
BoJ MPM	**3월 10일**
ECB정책위	**3월 16일**
Fed FOMC	**3월 22일**
BoE MPC	**3월 23일**

출처: Amundi Institute.

신흥국

거시경제적 전망

2023년 02월 03일 기준 자료

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 ((CPI, 전년동기대비, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
전세계	3.4	2.4	2.8	8.2	5.8	4.2
신흥국	3.9	3.6	4.0	8.7	6.7	5.4
중국	3.0	5.1	4.7	2.0	2.1	2.2
브라질	2.9	0.7	1.7	9.3	4.9	5.0
멕시코	3.1	0.8	0.8	7.9	5.7	4.5
러시아	-3.3	-1.5	2.0	13.8	7.5	4.5
인도	7.0	5.3	6.0	6.7	5.3	5.6
인도네	5.2	4.7	4.8	4.2	4.3	4.0
남아공	2.4	0.2	0.6	6.9	5.7	4.5
튀르키예	4.9	3.1	4.3	72.0	51.1	39.0

출처: Amundi Institute.

- **중국:** 예상보다 강세였던 2022년 4분기 GDP, 월별 데이터의 회복탄력성 증가(소매 판매), 이동성 상승에 대한 고차 주기 지표의 반등 등을 바탕으로 우리는 기존의 2023년 GDP 예측을 전년동기대비 4.4%에서 5.1%로 상향 수정했다. 이러한 경기 반등은 예상보다 이른 중국 춘절 휴가기간 이전에 나타나기 시작했다. 반면에, 주택 부문에서는 12월에 또 다시 빈약한 퍼포먼스를 보였으며, 이는 2023년에 일부 약세의 안정화가 이어질 것으로 시사한다. 따라서, 부동산 부문은 올해에 경제성장을 떠받히는 역할을 거의 하지 못할 것이다.
- **남아공:** 인플레이션은 올해 하반기 말까지 중앙은행의 물가목표치의 상단 끝 부분으로 복귀할 가능성이 크지만, 인플레이션의 상승 리스크가 유지되고 있다. 2022년은 다소간 회복탄력적인 한 해였지만, 성장전망을 약세이다. 가계 소비는 계속 축소될 가능성이 크고, 정전 사태의 발생 빈도 증가는 경제성장을 더욱 저해할 가능성이 크다. 이에 따라, 남아공중앙은행(SARB)은 금리인상의 속도를 줄였으며, 가장 최근의 회의에서는 25bp만 올리는 데에 그쳤으며 이번 금리인상 사이클에서 마지막이 될 가능성이 크다. 여건이 갖춰지면 올해 하반기 초에는 완화 사이클이 시작될 수 있다
- **멕시코:** 남미 지역의 나머지 국가들과 마찬가지로 견조한 2022년을 보낸 이후에 멕시코 경제는 둔화되고 있다. 미국 경제의 냉각과 더불어서 대외 수요는 약해지고 있지만, 멕시코의 타이트한 노동시장은 내수수요의 회복탄력성을 높게 유지시키고 있다. 헤드라인 인플레이션은 2022년 3분기에 정점을 지났다. 멕시코중앙은행(Banxico)은 금리인상 사이클을 미세 조정하고 있는 상태로, 고착성이 높은 코어 인플레이션과 연준의 결정을 감안하면서 긴축화의 속도를 둔화하는 방향으로 전환하고 있다. 멕시코는 정치적으로는 남미의 다른 국가와 비교하면 평화의 오아시스이며 니어쇼어링(near-shoring)의 추세에서 잠재적으로 커다란 혜택을 받을 수 있다.
- **브라질:** 2022년의 처음 세 분기 동안에 견조한 성장을 보였던 브라질 경제는 그 이후에 리오프닝의 효과가 사라지고 긴축화 통화정책이 신용 사이클을 크게 압박하기 시작하면서 눈에 띄게 둔화되었다. 우리는 GDP 경제성장률이 2022년의 3.0%에서 올해에는 1.0%에 미치지 못할 것으로 예상한다. 인플레이션은 2022년 4월에 12.1%로 정점을 친 이후에 12월에는 그 절반 수준 이하로 떨어졌으며, 이로 인해 브라질중앙은행(BCB)는 8월에 13.75%의 최종 금리로 금리인상 사이클을 마무리할 수 있었다. 룰라 대통령의 예상보다 신중하지 않은 재정정책이 브라질중앙은행의 디스인플레이션 대처를 복잡하게 만들어 완화 사이클을 (4분기까지) 지연시킬 수 있고, 브라질의 부채 궤적과 관련하여 의문이 들도록 만들고 있다.

기준금리 전망

	2023 02-07	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
인도	6.25	6.50	6.5	6.50	6.4
브라질	13.75	13.75	13.65	12.75	11.9
러시아	7.50	7.50	7.30	7.50	7.10

출처: Amundi Institute.

- **중국인민은행(PBoC):** 중국인민은행은 1월에 정책금리를 동결했다. 예상보다 이른 경기반등을 바탕으로 우리는 2023년 동안에 추가적인 금리인하가 있지 않을 것으로 예상한다. 하지만, 당분간 중국인민은행은 금리를 인상해야 할 긴급한 사유도 가지고 있지 않다. 인플레이션은 우선은 낮은 수준으로 시작하여 그 이후에는 소비자 수요의 증가를 바탕으로 강세를 띠는 형태를 보이면서 2023년 전체 기간 동안 3% 미만을 유지할 것이다. 그럼에도 불구하고, 연례 「중앙경제업무회의」의 언급에 따르면, 중국인민은행이 광범위한 완화적 바이어스에서 물러날 것이라고 시사하고 있다. 점차 타겟형으로 강화된 통화완화가 구조적 대출수단과 특별융자 프로그램을 통해 계속될 것이다.
- **인도중앙은행(RBI):** 인도의 인플레이션은 대부분의 컴포넌트에서 12월에 컨센서스 미만(헤드라인 인플레이션 전년동기대비 5.7%, 도매물가지수 전년동기대비 5.0%)을 다시 기록했지만, 예외적으로 코어 인플레이션은 여전히 고집스럽게 전년동기대비 6.0% 약간 이상으로 유지되고 있다. 식료품 물가는 인도중앙은행의 물가목표치 이내로 가뿐히 복귀했지만, 에너지 가격은 높게 유지(전년동기대비 11%)되고 있다. 전반적으로, 디스인플레이션 경로로 진입한 징후가 나타나는 경우에는 인도중앙은행은 2월에 금리인상 사이클을 일시 중단할 수 있을 것이다. 하지만, 쉬리 샤크티칸타 다스 인도중앙은행총재는 코어 인플레이션의 역동성에 초점을 두겠다고 재강조했다. 우리는 당분간은, 그 확신감은 낮아졌지만, 최종적인 25bp의 금리인상이 2월초에 있을 것이라는 예상을 유지한다.
- **브라질 중앙은행(BCB):** 고금리를 장기간 유지할 것을 보인다. 첫 번째이자 가장 공격적이었던 금리인상(2021년 3월 시작, 전체적으로는 1,200bp 인상)하고 첫 번째로 이러한 인상을 '일시 정지'(2022년 8월)했던 중앙은행이 2023년에 처음으로 금리인하를 하지는 않을 것임은 매우 확실하다. 이는 룰라 대통령의 확장적 재정정책이 인플레이션을 목표물가수치로 되돌리려는 브라질중앙은행의 긴축적 통화정책 기조를 약화시키기 때문이다. 더욱이, 인플레이션 목표수치를 올리려는 의도가 있다는 최근의 루머는 기대인플레이션 상승을 압박할 것이다. 우리는 브라질중앙은행이 올해 4분기에 금리를 인하하고, 그 이후에 이전에 예상했던 것보다는 점진적으로 최근에 발표된 포워드 가이던스에 부합되는 방식에 따라 통화 완화적인 정책을 시행할 것으로 예상한다.
- **러시아중앙은행(CBR):** 러시아중앙은행은 지난 12월 회의에서 정책금리를 연속 두 번째로 7.5%으로 동결했다. 러시아중앙은행은 매파적인 언급 하면서 중립적인 신호를 내었다. 현재의 인플레이션 압박은 침체된 상태를 유지하고 있는 반면에, 공급 측면의 제약 요인, 노동시장 압박, 재정정책의 완화로 인해서 인플레이션 친화적인 리스크가 상승했다. 인플레이션은 11월 전년동기대비 12.6%에서 계속 하락하여 12월에는 11.9%였다. 우리는 러시아중앙은행이 향후 6개월 이상 동안에 금리를 동결하고, 그 이후에는 지정학적 및 현지의 경제적 여건에 따라 긴축적 통화 사이클을 시작할 것으로 예상한다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
RBI	2월 8일
CBR	2월 10일
PBoC	2월 20일
BCB	3월 22일

출처: Amundi Institute.

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

매크로 및 시장예측

거시경제적 예측

2023-02-03

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
미국	2.1	1.0	0.6	8.0	3.7	2.4
일본	1.3	0.5	1.2	2.5	1.0	0.6
유로통화권	3.5	0.2	1.0	8.4	6.2	3.2
독일	1.9	0.0	0.9	8.7	7.3	3.0
프랑스	2.6	0.3	1.0	5.9	5.4	2.9
이탈리아	3.9	0.3	0.9	8.7	6.9	2.3
스페인	5.5	0.8	1.1	8.3	3.6	3.3
영국	4.1	-0.5	1.0	9.2	7.8	3.8
중국	3.0	5.1	4.7	2.0	2.1	2.2
브라질	2.9	0.7	1.7	9.3	4.9	5.0
멕시코	3.1	0.8	0.8	7.9	5.7	4.5
러시아	-3.3	-1.5	2.0	13.8	7.5	4.5
인도	7.0	5.3	6.0	6.7	5.3	5.6
인도네시아	5.2	4.7	4.8	4.2	4.3	4.0
남아공	2.4	0.2	0.6	6.9	5.7	4.5
튀르키예	4.9	3.1	4.3	72.0	51.1	39.0
선진국	2.7	0.6	0.9	7.4	4.5	2.6
신흥국	3.9	3.6	4.0	8.7	6.7	5.4
전세계	3.4	2.4	2.8	8.2	5.8	4.2

기준금리 전망

선진국

	2022-02-06	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	4.75	5.25	4.90	4.75	4.50
유로통화권	2.50	3.50	3.30	3.50	3.30
일본	-0.10	0.00	0.12	0.00	0.20
영국	4.00	4.50	4.20	4.25	4.00

신흥국

	2022-02-07	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
인도	6.25	6.50	6.50	6.50	6.40
브라질	13.75	13.75	13.65	12.75	11.90
러시아	7.50	7.50	7.30	7.50	7.10

장기금리 전망

2년물 채권수익률

	2022-02-06	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	4.12	3.90/4.10	3.64	3.50/3.70	3.30
독일	2.47	2.50/2.70	2.21	2.30/2.50	1.92
일본	0.02	0.10/0.20	0.06	0.20/0.40	0.09
영국	3.49	3.20/3.40	3.06	3.20/3.40	3.18

10년물 채권수익률

	2022-02-06	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	3.42	3.60/3.80	3.35	3.30/3.50	3.32
독일	2.02	2.40/2.60	1.96	2.30/2.50	1.93
일본	0.46	0.50/0.70	0.55	0.60/0.80	0.67
영국	3.32	3.50/3.70	3.31	3.50/3.70	3.38

통화 전망

	2023-02-02	Amundi 2023년 2분기	컨센서스 2023년 2분기	Amundi 2023년 4분기	컨센서스 2023년 4분기
EUR/USD	1.09	1.05	1.08	1.15	1.11
USD/JPY	129	125	127	119	125
EUR/GBP	0.89	0.90	0.88	0.90	0.89
EUR/CHF	1.00	0.95	1.00	1.04	1.02
EUR/NOK	10.96	10.69	10.48	10.24	10.11

	2023-02-02	Amundi 2023년 2분기	컨센서스 2023년 2분기	Amundi 2023년 4분기	컨센서스 2023년 4분기
EUR/SEK	11.31	11.38	10.89	10.83	10.60
USD/CAD	1.33	1.35	1.32	1.28	1.29
AUD/USD	0.71	0.69	0.70	0.76	0.72
NZD/USD	0.65	0.63	0.64	0.67	0.66
USD/CNY	6.73	6.70	6.75	6.40	6.65

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.

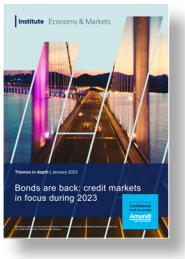
– 리스크

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.

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

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

THEMATIC PAPERS ECONOMY AND MARKETS



Bonds are back: credit markets in focus during 2023 (19-01-2023)
DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - D'ORSAY Amaury, Head of Fixed Income - AINOUZ Valentine, Head of Global Fixed Income Strategy, BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist – Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income - COHEN Marina, Head of Euro HY Bond Portfolio Management - BOIRAL Hervé, Head of Euro Credit - FAWN Steven, Head of Global Credit
With the contribution of: ABAZA Nadine, Portfolio Manager – Global Corporate Bonds and PANELLI Francesca, Investment Insights and Client Division, Amundi Institute

THEMATIC PAPERS PORTFOLIO STRATEGY

Themes at a glance/ What Artifical Intelligence reveals about share price reactions? (13-01-2023)
BRIÈRE Marie, Head of Investor Intelligence & Academic Partnerships, Amundi Institute - HUYNH Karen, Investor Intelligence & Academic Partnerships, Amundi Institute - LAUDY Olav, Chief Data Scientist of Causality Link, Utrecht University - POUGET Sebastien, Toulouse School of Economics, University of Toulouse Capitole

THEMATIC PAPERS GREEN & SOCIAL

Themes at a glance / The market effect of acute biodiversity risk: the case of Brazilian corporate bonds (19-01-2023)
Amina CHERIEF, Quant Portfolio Strategy – Amundi Institute - Takaya SEKINE, Deputy Head of Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute - Lauren STAGNOL, Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute

Themes in depth/ ESG in motion: a dynamic forward-looking approach to detect ESG 'improvers' (06-01-2023)
ELMGREEN Kasper, Head of Equities - DRABOWICZ Alexandre, Deputy Head of Equities -KEANE Suzanne, Senior European Equity Portfolio Manager - Equity Solutions - IACCARINO Piergaetano, Head of Equity Solutions - FIOROT Laura, Head of Investment Insights & Client Divisions - Amundi Institute - NIALL Paula, Investment Insights & Client Divisions - Amundi Institute

COMPASS

Inflationary era demands new approach from pension plans (08-12-2022)
DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

INVESTMENT TALKS

Fed continuing to downshift: 31 January-1 February FOMC review (07-02-2023)
DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - Timothy ROWE, Director of Multi-Sector Fixed Income -Paresh UPADHYAYA, Director of Fixed Income and Currency Strategy

ECB-inspired rally risks going too far (03-02-2023)
PRADHAN Mahmood, Head of Global Macro Economics – Amundi Institute - AINOUZ Valentine, Head of Global Fixed Income Strategy – Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income

Hawkish surprise from the ECB (19-12-2022)
AINOUZ Valentine, Head of Global Fixed Income Strategy – Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income

Fed: Staying the course until the job is done (16-12-2022)
DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Paresh, Director of Fixed Income and Currency Strategy - GEORGES Delphine, Senior Fixed Income Research Strategist, Amundi Institute

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

WORKING PAPERS

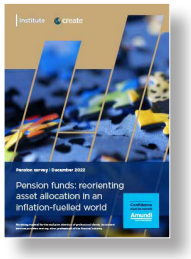
The Impact of Climate Risks on Social Inequality (16-01-2023)
Raphaël SEMET, Quant Portfolio Strategy, Amundi Institute

What do we Learn from a Machine Understanding News Content? Stock Market Reaction to News (13-01-2023)
Marie BRIÈRE, Head of Investor Intelligence & Academic Partnerships, Amundi Institute - Karen HUYNH, Investor Intelligence & Academic Partnerships, Amundi Institute - Olav LAUDY, Chief Data Scientist of Causality Link, Utrecht University - Sebastien POUGET, Toulouse School of Economics, University of Toulouse Capitole

The Market Effect of Acute Biodiversity Risk: the Case of Corporate Bonds (30-11-2022)
Amina CHERIEF, Takaya SEKINE, Lauren STAGNOL, Quantitative Portfolio Strategy, Amundi Institute

Net Zero Investment Portfolios - Part 1. The Comprehensive Integrated Approach (23-11-2022)
BARAHHOU Inès, BEN SLIMANE Mohamed, OULID AZOUZ Noureddine - Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute
RONCALLI Thierry, Head of Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute

DISCUSSION PAPERS



Pension funds: reorienting asset allocation in an inflation-fuelled world (1-12-2022)
RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

INVESTMENT OUTLOOK

2023 Investment Outlook - Some light for investors after the storm (21-11-2022)
MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

ASSET CLASS VIEWS

Asset Class Return Forecasts – Q4 2022 (04-11-2022)
DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions, - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute - WALSH Tom, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions

ESG

Biodiversity: It's Time to Protect Our Only Home _Biodiversity in Mining & Metals, Utilities, Paper & Forest Products (27-01-2023)

ESG Thema – Special COP15 – The Paris moment for biodiversity? (22-12-2022)
CHAMPOLLION MOREL Hélène, Head of Advocacy - DE VECCHI Viola, ESG Advocacy Analyst - DUTTA Basundhara, ESG Advocacy Analyst - DAY Apolline, Institutional Marketing Analyst

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

메모

메모

메모

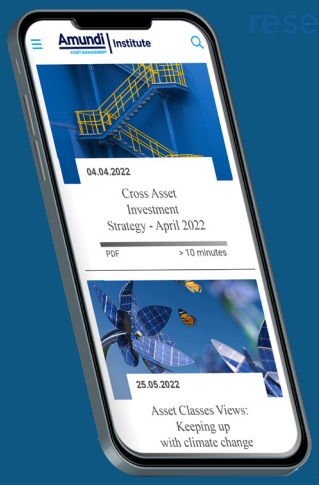
Amundi | Institute
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET
투자전략

2023년 2월 제02호

Amundi 간행물 알아보기

research-center.amundi.com



중요 정보

본 문서는 정보 제공의 목적으로만 제공된다.

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 2023년 2월 7일 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 다라 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 관여한 모든 이는 직접적, 간접적, 특별적, 사고적, 징벌적, 결과적 또는 다른 유형의 손해(이익 상실 포함, 이에 한정되지는 않음)에 대해서 책임이 있지 않다.

최초 사용 일자: 2023-02-07

문서 발행자: Amundi Asset Management, 자본금 €1,143,615,555의 "société par actions simplifiée" - 프랑스 금융감독기관 규제대상의 포트폴리오 운용사: 등록번호 GP04000036 – 본사 주소: 90-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

사진 저작권: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Laurent Renault / EyeEm

대표 편집인

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

부편집인

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

편집인

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

Amundi Institute 기여자

AINOUZ Valentine, *Head of Global Fixed Income Strategy, CFA*
BERARDI Alessia, *Head of Emerging Macro and Strategy Research*
BERTONCINI Sergio, *Senior Fixed Income Strategist*
BOROWSKI Didier, *Head of Macro Policy Research*
CESARINI Federico, *Head of DM FX, Cross Asset Strategist*
DROZDZIK Patryk, *Senior EM Macro Strategist*
GEORGES Delphine, *Senior Fixed Income Strategist*
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*
PRADHAN Mahmood, *Head of Global Macroeconomics, Amundi Institute*
USARDI Annalisa, *Senior Economist*
VARTANESYAN Sosi, *Senior Sovereign Analyst*

Amundi Investment Insights 기여자

CARULLA Pol, *Investment Insights and Client Division Specialist*
DHINGRA Ujjwal, *Investment Insights and Client Division Specialist*
NIALL Paula, *Investment Insights and Client Divisions*

개념정립 및 생산책임

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

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