

**Investment
Institute**

일본 엔화: 다음 단계는?

시장 기대치에 대한 현실 점검의 여름

CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY

2024년 9월

• Document for professional investors only

Marketing material for the exclusive attention of professional clients, investment services providers and any other professional of the financial industry

목차

이달의 주제	
엔화 캐리 트레이드: 다음 단계는?	4
거시경제, 지정학 및 전략	6
거시경제 집중	7
신흥시장	8
거시경제 스냅샷	9
중앙은행 시계	10
지정학 및 정책	11
중앙 시나리오의 시나리오 및 리스크	12
아문디 투자 연구소 모델	13
주요 월별 차트	14
코모디티 및 통화	16
글로벌 투자 전망	17
CIO 전망	
시장 기대치에 대한 현실 점검의 여름	18
세 가지 인기 질문	20
에셋 클래스 전망	21
거시경제 및 금융시장 전망	25





**MONICA
DEFEND**

HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

"연준은 인플레이션에 대한 두려움이 없고 노동시장 약화를 막는 데 더 집중하고 있는 것으로 봄. 이로 인해 올해 남은 기간 동안 금리 인하 기대치를 두 차례에서 세 차례로 상향 조정함"

"중앙은행의 금리 인하와 미국 경기침체 위험이 제한적인 상황에서 당사는 위험 자산에 대한 절제된 포지션을 유지하며 완만한 포지션을 유지함."



**VINCENT
MORTIER**

GROUP CHIEF
INVESTMENT OFFICER



**MATTEO
GERMANO**

DEPUTY GROUP CHIEF
INVESTMENT OFFICER

"지금은 구조적인 위험 제거가 필요한 시기가 아니라고 생각함. 대신 투자자들은 과도한 밸류에이션에서 전술적 그리고 점진적으로 포지션을 조정해야 함."



이달의 주제

엔화 캐리 트레이드: 다음 단계는?

주요 내용

- 엔 캐리 트레이드는* 미국 지표 부진과 일본은행의 매파적 서프라이즈로 인해 급격히 풀리고 있으며, 엔화의 펀더멘털에서 이탈한 폭이 여전히 큰 상황임.
- 글로벌 성장을 약세와 일본은행이 세계 대부분의 중앙은행과 다른 경로를 걷는 것은 엔화에 호재임. 하지만 빠른 무역 가중치 상승을 위해서는 1) 경기 침체 또는 2) 일본은행의 지속적인 금리 인상 사이클이 필요함.
- 일본의 해외 자산 환수는 현재로서는 중대한 리스크는 아니지만, 시장에 큰 영향을 미칠 가능성이 있으므로 주의를 기울여야 함.

저자

MAHMOOD PRADHAN

HEAD OF GLOBAL
MACROECONOMICS -
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

FEDERICO CESARINI

HEAD OF DM FX
STRATEGY -
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

*캐리 트레이드는 금리가 낮은 통화로 자금을 조달해 금리가 높은 나라의 금융상품 등에 투자함으로써 수익을 내는 거래임.

엔화는 다시 강세를 보임

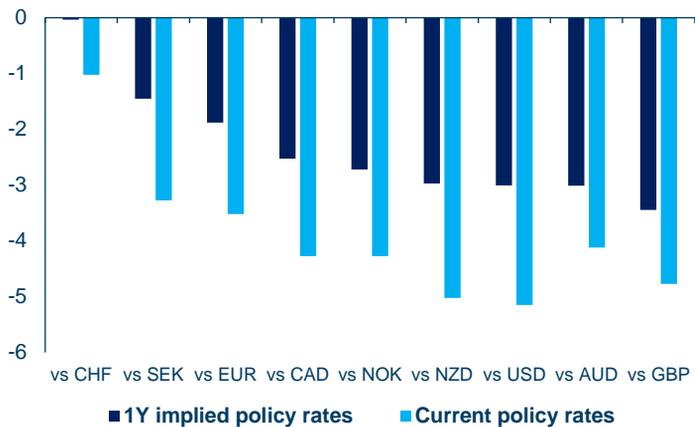
7월에 발표된 일련의 미국 경제지표 부진으로 연착륙에 대한 시장 전망에 의문이 제기되고 경기침체에 대한 공포가 다시 불거졌음. 미국의 경제지표 부진이 주요 계기가 되었지만, 일본은행의 매파적 깜짝 발표가 엔화로 자금을 조달한 캐리 트레이딩이 비정상적으로 급격히 풀린 것에 주요 원인이었음. 전반적인 시장 변동성과 엔화 자체의 변동성이 낮았기 때문에 이러한 캐리 트레이드의 금액은 사상 최고치를 기록함. 이제 끝났을까? 엔화 가치가 여전히 저평가되어 있고 글로벌 경기 둔화에 따른 헤지 효과가 크지 않아 2025년 2분기 USDJPY 목표치를 140에서 135로 상향 조정했으며, 이후 점진적인 상승이 예상함.

반면에 아직은 Cross-JPY 조정이 너무 급격하게 이루어질 시기는 아니라는 것이 당사의 견해임. 그러기 위해서는 글로벌 성장 환경이 훨씬 약해지거나 일본은행의 금리인상 사이클이 뚜렷해지는 것이 전제 조건이 될 것임.

일본은행의 커뮤니케이션 방식 변경은 중요하지만 엔화의 장기적인 자금 조달 상황에는 영향을 미치지 않을 것

7월 인상과 일본은행이 인플레이션 목표에 지속적으로 도달할 수 있다는 자신감을 보인 것은 **궁극적으로 통화정책이 정상화될 수 있다는 좋은 징조임**. 그러나 이후 인상 경로가 시장과 무관하지 않을 것이라는 확신을 보여주었음.

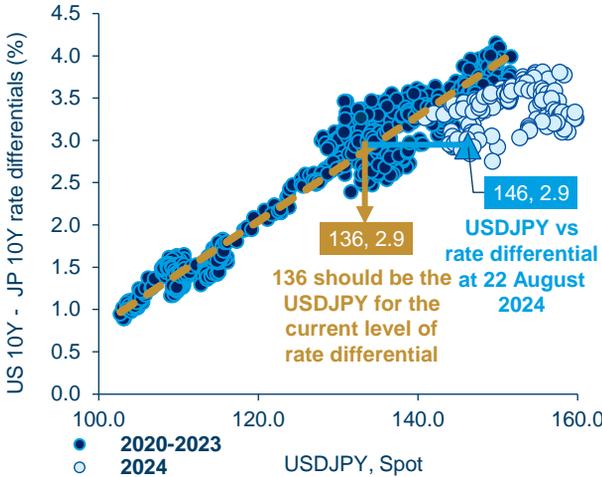
1년간의 JPY 자금 조달 현황은 안정적으로 유지



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg. Date as of 22 August 2024.

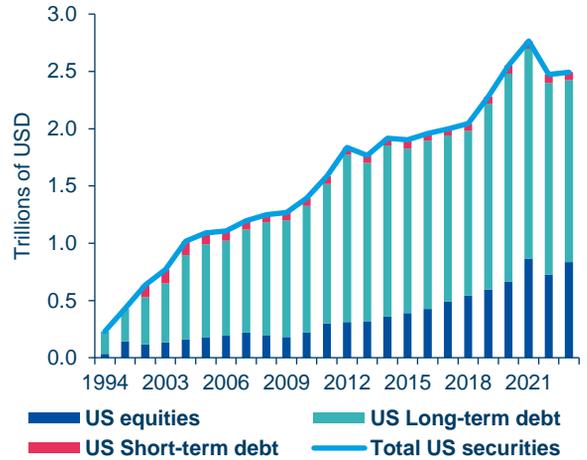
그러나 이후 일본은행이 금리 인상 경로가 시장 변동성과 무관하지 않을 것이라고 밝힌 것은 일본의 펀더멘털, 특히 임금 성장과 소비가 개선되고 있지만 아직 충분히 견고하지 않다는 당사의 견해를 뒷받침함. 일본은행의 단기 정책 경로에 대한 불확실성은 당분간 투자자의 엔화 공매도를 제한하지만 지속적인 턴어라운드를 위해서는 **i) 지속적인 인상 사이클**(90년대 후반 일본은행은 엔화 하락을 제한하기 위해 200bps 인상함) 또는 **ii) 훨씬 더 비둘기파적인 주요 중앙은행의 금리인상**이 필요함. 이들이 부재한 상황에서 엔화는 계속해서 주요 자금 조달 통화 중 하나가 될 것임. 역설적이게도 엔화 변동성이 높아지면 일본은행의 반응 기능이 제한될 것임. 둘째, 글로벌 성장률이 컨센서스를 크게 실망시킬 경우에만 중앙은행은 현재 시장의 예상보다 더 비둘기파적으로 변할 것임.

금년 대부분의 기간 동안 엔화는 장기물에서 금리 차이에 비해 저렴하게 거래됨



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg. Date as of 22 August 2024.

일본 투자자의 미국 증권 보유



Source: Amundi Investment Institute, Treasury International Capital System. Data as of June 2023.

엔화는 주로 (미국의) 경기 침체기에 거래됨

안정적/상승하는 성장 환경에서는 일반적으로 투자자는 위험 노출을 늘리고 캐리 포지션을 구축함. 2023년과 2024년 상반기에 일어난 일이며 대부분의 주요 통화에 비해 엔화가 수년 만에 최저치를 기록한 이유임. 그러나 성장이 정체되고 저점을 하향 조정하면 시장 심리가 급변할 수 있음. 엔화 롱 포지션은 과거 경기 침체기에 잘 먹었던 전략인 롱 변동성, 숏 캐리 전략과 동일함. 그 근거는 엔화의 장단기 금리차에 대한 민감도가 G10 통화의 평균 민감도보다 높다는 점에서도 찾을 수 있음. 당사의 기본 케이스가 아닌 미국 경기침체가 발생하면 미국 장기 금리는 더 하락할 수 있고 USDJPY는 하락을 통해 이를 기록할 것임.

기존 시장의 캐리 거래가 풀렸음

대부분의 투자자가 엔화 숏 포지션을 청산했고, 비영리 투자자와 자산운용사는 3년 연속 숏 포지션을 유지하다가 순매수로 전환함. 원칙적으로 이는 또 다른 급격한 상승 가능성을 제한하지만 임박한 반전을 보장하는 것도 아님. 레버리지 펀드는 6월 수준 대비 엔화 숏 익스포저를 줄였지만 글로벌 시장 변동성 하락을 감안하면 여전히 중립적인 포지션을 유지하고 있음. 하지만 매파적인 일본은행 커뮤니케이션 등 또 다른 변동성 이벤트가 발생하면 12개월 기준 예상보다 훨씬 빠르게 엔화가 상승할 수 있음. 이러한 단기 불확실성으로 인해 기존 캐리 트레이더는 평소보다 더 신중하게 대응해야 함.

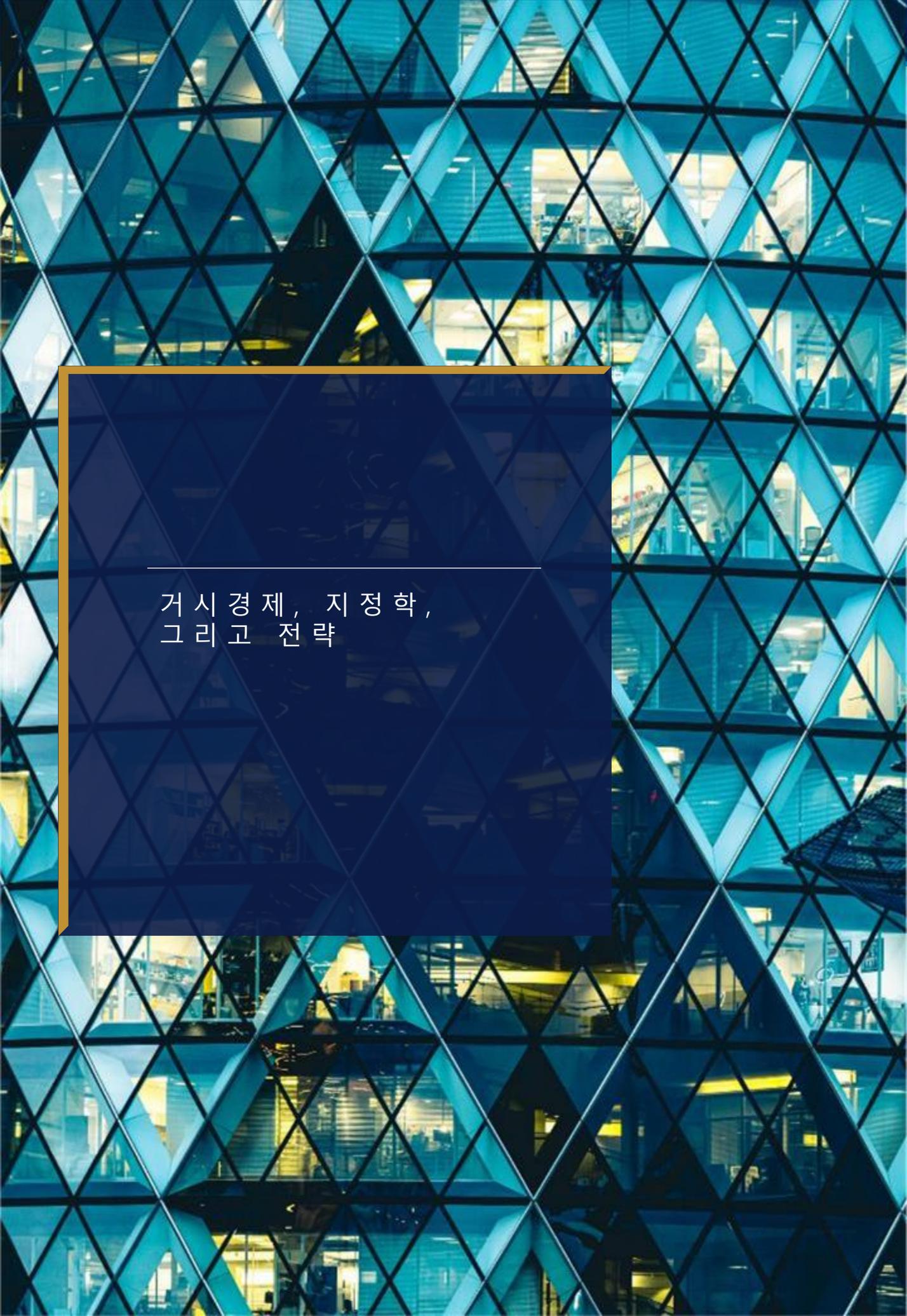
일본의 해외 자산 송환은 현재로서는 중대한 리스크는 아니지만, 시장에 큰 영향을 미칠 가능성이 있으므로 항상 주의를 기울여야 함

일본은행은 여전히 다른 국가와 다른 통화정책 경로를 취하고 있기 때문에 일본 기관투자자들은 자본 배분과 관련하여 다른 상충관계를 가질 수 있음. 이들은 2조 5,000억 달러 규모의 미국 증권을 보유하고 있으며, 이는 외국인 미국 증권 보유액의 거의 10%를 차지함. 공적 연기금과 기업 연기금은 보험사와 함께 점진적으로 해외 자산을 본국으로 송환하거나 다시 헤지할 수 있음. 당사는 엔화 약세의 임박한 트리거라기보다는 펀더멘털로의 엔화 평균 복귀를 위한 중기적 지지선으로 보고 있음.

엔화는 다음과 같은 기대감에 의해 계속 지지될 것으로 예상:

1. BOJ의 정책 정상화. 구로다 총재가 중립금리가 2% 미만일 수 있다고 밝힌 것도 엔화를 지지하고 있음.
2. 엔화가 매우 민감하게 반응하는 UST-JGB 수익률 차이가 좁혀지고 있음.
3. 일부 신흥국 외환의 높은 변동성은 캐리 트레이드 전략에 추가적인 역풍이 될 수 있음.
4. 일본 공적 연기금의 국내 증권으로의 재분배 가속화.

LAURENT CROSNIER
GLOBAL HEAD OF FOREX, AMUNDI



거시경제, 지정학,
그리고 전략

거시경제 중심

저자

미국 경제의 둔화 조짐, 그러나 아직 경기 침체는 아님

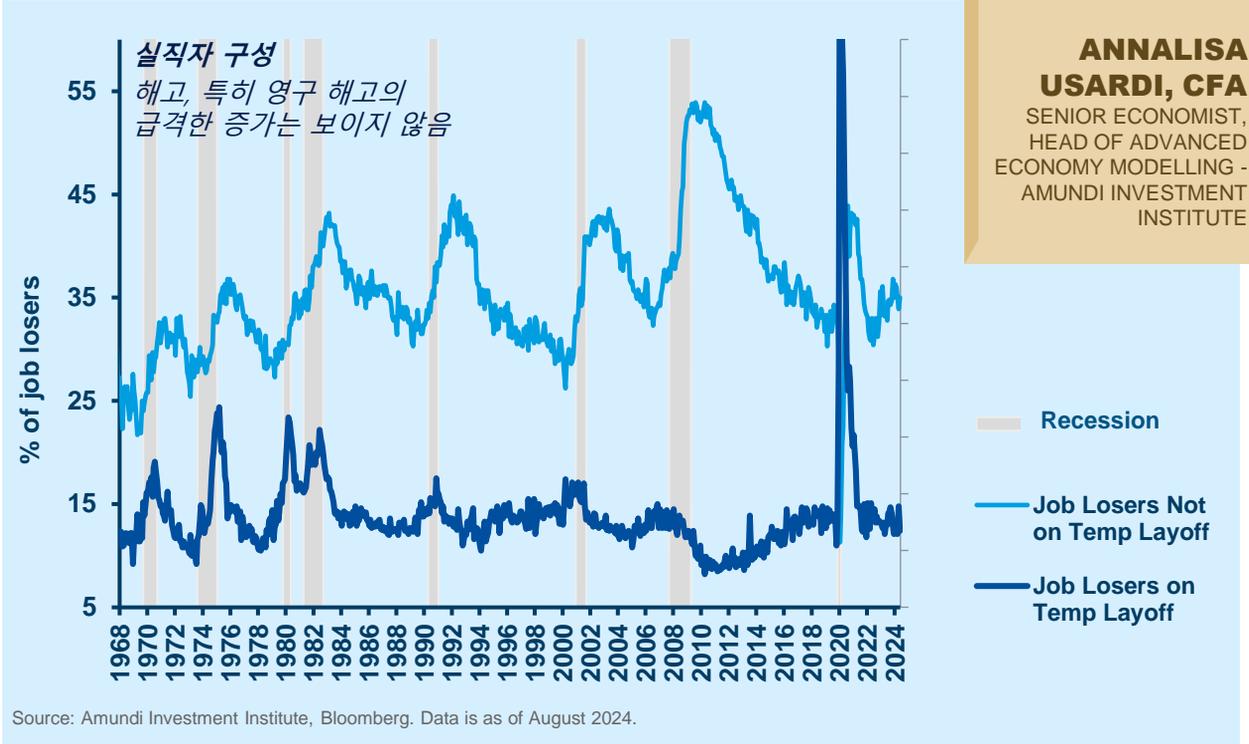
MAHMOOD PRADHAN

HEAD OF GLOBAL
MACROECONOMICS -
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

ANNALISA USARDI, CFA

SENIOR ECONOMIST,
HEAD OF ADVANCED
ECONOMY MODELLING -
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

미국 노동시장이 냉각되고 있지만 불황은 아님



7월 실업률이 4.3%(최근 8월 수치는 4.2%)로 상승하면서 미국 노동시장이 예상보다 악화될 수 있다는 시장의 우려가 커졌고, 경기 침체가 임박했다는 우려가 커졌음. 당사는 **미국 경제의 상당한 둔화를 예상하지만 경기 침체는 아닐 것으로 예상함.** 향후 몇 분기 동안 많은 노동시장 지표가 전반적으로 악화되면서 경기 둔화 속도가 상당 부분 둔화될 것으로 예상함.

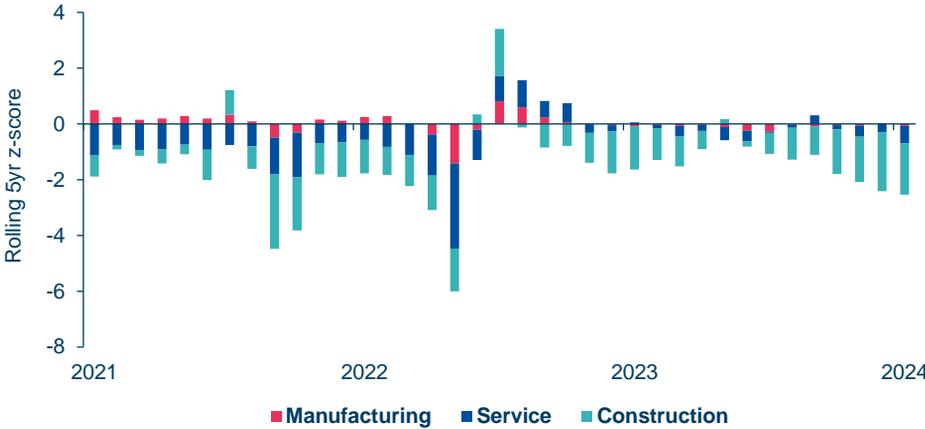
지금까지의 노동시장 약세는 경기 위축을 예고하기보다는 수요와 공급의 불균형이 재조정되는 비교적 '소프트한' 양상을 보임. 노동 수요 감소는 주로 일자리 감소와 고용 감소로 나타나고 있지만, 지금까지는 해고, 특히 정규직 해고의 급격한 가속화는 보이지 않았음. 실업률이 점진적으로 증가한 것은 특히 젊은 연령층과 이민자의 경제활동 참가율이 높아진 덕분에 노동 공급이 증가했기 때문임. 결과적으로 임금 상승률은 점진적으로 둔화되었으며 많은 선행 지표가 시사하듯이 앞으로 더 완화될 것으로 예상됨. 최근 임금과 함께 하향 조정된 고용 증가율은 교육, 의료, 정부 등 비경기 부문에 의해 주도되고 있으며, 경기 순환적인 부문에서는 최근 몇 달 동안 활력이 떨어지고 있음. 지속적인 청구는 지난 몇 달 동안 더 높은 수준으로 이동하여 안정화됨. 마찬가지로 해고가 증가하기 시작했고 실업 기간이 길어지고 있음. 급여 상승이 완만해지면서 근로자들은 더 이상 이전처럼 직업을 바꾸지 않고 있음.

그럼에도 불구하고 이러한 모든 지표가 최고 수준에서 하락한 것은 사실이지만, 대부분의 지표가 아직 전형적인 경기 침체 수준에는 미치지 못하고 있음. 하지만 과거 성장이 둔화되었을 때 노동시장 악화가 가속되었다는 점을 염두에 두어야 함. 따라서 앞으로 고용주의 행동, 특히 영구 해고 속도와 관련된 통계는 주목해야 할 핵심 지표가 될 것이며, 소프트 패치와 더 깊은 침체 사이의 차이를 결정할 것임.

중국

중국의 단기 전망 약화

중국 PMI 고용



Source: Amundi Investment Institute, CEIC. Data is as of 28 August 2024.

중국의 7월 소매판매는 전년 동월 대비 2.7% 증가하며 완만한 성장세를 이어갔고, 이는 완만한 소비자 수요를 반영함. 앞으로의 길은 결코 낙관적이지 않음. 중국의 일반 소비자는 고용시장의 불확실성 증가와 자산 감소를 모두 감당해야 함. 전자의 경우 PMI 고용 지수는 특히 건설 부문에서 실업 압력이 높아졌음을 보여줌. 후자의 경우, 주택 가격의 지속적인 하락과 주식 시장의 약세로 인해 소비 성향이 감소함. 주요 문제를 해결하기 위한 정책 측면의 증거가 부족하기 때문에 수출 주도의 회복세가 정체되면서 소비자들의 소비 둔화가 지속되고 전체 성장에 부담을 주기 시작할 것임.

저자

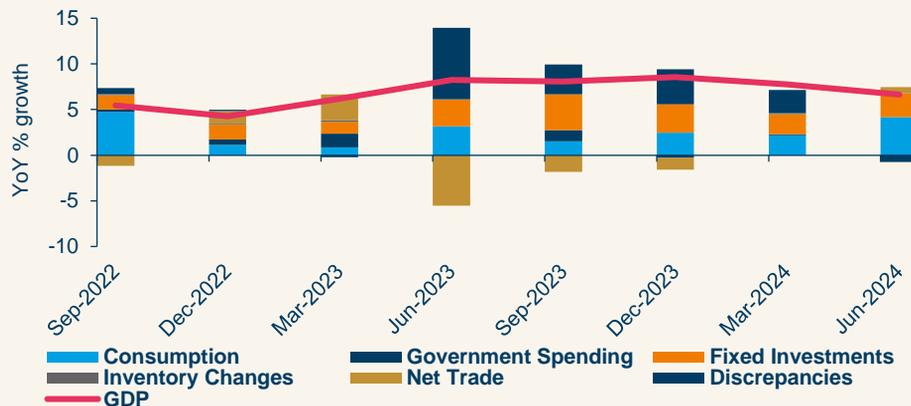
CLAIRE HUANG

SENIOR EM MACRO STRATEGIST - AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

인도

24년 2분기 약세에도 불구하고 여전히 견조한 성장세를 보임

인도의 GDP 성장률 및 구성 요소



Source: Amundi Investment Institute, CEIC. Data is as of 1 June 2024.

예상대로 인도의 24년 2분기 GDP는 전년 동기 대비 6.8%, 전년 평균 8.2%로 지난 4분기에 비해 성장세가 둔화됨. 긍정적인 점은 가계 소비의 성장 기여도가 가장 높았으며(6.7% 중 4.2%), 이전 분기보다 포용적인 성장 동력이 강조되었고, 투자의 성과에 의해 주도되었다는 점임. 고정투자의 기여도는 6.7% 중 2.6%로 여전히 상당한 비중을 차지함. 이 데이터는 CY-24의 6.8%(이전 예상치인 6.7%에서 상승)로 견고한 속도로 성장하고 있는 국가의 그림에는 변함이 없음. 헤드라인 인플레이션은 양호한 것으로 나타났지만, 식품 가격의 상승 리스크는 여전히 남아 있음. 이러한 거시적 배경을 고려할 때 기준금리는 2024년 4분기에 완만한 완화 사이클(25bp)을 시작할 것으로 예상됨.

저자

ALESSIA BERARDI

HEAD OF EMERGING MACRO STRATEGY - AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

거시경제 스냅샷



미국 경제의 경우, 경기 침체를 예상하지는 않지만 많은 노동시장 지표의 광범위한 약화에 따라 향후 몇 분기 동안 눈에 띄게 둔화될 것으로 예상함. 생산성 향상과 수요 둔화로 인해 인플레이션이 완화될 것이며, 고착화된 서비스 부문에서도 2025년 중반에는 목표치에 도달할 수 있을 것으로 예상됨.



임금이 계속 추세를 따라잡고 추세 이상으로 유지되고 있지만 인플레이션이 완화되면서 실질소득 증가율 개선에 힘입어 소비가 회복됨에 따라 유로존 성장률은 여전히 견고하고 점진적으로 잠재 성장률에 도달할 것으로 예상함. 성장과 인플레이션 패턴은 외부 요인에 대한 취약성과 마찬가지로 유로존 회원국 간에 여전히 이질적인 모습을 보이고 있음.



영국 경제는 상반기에 깜짝 성장세를 보이며 2024년과 2025년 전망치를 상향 조정했지만, 하반기에는 성장세가 다소 둔화될 것으로 예상됨. 헤드라인 인플레이션은 목표치를 향해 계속 둔화되고 있으며, 서비스의 긍정적인 발전으로 인해 노동시장이 냉각되는 상황에서도 실질 가처분 소득 증가와 내수를 뒷받침하고 있음.



일본은행은 여름에 당사의 예상을 깨고 금리를 인상함. CPI 상승세 둔화에도 불구하고 2% 인플레이션 목표 달성에 자신감을 보였고, 실질 금리 시장의 혼란을 정상화하기 위해 추가 인상을 예고했음. 2025년에 두 차례의 추가 인상이 예상되며, 최종 금리는 0.75%로 예상 명목 중립금리 범위의 하한선에 도달할 것임. 임금 상승률이 더 빨라질 경우 조기 인상이 예상된다.

한국은행은 8월 기준금리를 3.5%로 동결하고 매파적 기조를 유지하면서 주택가격 리플레이션과 가계신용 증가 위험을 강조하며 시장의 인하 압박을 견뎌냄. 국내 금융 리스크가 잘 억제되고 있고 전반적인 성장률이 잠재성장률을 약간 밑돌고 있기 때문에 한국은행은 분기당 한 차례씩 정책금리를 인하하며 완화 속도를 조절할 가능성이 높음. 10월에 첫 인하를 시작으로 2025년 말까지 총 4번의 인하를 통해 정책금리를 2.5%까지 낮출 것으로 전망함.



8월 중순, 조코 위도도 인도네시아 대통령은 2025년 예산 초안을 발표함. 2024년과 2025년의 재정 적자 목표는 각각 2.7%와 2.5%로 GDP의 3%라는 재정 규칙을 준수하고 있음. 예상대로 무상급식 프로그램 시행은 단계적으로 신중하게 계획되었으며, 1차적으로 GDP의 0.3%를 차지함. 재정 건전성에 대한 약속은 있지만, 새 내각이 10월 20일까지만 확정되기 때문에 연말까지 최종 버전에서 일부 세입 또는 세출 목표가 변경될 수 있음.

브라질 경제는 룰라의 재정 조치와 금리 인하로 인해 올해 GDP가 3% 성장할 수 있고 기저 효과로 인해 최근 인플레이션이 상승하는 추세를 보이고 있는 등 견조한 모습을 보이고 있음. BCB는 기준금리를 더 오래 유지하기를 원하지만 신뢰도를 높이고 인플레이션 기대치를 안정시키기 위해 연준과 매우 동떨어진 소폭의 인상 사이클을 겪어야 할 수도 있음. 2024년 재정 목표는 현재 도달 가능한 수준이지만, 여전히 소폭(~\$R10B)의 예산 동결/추가 세입 조치가 필요할 것으로 봄.



멕시코 경제 활동은 2023년에 비해 금년 훨씬 더 둔화되어 최근의 부정적인 헤드 라인 인플레이션 역학보다 더 큰 우려를 불러 일으켰음. 최근 핵심 인플레이션은 양호한 추세를 보임. 중앙은행은 AMLO의 개혁, 미국 선거, 멕시코의 어려운 재정 출발점, 반시코의 잠재적 조치와 관련된 불확실성 속에서 멕시코 중앙은행의 기대 이하의 지표에도 불구하고 향후 모든 회의에서 분할 방식으로 정책 금리를 인하할 가능성이 높음.



중앙은행 시계

연준의 완화정책은 다가오고 있으며 신흥국 내러티브도 지배하고 있음

선진시장

연준은 9월 회의에서 금리 인하를 시작할 가능성이 높음. 최근 FOMC와 잭슨홀 회의의 메시지는 디플레이션 추세에 대한 자신감이 높아졌고 성장과 노동시장 약화에 초점을 맞추고 있음. 당사의 베이스라인 시나리오는 연말까지 두 차례에서 세 차례로 변경되었으며, 각각 25bp씩 인하될 것으로 예상함.

6월의 첫 인하 이후 7월에 잠시 멈췄던 ECB는 최근 임금 상승률 둔화와 성장 모멘텀 둔화로 디플레이션 추세가 뒷받침되면서 9월에 다시 완화정책을 재개함.

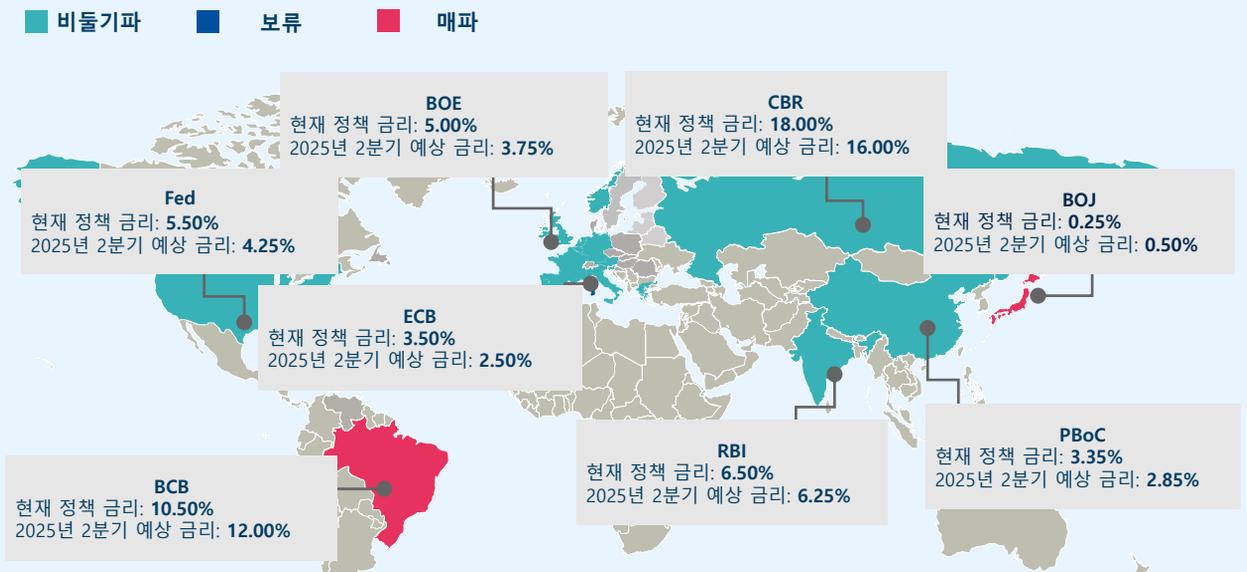
영란은행은 8월부터 금리 인하를 시작했으며, ECB와 마찬가지로 연말까지 세 차례의 추가 인하를 통해 완화 기조를 계속할 것으로 예상됨.

깜짝 인상 이후 매파적인 지침에도 불구하고 일본은행은 내년 1분기 말, 아마도 3월 임금 협상 이후까지 금리 인상을 단행하지 않을 것으로 봄.

신흥시장

8월에도 신흥국 중앙은행의 통화완화 조치는 미미했음. 루마니아와 필리핀이 완화 사이클을 시작한 반면 페루와 멕시코는 완만한 속도로 통화정책 규제를 계속 완화하고 있다는 점을 언급할 필요가 있음. 다가오는 연준의 금리 인하와 달러화 약세가 인플레이션 측면의 악재보다는 신흥국 중앙은행 조치에 대한 내러티브를 지배하고 있음. 이는 예상보다 높은 인플레이션이 통화정책 완화의 시작과 지속을 막지 못한 필리핀과 멕시코에서 특히 두드러짐. 당사는 오랜만에 내년 신흥국 정책 금리 전망치를 인상하지 않았으며, 오히려 일부 국가(폴란드, 페루, 사우디, 칠레, 콜롬비아, 멕시코)에서 추가 완화 기조가 이어질 것으로 봄. 브라질의 경우, 추가 예산 동결이 발표되거나 새로운 수입원을 찾지 못하면 재정 목표에 따른 위험 프리미엄이 점점 더 높아짐에 따라 중앙은행이 단계적인 소폭 인상을 고려하고 있을 가능성이 높음.

예정된 금리 결정 회의 및 2025년 2분기 아문디의 전망



Source: Amundi Investment Institute as of 12 September 2024. Illustrative map for monetary policies. CB: central banks. DM: developed markets. EM: emerging markets. Central Bank stance refers to expected changes in CB balance sheets, policy rates, or real rates until Q2-2025. CB Forecasts are by Amundi Investment Institute and are as of 23 August 2024. Fed: Federal Reserve, ECB: European Central Bank, BoE: Bank of England, BoJ: Bank of Japan, PBoC: People's Bank of China, BCB: Central Bank of Brazil, CBR: Central bank of Russia, RBI: Reserve Bank of India. For the Federal Reserve, current rate refers to the upper bound of the target range. For the BoJ, current rate refers to the upper bound of the target range. For the ECB, current rate refers to the deposit facility.

주요 일정	9월 18일	9월 19일	10월 17일
	미국 연방공개시장위원회 (FOMC) 회의	BOE 통화정책위원회 회의	ECB 이사회 회의

지정학

해리스의 외교 정책에서 기대할 수 있는 것

외교 정책 문제에 대한 카말라 해리스의 입장에 대해서는 알려진 바가 많지 않음. 전반적으로 그녀는 바이든 행정부의 외교 정책과 밀접한 관계를 유지할 것으로 예상할 수 있음. 그녀의 고문들은 클린턴 행정부와 오바마 행정부 모두와 가까웠으며 전통주의자이자 국제주의자로 여겨짐. 러시아/우크라이나에 대해서는 해리스가 장기적으로 러시아의 열망에 대해 더 우려하는 것처럼 보이기 때문에 러시아에 대해 더 매파적이고 우크라이나에 대해서는 지지할 것으로 예상됨. 중동 문제에 있어서는 이스라엘을 계속 지지하되 네타냐후에게 휴전과 두 국가 해법을 찾아야 한다고 더 많은 압력을 가할 것으로 봄. 그녀는 이스라엘과 아랍 이웃 국가들과의 관계를 개선하고자 하는 아브라함 협정을 지지해 왔으며 미국과 이란의 관계 완화를 원하고 있음. 과거에는 사우디아라비아에 대해 더 매파적인 태도를 보였으며 무기 판매와 군사 지원을 제한하는 법안을 지지함. 중국과 남중국해에 대한 미국의 태도와 관련해서는 바이든 정책이 지속될 것으로 예상됨. 그녀는 아시아와 태평양에서 동맹을 강화하기 위한 이니셔티브를 계속할 가능성이 높음. 유럽과 나토에 대해 해리스는 지지적인 입장을 보여 왔으며, 비슷한 정치 및 경력 배경을 고려할 때 케이어 스타머의 영국과 더 깊은 관계를 발전시킬 가능성이 있음. 전반적으로 해리스는 기후 변화에 관심을 갖고 있으며, 이 문제가 외교 정책에도 영향을 미칠 가능성이 높음.

저자

ANNA ROSENBERG
HEAD OF
GEOPOLITICS -
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

해리스는 기후 변화에 관심을 갖고 있으며 이 문제가 외교 정책에 영향을 미칠 가능성이 높음.

정책

2025년 유로존의 재정 방향은?

유로존(EZ)의 재정 기조는 2020년부터 2023년까지 매우 확장적이었음. 유럽 위원회(EC)는 이 기간 동안 재정 지출이 GDP의 4%에 달했다고 추정함. **2024년은 전환점이었음.** 지원책이 철회되면서 재정정책이 제한적으로 바뀌었음 (유로존의 재정적 충격은 GDP의 약 -0.75%). 상황은 회원국(MS)마다 크게 다름. 좋은 소식은 국가 차원에서 재정 지원을 받은 투자 지출이 유지되거나 심지어 증가했으며, 회복 및 복원력 기구(RRF)의 보조금으로 조달된 지출이 비록 작지만 긍정적인 기여를 했다는 것임. **재량 정책에 변화가 없다고 가정할 때, 2025년에 EZ 재정 기조는 다시 중립이 될 것임.** 이는 EC를 비롯한 대부분의 예측가들의 가설임. 하지만 이것이 현실적일까?

새로운 재정 거버넌스는 2025년부터 적용될 예정임. **GDP의 3%를 초과하는 적자를 기록하는 국가는 지출을 더 줄여야 함.** 이를 달성하기 위한 전략을 정의하는 것은 그들에게 달려 있음 (특정 조건 하에서 4년 또는 7년에 걸쳐 조정할 수 있음). 그들은 올 가을에 그들의 계획을 EC에 전달해야 함. 따라서 성장에 새로운 충격이 발생하지 않는 한 2025년에 유로존 전체의 재정적 입장은 제한적일 것임. EC의 시뮬레이션에 따르면, 2025년 수축적 재정 기조는 GDP의 -0.25%에서 -0.50% 사이가 될 것임 (조정이 4년 또는 7년에 걸쳐 수행되는지 여부에 따라 다를것). 다만, 내수 부진이 지속되고 있는 상황에서 노력해야 하는 MS는 가능한 한 이를 완화하려고 노력할 것임.

저자

DIDIER BOROWSKI
HEAD OF MACRO
POLICY RESEARCH -
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

유로존에서는 재정 통합이 불가피 함.

주요 및 대안 시나리오

확률 70%

주요 시나리오 탄력적인 멀티 스피드 성장

- 우크라이나/러시아: 전쟁은 지속 (휴전은 보이지 않음)
- 이스라엘: 확전 위험이 높음. 그러나 군사적 충돌은 국지적으로 유지될 것임
- 중국/미국: 통제된 하향 궤도
- 보호주의 강화, 우방국 지원

- 디플레이션 추세는 유지되지만, 특히 유럽에서 더디고 끈끈한 핵심 서비스가 유지되고 있음
- DM CB(연준/ECB/BoE): 2024년 말까지 -75bp
- 대부분의 DM 중앙은행들은 최대 기준금리를 적용중
- 다양한 재정 정책: EU는 제한적 입장, 미국은 여전히 지원적 입장, 중국은 온건한 목표 조치

- 탄력적인 다속도의 성장: 유럽의 완만한 회복, 미국의 완만한 둔화, 중국의 통제된 둔화
- 성장 격차는 여전히 EM을 선호

- 기후 변화는 성장을 저해하고 스태그플레이션 추세를 악화시킴

확률 20%

하방 시나리오 새로운 스태그플레이션 압력

- 우크라이나 전쟁 악화
- 중동 지역의 분쟁 확대
- 보호주의가 확산되고 보호주의 조치에 대한 보복이 증가하고 있음

- 인플레이션이 고착화되거나 다시 상승하면 재정 여건이 더욱 어려워짐
- 재정적 스트레스
- 중앙은행은 처음에는 인플레이션 때문에 금리 인하를 자제함. 경기 침체가 발생하면 금리 인하로 이어질 수 있지만 이는 두 번째 단계에 불과함

- 경기 침체 전망

- 정책의 추가 지연은 더 많은 기후 악영향을 의미함

확률 10%

상승 시나리오 생산성 향상을 통한 디플레이션 완화

- 우크라이나의 휴전/확전 해제
- 이스라엘과 하마스 간의 영구 휴전
- 에너지/식료품 가격 인하

- 더 빠른 디스인플레이션
- 기본 시나리오보다 더 많은 금리인하 단행

- 더 일찍 잠재 성장률로 복원
- 미국의 잠재 성장률이 상향 조정됨

- 넷 제로로의 전환을 위한 보다 단호한 정책 조치

기본 시나리오에 대한 위험

LOW ← 확률 → HIGH

10%

크레딧 이벤트 또는 기타 사고로 인한 시장 혼란

15%

중앙은행의 잘못된 통화 정책으로 경기 침체 초래

20%

전 세계로 파급되는 지정학적 위기

20%

인플레이션 재가속화 (미국)

시장 영향력

미국 국채, 현금 및 금에 긍정적

현금, 인화, 금, 품질 대 성장, 방어주 대 경기사이클에 긍정적

선진국 통화, 현금, 금, 달러, 변동성, 방어 자산, 석유에 긍정적

물가연동채권, 금, 원자재 외환 및 실물 자산에 긍정적

크레딧은 마이너스

위험 자산 및 원자재 수출업체에는 마이너스

크레딧, 주식 및 신흥국에서는 마이너스

채권, 주식, 선진국 외환 및 신흥국 자산은 마이너스

Source: Amundi Investment Institute as of 30 August 2024. DM: developed markets. EM: emerging markets. CB: central banks. USD: US dollar. TIPS: Treasury inflation-protected securities. FX: foreign exchange markets.

EMFX 프로세스: 전술적 신호

DEBORA DELBÒ

SENIOR EM MACRO STRATEGIST - AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

이 체계적이고 다각적인 접근 방식은 **신흥시장 외환 분야에서 매력적인 기회를 포착하고 리스크를 관리하는 것을 목표로 함**. 모델은 통화 움직임을 예측하는 데 경험적으로 가치가 있는 것으로 입증된 신호에 집중됨. 그런 다음 이러한 개별 신호를 **각 통화에 대한 종합 지표로 결합함**. 이 신호들은 일반적으로 서로 낮은 상관관계를 보임. 이 모델은 세 가지 핵심 요소로 구성됨:

1. FX 점수: 다양한 입력 요소를 결합하여 각 통화에 대한 종합 점수를 산출함. 기준은 다음과 같음:

- **밸류에이션:** 이 모델은 단기 편차뿐만 아니라 실질 실효 환율 추세와의 편차도 살펴봄.
- **EM FX 모멘텀:** 이 모델은 모멘텀 기반 투자 전략을 사용함. 모멘텀 트레이딩은 가장 인기 있고 역사적으로 성공적인 투자 접근법 중 하나임.
- **경제 서프라이즈 지수:** 시장 기대치 대비 데이터 서프라이즈를 측정함. 수치가 양수이면 예상보다 강한 데이터를, 음수이면 그 반대를 나타냄.
- **원자재 모멘텀:** 이 모델은 원자재 가격 모멘텀과 신흥국 통화에 미치는 영향 사이의 관계를 포착하는 것을 목표로 함.

2. 거시적 위험: 신흥국 거시적 위험 지표(씨티의)는 신흥국의 경제 위험을 측정함.

3. 캐리: 이 모델은 각 통화의 캐리(이자율 차이)를 고려하는데, 이는 전체 FX 수익률 성과에서 관련 부분을 차지하기 때문임.

FX 스코어, 매크로 리스크, 캐리는 모두 신흥국 외환 시장에서 기회를 포착하는 데 도움이 됨.

최종 투자 쿨은 다음과 같음:

- FX 스코어가 지지적이고 캐리 스코어도 지지적이며(교차 평균 + 1 표준편차 이상) 매크로 리스크가 감소하는 경우 **매수 신호**임.
- FX 스코어가 마이너스이고 캐리도 지지되지 않는 경우 **매도 신호**임.
- 그렇지 않으면 전반적으로 중립적인 입장을 취하는 것.

Country	Currency	FX Score	Carry Score	Macro Risk	Final Call
Brazil	BRL	🟢	🟡	🟢	Neutral
Chile	CLP	🟢	🔴	🟢	Neutral
Colombia	COP	🟢	🟢	🔴	Long
Czech Rep.	CZK	🔴	🟡	🟢	Neutral
Hungary	HUF	🟢	🟡	🟢	Neutral
India	INR	🟢	🟢	🟢	Neutral
Indonesia	IDR	🟢	🟡	🔴	Neutral
Israel	ILS	🟢	🟡	🔴	Neutral
S. Korea	KRW	🟢	🔴	🟢	Neutral
Malaysia	MYR	🟡	🔴	🟢	Neutral
Mexico	MXN	🟢	🟢	🟢	Neutral
Peru	PEN	🟡	🟡	🔴	Neutral
Philippines	PHP	🔴	🟡	🔴	Neutral
Poland	PLN	🟢	🟡	🟢	Neutral
Romania	RON	🟡	🟡	🟢	Neutral
South Africa	ZAR	🟢	🟢	🟢	Neutral
Taiwan	TWD	🟢	🔴	🔴	Neutral
Thailand	THB	🟡	🔴	🔴	Neutral
Turkey	TRY	🔴	🟢	🟢	Neutral

Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg. Data is as of end of August 2024. In the next Cross Asset editions we will present also the single score components.

차트로 보는 주식

저자

DM: 박스권 장세에서의 여름 패닉

ERIC MIJOT

HEAD OF GLOBAL EQUITY STRATEGY - AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

MSCI ACWI & MSCI ACWI 동일 가중치



Source: Amundi Investment Institute, LSEG Refinitiv. Data is as of 26 August 2024.

박스권 장세는 2024년 4월 이후 MSCI ACWI 동일가중지수의 경우 분명한 반면 시가총액가중지수는 변동성이 더 컸음. 현재 두 지수 모두 박스권 상단에서 다시 거래되고 있음. 계절적 요인과 미국 대선을 고려할 때 이러한 추세는 당분간 지속될 것으로 보임.

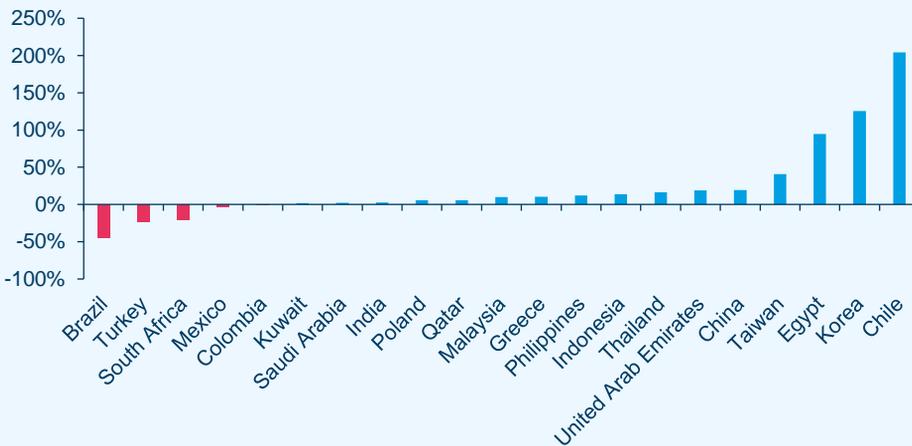
EM: 2분기 연속 긍정적인 보고 시즌으로 수익 회복 확인

저자

ALESSIA BERARDI

HEAD OF EMERGING MACRO AND STRATEGY RESEARCH - AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

2024년 2분기 보고 시즌 - 결과 (아직 일부)



Source: Amundi Investment Institute, S&P Capital IQ. Data is as of 19 August 2024.

MSCI EM 구성종목의 약 50%가 실적을 발표했음 (8월 19일 기준). GEM 2024년 2분기 순이익 전년 동기 대비 성장률은 2년 연속 플러스(미화 기준 +11%)를 기록하며 한동안 예상되었던 수익 회복을 확인했으며, 기술 부문도 포함됨. 전년 동기 대비 마이너스 실적을 기록한 곳은 멕시코, 터키, 브라질에 불과했음. 업종별로는 IT, HC, 산업 부문이 평균적으로 가장 좋은 실적을 보였고, 에너지 부문이 가장 저조함.

차트로 보는 채권

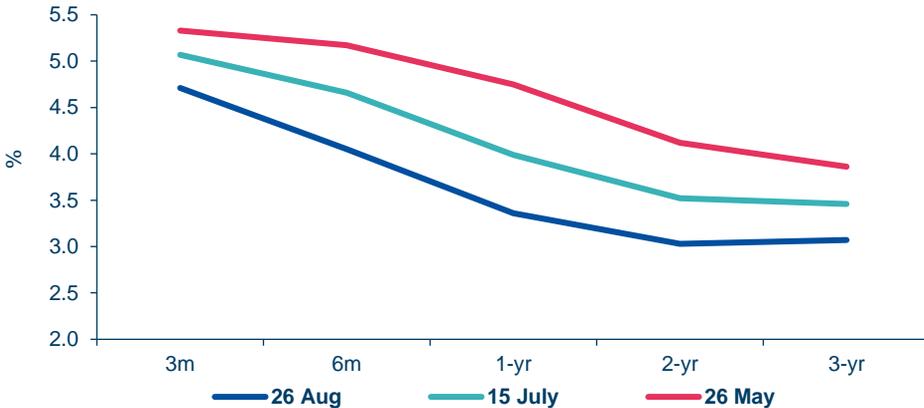
저자

DM: 시장은 연준의 잠재적 인하 가능성을 재평가하고 있음

VALENTINE AINOZ

HEAD OF GLOBAL FIXED INCOME STRATEGY - AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

연준 금리 시장 가격



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg. Data is as of 27 August 2024.

지난 3개월 동안 시장은 연준의 단기 및 중기 금리 인하 가능성을 모두 크게 재조정했음. 연말까지 예상되는 금리 인하 폭을 50bp에서 100bp로 두 배로 늘렸으며, 현재 시장은 2~3년 후 연준 금리가 3%에 근접할 것으로 전망함.

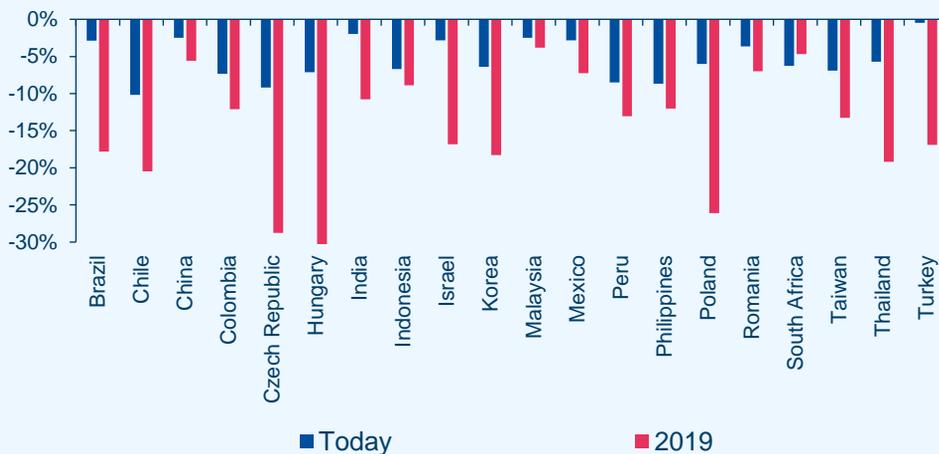
EM: 연준 피벗 전까지 신흥국 국채 금리가 하락할 여지가 남아 있음

저자

ALESSIA BERARDI

HEAD OF EMERGING MACRO AND STRATEGY RESEARCH - AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

연준 금리 인하 60-15일 전 2019년과 현재 수익률 하락 비교



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg. Data is as of 28 August 2024.

9월 18일로 예상되는 연준의 첫 금리 인하가 다가오면서 최근 며칠간 신흥국 채권 수익률이 하락함. 그러나 연준의 금리 인하 사이클 시작 의지와 관련된 불확실성과 인플레이션에 대한 지속적인 우려로 인해 최근 몇 달 동안 투자자들이 신흥국 채권 매수를 주저하고 있음. 8월 28일 기준 지난 45일 동안의 수익률 하락폭은 남아프리카공화국을 제외하고는 2019년 연준의 금리 인하 사이클에 비해 훨씬 낮음. 연준의 인하 결정이 확정되는 대로 향후 몇 달 동안 수익률 하락이 가속화될 것으로 예상함.

코 모 디 티

금

금은 일시적인 펀더멘털 약화(중국 주얼리 수요 및 중앙은행 매입 중단)와 포지션 및 밸류에이션 상승에도 불구하고 통화 피벗에 의해 지지될 가능성이 높음. 상승 여력은 양적완화 규모에 따라 달라질 것임. 목표 (\$/온스): 3M 2500, 12M 2700.

오일

중국의 수요 약세와 공급 증가 전망으로 인해 석유 펀더멘털은 완만함. 하지만 석유 시장은 여전히 약간タイト하고 포지션은 낮으며 밸류에이션은 저렴함. 지정학적 요인으로 인한 프리미엄은 미미할 것으로 보임. 브렌트유 목표 범위(\$/b)를 유지함: 3m [80-85], 12m [75-80].

산업용 금속

글로벌 및 중국 성장 불확실성으로 인해 금속 변동성은 평년 수준을 유지할 것으로 봄. 하지만 대부분의 약재는 이미 가격에 반영된 것으로 보이며 디스카운트는 상당히 진행된 상태임. 핵심 비중 배분은 여전히 중기적으로 적절한 위험/보상을 제공함. 구리 목표가(\$/t)는 유지함: 3M 9500, 12M 10000.

피벗을 통한 금 추가 이익. 금속은 근본적으로 저렴해 보임.

통 화

유로

유로존과 중국의 약한 성장 전망에도 불구하고 투기적 투자자들이 유로화에 대한 노출을 늘리면서 마침내 1.10을 돌파했음. 높은 절대금리와 구조적인 국제수지 개선은 이러한 움직임이 2025년까지 이어질 수 있음을 시사함.

달러

달러 약세로 향하는 길은 시작되었고 아직 끝나지 않았음. 연준의 금리인하 기대감과 함께 위험자산 매도가 이어진다면 달러는 최고의 분산투자가 되지 못할 것임. 미국 경기침체 가능성이 높아졌지만 유동성은 여전히 풍부하고 리파이낸싱 활동은 낮은 수준을 유지하고 있음.

스털링

강력한 성장세와 견고한 근원 인플레이션으로 인해 영국 중앙은행 기준금리 인하는 GBP에 거의 이벤트가 아니었음. 영국의 부채 상환 비율이 과거 평균에 비해 여전히 낮은 수준이기 때문에 BoE의 규제 완화가 GBP에 강한 역풍이 되지 않을 것으로 예상함. 파운드화는 펀더멘털 대비 여전히 저렴하며 달러화 약세 환경에서는 더 좋은 성과를 낼 수 있음.

엔

경기 침체에 대한 우려와 매파적인 일본은행의 영향으로 7월 이후 엔화 캐리 트레이딩이 급격히 축소됨. 2025년 2분기 USDJPY 목표치를 140에서 135로 수정했음. 아직은 엔-달러 환율이 너무 공격적으로 조정될 시기는 아니라고 봄.

저 자

JEAN-BAPTISTE BERTHON
PORTFOLIO STRATEGY INSIGHTS – AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

저 자

FEDERICO CESARINI
HEAD OF DM FX STRATEGY - AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

미 달러화는 연준이 가격을 재조정할 때 최고의 분산 투자 수단이 아님.

글로벌 투자 전망



GLOBAL INVESTMENT VIEWS



시장 기대치에 대한 현실 점검의 여름

여름 동안의 시장 움직임은 밸류에이션이 높은 시기에 기업 실적이나 통화정책 기대에 대한 불일치, 성장에 대한 불안감이 급락을 촉발할 수 있음을 상기시켜 주었음. 연준 뜻으로 인해 대부분의 주요 시장이 8월 초의 변동성에서 회복되었지만, 일부 세그먼트는 여전히 완벽에 가까운 가격을 유지하고 있다는 사실을 무시할 수 없음. 특히 인플레이션이 진정되고 경제 활동이 약화되며 미국 대선을 둘러싼 혼란이 커지면서 기업 실적과 정책 조치가 더욱 주목받고 있음.



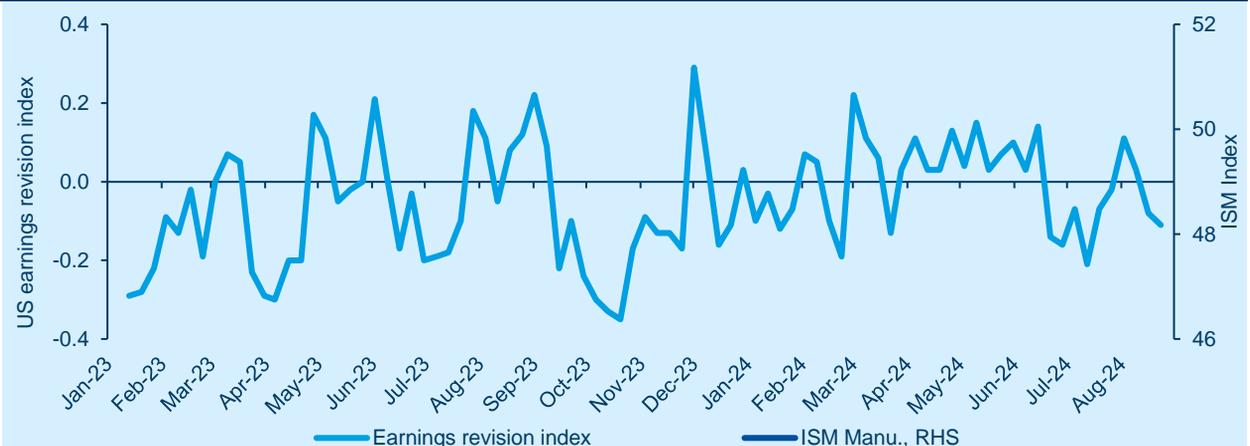
VINCENT MORTIER
GROUP CIO

- 미국의 연착륙, 경기침체 없는 시나리오가 확인 됨. 느리지만 붕괴되지는 않은 노동시장과 약한 고정 투자는 모두 완만한 둔화를 가리킴. 영국의 경우 올해 성장률 전망치를 소폭 상향 조정했지만 내수에 대한 물음표는 여전히 남아 있음.
- 미국과 유럽에서 디스인플레이션 추세가 확인 됨. 단위 노동 비용과 고용 비용 지수의 약세로 인해 2024년 4분기 미국의 헤드라인 소비자 물가 상승률 전망치를 하향 조정함. 노동 생산성 향상도 디스인플레이션을 촉진할 것임. 유럽에서는 디스인플레이션의 속도가 서비스 인플레이션과 연결되어 있으며, 이는 고착화될 수 있음.
- 일본을 예외로 두고 중앙은행 간 금리 차이의 국면이 끝날 수 있음. 올해 남은 기간 동안 연준은 세 차례, 유럽중앙은행과 영란은행은 각각 세 차례의 금리 인하를 전망함*.
- 중국은 어려운 회복의 길에 직면해 있음. 노동시장이 악화되면서 주택 시장에 대한 지원은 오래 가지 못했음. 소비자 신뢰도 악화로 인해 기업 수익성이 영향을 받고 있음.



MATTEO GERMANO
DEPUTY GROUP CIO

미국: 기업 실적 수정과 경기 약세가 주가에 반영될 수 있음



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg, as on 31 August 2024. Citigroup Earnings Revision Index for US. Number below 0 means analysts are pessimistic about earnings outlook.

*From beginning of September to the end of the year.

단기적으로 시장은 뚜렷한 방향성 없이 박스권에서 움직일 가능성이 높음. 하지만 다양한 자산에서 가치 영역을 탐색할 수 있음:

- **교차 자산.** 완만한 미국 경기 둔화, 유럽 성장의 취약성, 일부 섹터의 밸류에이션 상승으로 인해 신중한 리스크 조정이 필요하지만 구조적인 위험 축소는 필요하지 않음. 따라서 당사는 전술적으로 미국, 유럽 소형주 및 신흥국에 대한 포지션을 축소함. 영국과 일본에 대해서는 전체 주식에 대해 소폭의 포지션을 유지함. 그 외 신흥국 부채에 대해서는 여전히 긍정적이지만 미국 대선을 둘러싼 변동성이 일부 통화와 현지 부채에 영향을 미칠 수 있다고 봄. 미국 국채와 유럽 채권은 여전히 매력적인 수익률을 제공하고 있지만 투자자들은 안전자산을 늘리는 것을 고려해야 함. 지정학적 긴장과 안전자산인 금의 매력은 금에 대해 긍정적인 포지션을 유지하도록 유도함.
- **여름 동안 급격한 수익률 변동으로 인해 듀레이션에 대한 유연하고 적극적인 포지션이 필요해짐.** 장기적인 관점에서는 미국 국채에 긍정적이지만 전술적으로 포지션을 약간 축소했음. 현재 단기물 (2년 만기)은 비싸지만 중기물은 여전히 가치가 있다고 봄. 핵심 유럽에서는 건설적인 포지션을 유지하지만 영국은 중립으로 하향 조정함. 그 외 지역에서는 미국 증권화 시장이 매력적으로 보이지만 선별적으로 접근하고 있음. 당사는 자동 ABS를 선호하며 비둘기파적인 연준이 기관 MBS 스프레드를 지지할 것으로 봄. 기업 크레딧은 기회를 제공하며 미국과 유럽 모두에서 하이일드보다 투자등급을 선호함.
- **균형을 유지하며 시장 변칙을 활용.** 8월 초의 시장 스트레스는 미국 대형주 외의 랠리 확대를 뒷받침했음. 이들 섹터를 제외한 종목의 실적이 따라잡히면 상승세는 계속될 것으로 보이지만 선형적이지 않을 수 있음. 따라서 고가 종목, 미국 성장주, 대형주에 대해서는 신중한 포지션을 유지함. 반대로 동등한 가치 접근법과 미국 가치를 선호함. 밸류에이션이 더 저렴한 유럽에서는 경기사이클과 방어주에 대해 긍정적인 포지션을 유지하며 균형을 유지함.
- **신흥국 시장의 성장은 견고한 기반을 유지하고 있지만 미국 대선을 고려할 때 단기적으로 보호무역주의의 압력이 있을 수 있음.** 중국의 경우 정부가 부동산 시장을 부양하기 위해 단편적인 노력을 기울이고 있지만 여전히 경계하고 있음. 대신 인도네시아, 인도, 브라질과 같은 시장의 주식을 선호함. 신흥국 부채의 캐리는 견조하지만 선별적으로 대응하고 있으며 현지 통화 부채에 대한 역풍을 모니터링하고 있음.

중앙은행이 금리를 인하하고 미국 경기 침체 위험이 제한적인 상황에서 당사는 위험자산에 대한 절제된 포지션을 유지하며 완만한 포지션을 유지함.

전반적인 위험 심리

Risk off Risk on



위험을 감수하는 온건한 자세로, 전술적 조정과 과도한 영역에 대한 주의를 기울임.

전월 대비 변경 사항

- **교차 자산:** 미국, 유럽 소형주 및 신흥국 주식에 대해 전술적으로 중립 포지션임.
- **채권:** 미국 및 영국 듀레이션에 덜 긍정적, 전반적으로 유연한 접근으로 중립으로 전환.

Overall risk sentiment is a qualitative view towards risk assets (credit, equity, commodities) expressed by the various investment platforms and shared at the global investment committee (GIC) held on 30 August 2024. It reflects views over a one month horizon, from one GIC to the other. Our stance may be adjusted to reflect changes in the market and economic backdrop.

ECB= European Central Bank, DM= Developed Markets, EM = Emerging Markets, CBs = central banks, IG = investment grade, HY = high yield, BTPs = Italian government bonds, JGBs = Japanese government bonds. For other definitions see the last page of this document.

세 가지 인기 질문

1

올해 중앙은행 정책은 어떻게 변화할 것으로 예상하는지?

앞서 중앙은행 정책의 일시적인 차이를 지적한 바 있음. 이제 이러한 차이가 끝나가고 있는 것으로 보임. 올해 연준은 총 세 차례의 금리 인하*(각 25bp)를 예상하고 있으며, 이미 시행된 금리 인하에 더해 유럽중앙은행과 영란은행도 각각 세 차례의 금리 인하를 단행할 것으로 예상함. 시장은 연준의 금리 인하를 4회 이상으로 예상하고 있지만, 이는 지나치게 비둘기파적이라고 생각하며 인플레이션이 고착화될 경우 의문을 제기할 수 있음. 유로존의 임금 상승률과 인플레이션 둔화는 ECB의 양적완화 사례를 뒷받침할 수 있음. 그러나 일본은행은 예외임. 일본은행은 추가 결정을 내리기 전에 임금 상승률, 인플레이션, 금융시장 안정성을 고려할 가능성이 높음. 당사는 일본은행이 올해 금리 인상을 자제해야 한다고 생각하지만 2025년 2분기에 인상할 것으로 예상함.

중앙은행 금리 전망

- 연말 전망: 연준(상한) 4.75%, ECB(예금금리) 3.00%, 일본은행 0.25%

2

미국 경제와 노동시장에 대해 어떻게 생각하는지?

미국 경제 활동에 대해 많은 이야기가 나오고 있음. 당사의 견해는 여름 동안 변함이 없으며 현 단계에서는 경기 침체 가능성은 여전히 낮다고 봄. 하지만 노동시장이 계속 약화되면서 올해 하반기에 완만한 경기 둔화가 집중될 것으로 보임. 노동시장은 미국의 소비와 경제 성장을 평가하는 핵심 변수임. 현 단계에서는 특히 관련성이 높은 영구 해고가 통제되고 있음. 전반적으로 2024년 실질 GDP 성장률 전망치는 전년 대비 2.5%로 변동이 없을 것으로 예상됨. 인플레이션 측면에서는 지속 가능한 하향 궤도가 유지될 것으로 보임.

투자 시사점

- 미국 주식은 보합에 가깝음
- EUR/USD: 1.15(2025년 2분기)

3

올해 금값이 지금까지의 상승세를 유지할 수 있다고 생각하는지?

금값은 달러 약세, 지정학적 긴장, 연준의 금리인상 기대감으로 인해 상승함. 또한 장기적인 관점에서 볼 때 재정 방만과 공공부채 증가는 법정화폐를 압박할 수 있으며, 이는 가치저장 수단으로서 금의 매력을 높여줌. 따라서 당사는 귀금속에 대해 긍정적인 포지션을 유지함. 구리의 경우 경기사이클 원자재에는 연준 피벗보다 경제 활동이 더 중요함. 하지만 글로벌 성장 둔화와 중국 수요에 대한 불확실성은 구리와 같은 원자재에 상당 부분 반영된 것으로 보임. 따라서 당사는 약간 건설적인 포지션을 유지함.

투자 시사점

- 12개월 목표: 구리 \$10,000/톤; 금은 온스당 \$2,700으로 소폭 상향 조정

연준은 인플레이션을 두려워하지 않고 노동시장 약화를 막는 데 더 집중하고 있는 것으로 보임. 이에 따라 올해 금리 인하 기대치를 두 차례에서 세 차례로 상향 조정할 수 있게 되었음.

MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT
INSTITUTE



*From beginning of September to the end of the year.

멀티 애셋

저자

시장이 험난한 물살에 휩쓸리면서 리스크 재조정

인플레이션이 지속적으로 하락함에 따라 시장은 경제 성장에 초점을 맞추고 있음. 이러한 변화의 주된 이유는 소비 약화 때문인 것으로 보이며, 이는 이제 경제의 더 넓은 부분으로 확대되고 있음. 유로존에서는 국가별로 차이가 있는 다중 속도 회복이 주요 테마임. 또한 재정 정책은 중기적으로 성장에 걸림돌이 될 수 있음. 이러한 요인들을 종합적으로 고려할 때 보다 신중한 자세와 구조적인 위험 완화보다는 전술적이고 점진적인 위험 감소가 필요함. 전반적으로 당사는 위험 자산에 대해 약간 긍정적인 포지션을 유지하며 다각화 전략을 유지하고 있음.

8월 초 변동성이 급등하면서 불확실한 성장 환경과 고유 리스크를 최소화할 필요성으로 인해 미국, 유럽 소형주 및 신흥국 주식 바스켓을 중심으로 주식에 대한 견해를 하향 조정함. 단기적으로 주식 하락에 대한 경계를 늦추지 않을 것임. 영국과 일본에 대해서는 약간 건설적인 포지션을 유지함. 영국은 밸류에이션이 매력적이고 배당 잠재력이 높으며 영란은행의 정책 완화에 따른 수혜가 예상됨. 앞서 급격한 변동성을 겪었던 일본은 장기적으로 분산투자를 할 수 있는 종목임.

인플레이션 하락은 연준과 ECB의 금리 인하를 촉진할 것이며, 이로 인해 미국과 핵심 유럽 듀레이션에 대한 긍정적인 견해를 유지할 수 있었음. 최근 수익률 움직임을 주시하고 잠재적 재정 리스크에 대한 경계를 늦추지 않음. 또한 이탈리아 국채는 유럽 핵심국 수익률 하락에 따른 수혜가 예상되므로 긍정적으로 보고 있음. 아시아에서는 일본은행이 비둘기파적 기조를 완화한 이후 수익률이 상승할 것으로 예상하기 때문에 일본 채권에 대한 신중한 포지션을 유지함.

EU 투자등급 기업 크레딧의 펀더멘털은 견고하고 수요는 강하며 수익률은 매력적임. 이러한 이유로 당사는 이 부문에 대해 건설적인 포지션을 유지함. 신흥국 채권이 제공하는 캐리는 선호하지만, 현지 채권의 환율 요소에 대해서는 신중한 포지션으로 전환했음. 지정학적 리스크와 연준 금리 상승은 일부 통화에 부정적인 영향을 미칠 수 있음. 하지만 브라질의 긍정적인 매크로 배경과 캐리 및 안정성으로 인해 BRL/EUR의 가치가 계속 유지될 것으로 보임. 이들 중앙은행이 이미 통화완화 사이클을 시작했기 때문에 단기적으로는 SEK와 CHF에 비해 USD가 강세를 보일 것으로 예상됨.

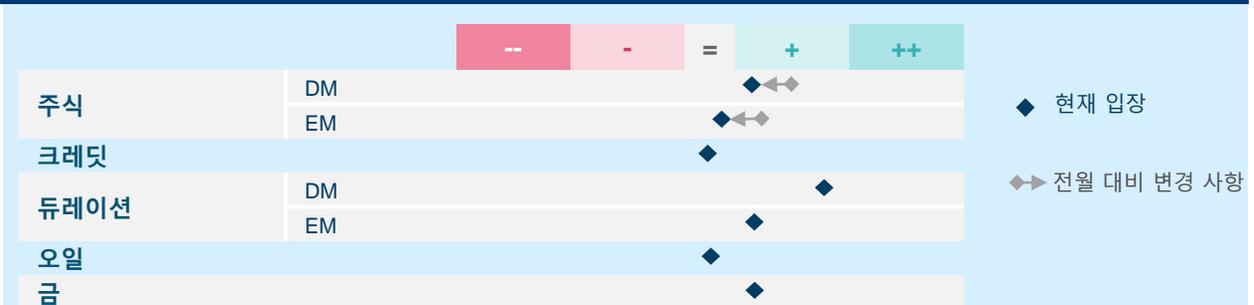
마지막으로 지정학적 스트레스로부터 보호할 수 있는 금의 매력은 수요 강세 속에 유지되고 있음. 투자자들은 수익률 상승에 대비해 미국 듀레이션에 대한 헤지를 늘리고 주식에 대한 세이프가드를 유지하는 것도 고려할 수 있음.

FRANCESCO SANDRINI
HEAD OF MULTI-ASSET STRATEGIES

JOHN O'TOOLE
HEAD OF MULTI-ASSET INVESTMENT SOLUTIONS

여름철 변동성 확대로 인해 경제 방향이 보다 명확해지기를 기다리는 동안 리스크 관리 목적으로 주식에 대한 포지션을 하향 조정하게 되었음.

아문디 교차 자산 신념



Source: Amundi. The table represents a cross-asset assessment on a three- to six-month horizon based on views expressed at the most recent global investment committee held on 30 August 2024. The outlook, changes in outlook and opinions on the asset class assessment reflect the expected direction (+/-) and the strength of the conviction (+/++). This assessment is subject to change and includes the effects of hedging components. FX = foreign exchange, BTP = Italian government bonds, BoJ = Bank of Japan, JGB = Japanese govt. bonds, BoE = Bank of England, NIRP = Negative interest rate policy, DM = Developed markets, EM = Emerging markets. For other definitions and currency abbreviations see the last page.

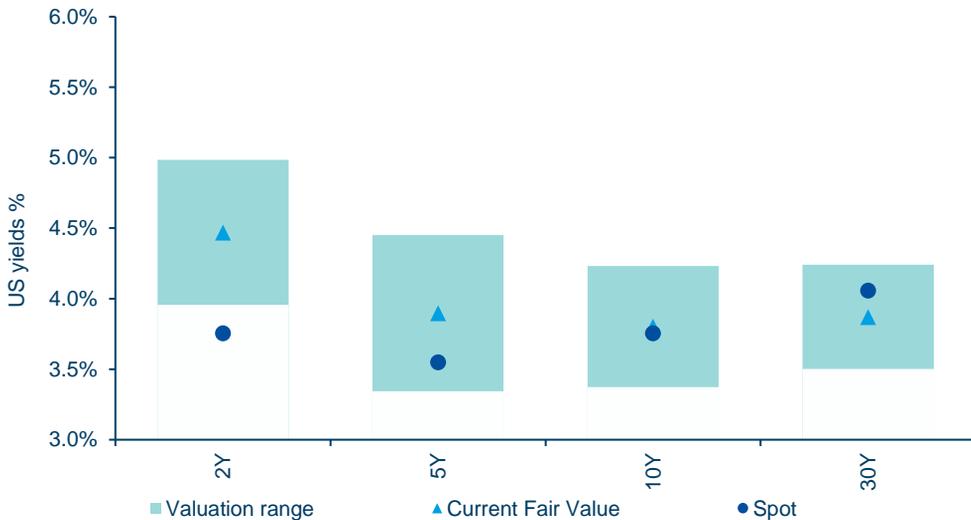
채권

현 단계에서는 듀레이션의 유연성이 매우 중요

제품 파워 의장이 인플레이션의 지속적인 진전으로 인해 연준을 재확인하면서 시장의 초점이 노동시장과 경제 성장으로 이동했음. 연준의 금리 인하를 부추길 수 있는 노동시장 둔화 조짐이 나타나고 있지만, 이미 통화 완화 정책은 상당 부분 시장에 반영된 상태임. 유럽도 인플레이션 하락과 관련해서는 비슷한 상황이지만 서비스업과 같은 일부 구성요소가 고착화되고 있음. 결과적으로 중앙은행의 완화 정책의 정도는 거시경제 지표에 따라 달라질 수 있음. 따라서 투자자들은 시장 움직임을 고려할 수 있도록 듀레이션에 민첩하게 대응하는 것이 중요하며 장기적인 신념을 유지해야 한다고 봄. 크레딧의 경우 선진국과 신흥국의 퀄리티가 높은 캐리로부터 이익을 얻을 수 있음.

글로벌 및 유럽 채권	미국 채권	신흥국 채권
<ul style="list-style-type: none"> 여름이 오기 전에 당사는 듀레이션에 대해 건설적인 포지션을 취했음. 수익률은 하락했지만, 듀레이션은 여전히 매력적이며 지역별 편차가 있다고 봄. 당사는 핵심 유럽에 대해서는 포지티브를 유지하지만 영국에 대해서는 전술적으로 중립으로 전환했으며 성장률에 대한 돌발 변수를 경계하고 있음. 미국에서는 곡선이 가파르게 상승하는 견해를 유지함. 캐리는 크레딧에 매력적이지만, 당사는 유로 금융과 하이일드보다 투자등급을 선호함. 	<ul style="list-style-type: none"> 당사는 미국국채에 대해 적극적이고 약간 긍정적인 포지션을 유지하지만, 곡선의 일부가 비싸졌다고 생각하여 전술적으로 포지션을 축소함. 특히, 중기물은 합리적인 위험/보상을 제공함. 크레딧에서는 품질 편향성을 유지하면서 리스크가 잘못 책정된 신규 발행물에서 선별적인 기회를 포착함. 증권화 시장에서는 일부 기관 주택담당증권(MBS)과 자동차 자산유동화증권(ABS)이 매력적으로 보임. 	<ul style="list-style-type: none"> 연준 정책, 달러화, 미국 선거는 신흥국 부채에 영향을 미치는 주요 글로벌 요인이며, 당사는 이를 면밀히 모니터링하고 있음. 연준의 양적완화는 자산 클래스에 우호적이지만 국가별 리스크가 있어 선별적으로 대응할 필요가 있음. 중남미에서는 브라질과 페루가, 남아프리카에서는 인플레이션 둔화가 긍정적으로 작용하고 있음. 그 외에는 터키(인플레이션)에 대한 건설적인 견해를 약간 하향 조정했지만, 추후 매력적인 수준을 기다리며 포지션을 상향 조정할 예정임.

미국 수익률 곡선의 단기물은 이제 비싸짐



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg, as on 4 September 2024. The grey box represents the upper and lower ranges of fair value of yields. If the spot value is below the lower range, the bonds are expensive and vice versa. The upper and lower valuation ranges have been calculated by using the current fair value and the standard error of the historical fair values and spot values.

저자

AMAURY D'ORSAY
HEAD OF FIXED INCOME

YERLAN SYZDYKOV
GLOBAL HEAD OF EMERGING MARKETS

MARCO PIRONDINI
CIO OF US INVESTMENT MANAGEMENT

주식

펀더멘털이 주도하는 시장 변칙 플레이

일부 미국 기술 기업들의 실적 서프라이즈로 시작된 8월의 혼란은 이후 거시지표 부진으로 인해 더욱 악화되었음. 당사는 꽤 오랫동안 기업들이 AI 관련 투자를 지속 가능한 수익 성장으로 빠르게 전환할 수 있을지에 대해 모호한 부분이 있다고 말해왔음. 이제 시장에서도 일부 종목의 밸류에이션이 여전히 우려되는 데다 거시적 역동성이 약해지면서 이에 대한 의문이 제기되고 있는 것 같음. 경기 회복세가 잠재력을 향해 나아가고 있는 유로존에서도 수출에 의존하는 취약한 경로를 보이고 있음. 이러한 환경에서는 실적과 대차대조표의 건전성과 같은 펀더멘털이 더욱 중요함. 투자자들은 미국 동일가중, 가치주, 신흥국 등의 섹터를 선호하면서 Market Dislocation을 노려야 한다고 봄.

유럽 주식

- 시장 변동성을 이용했지만, 당사의 바벨 관점은 유지함. 이는 주로 저렴한 방어주와 양질의 경기 순환주를 통해 이루어짐.
- 당사는 필수소비재와 헬스케어에 대해서는 긍정적이지만 기술에 대해서는 신중함. 최근의 하락은 기술 컨설팅 분야에서 기회를 열어 줄 수 있음.
- 최근 실적은 호조를 보이고 있지만 럭셔리 등 수출 지향적인 부분의 경우 중국에서의 약세가 뚜렷해지고 있음.

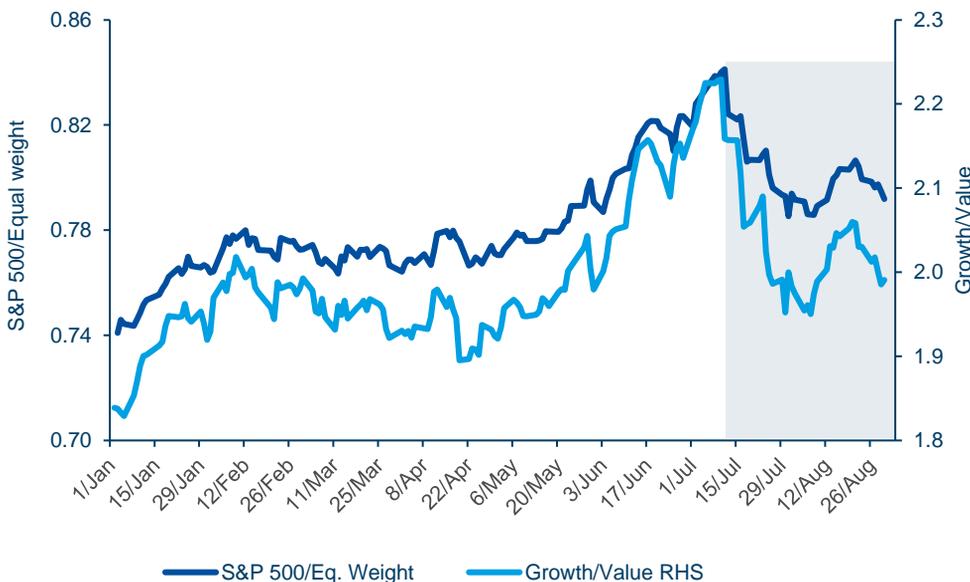
미국 및 글로벌 주식

- 시가총액 가중지수와 시장 간의 밸류에이션 격차는 매우 큼. 유동성 공포가 발생하면 시가총액 상위 종목의 타격이 더 클 것으로 봄.
- 더 넓은 시장에서의 주당순이익 성장률은 개선될 가능성이 높으며, 대형주/AI 주도 부문을 제외한 랠리 확대를 뒷받침할 수 있음.
- 당사는 금융권(대형 은행)과 원자재에 대해 긍정적이며, 특정 투자 사례를 통해 방어주에 대해서도 균형 잡힌 포지션을 유지함.

신흥국 주식

- 경제 성장은 여전히 견고하고 수익 회복도 순조롭게 진행되고 있음. 하지만 미국 대선과 무역 장벽에 대한 논의 등으로 인해 변동성이 다소 커질 수 있음.
- 중남미에서는 매력적인 밸류에이션을 고려해 브라질에 대한 투자의견을 상향 조정했으며 멕시코에 대해서도 긍정적인 입장을 유지함.
- 인도와 인도네시아는 장기적으로 높은 잠재력을 보유하고 있음. 또한 한국에 대해서는 긍정적으로 평가하지만 일부 은행에 대해서는 투자의견을 하향 조정함.

이번 분기에도 미국 대형주와 기타 종목 간의 랠리 확대가 지속됨



Source: Amundi Investment Institute, Bloomberg, 30 August 2024. Ratio of US market indices.

저자

BARRY GLAVIN

HEAD OF EQUITY PLATFORM

YERLAN SYZDYKOV

GLOBAL HEAD OF EMERGING MARKETS

MARCO PIRONDINI

CIO OF US INVESTMENT MANAGEMENT

전망

아문디 자산 클래스 전망

이번 달의 초점

- USD/JPY:** 매파적인 일본은행과 경기침체에 대한 우려로 최근 엔화 캐리 트레이딩이 줄어든 것이 원인임. 12개월 USD/JPY 목표치를 140에서 135로 소폭 하향 조정함. 추가적인 엔화 조정은 글로벌 성장률 약세 또는 일본은행의 금리인상 사이클이 더 뚜렷해져야 함.

주식 및 글로벌 요인

지역	변경 대 M-1	--	-	=	+	++	글로벌 요인	변경 대 M-1	--	-	=	+	++
미국				◆			성장				◆		
유럽					◆		가치						◆
일본					◆		소형주						◆
신흥시장					◆		품질						◆
중국				◆			낮은 변동성					◆	
중국 외 신흥시장					◆		모멘텀					◆	
인도					◆		고배당					◆	

채권 및 외환

국채 채권	변경 대 M-1	--	-	=	+	++	크레딧	변경 대 M-1	--	-	=	+	++
미국	▼				◆		미국 투자등급						◆
EU 핵심						◆	미국 하이일드			◆			
EU 핵심 외					◆		유럽 투자등급						◆
영국	▼				◆		유럽 하이일드			◆			
일본					◆								
신흥국 채권	변경 대 M-1	--	-	=	+	++	외환	변경 대 M-1	--	-	=	+	++
중국 정부					◆		USD						◆
인도 정부						◆	EUR				◆		
신흥국 HC						◆	GBP					◆	
신흥국 LC					◆		JPY						◆
신흥국 기업채						◆	CNY					◆	

Source: Summary of views expressed at the most recent global investment committee held on **30 August 2024**. Views relative to a EUR-based investor. Views range from double minus to double positive, = refers to a neutral stance. This material represents an assessment of the market at a specific time and is not intended to be a forecast of future events or a guarantee of future results. This information should not be relied upon by the reader as research, investment advice or a recommendation regarding any fund or any security in particular. This information is strictly for illustrative and educational purposes and is subject to change. This information does not represent the actual current, past or future asset allocation or portfolio of any Amundi product. FX table shows absolute FX views of the Global Investment Committee.

예 측

거시경제 예측

2024년 9월 5일 기준 경제 전망						
연평균, %	실질 GDP 성장률, 전년 대비, %			인플레이션(CPI), 전년 대비, %		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
선진국	1.5	1.6	1.6	4.7	2.8	2.2
미국	2.5	2.5	1.9	4.1	3.0	2.2
유로존	0.5	0.8	1.2	5.4	2.5	2.2
독일	0.0	0.2	1.0	6.1	2.4	2.3
프랑스	1.1	1.2	1.2	5.7	2.6	2.0
이탈리아	1.0	0.8	1.0	5.9	1.3	2.0
스페인	2.5	2.7	1.8	3.4	3.3	2.3
영국	0.1	1.1	1.6	7.3	2.5	2.1
일본	1.7	0.5	1.4	3.3	2.5	2.0
신흥국가	4.3	4.3	3.8	5.8	5.6	4.2
중국	5.2	4.8	3.7	0.2	0.4	0.5
인도	7.8	6.8	6.2	5.7	5.2	6.0
인도네시아	5.0	5.2	4.9	3.7	2.4	2.7
브라질	2.9	3.0	2.1	4.6	4.3	3.8
멕시코	3.2	1.4	1.3	5.6	4.9	3.9
러시아	3.6	3.5	1.0	6.0	8.0	6.2
남아프리카 공화국	0.7	0.8	1.4	5.9	4.7	4.2
터키	4.5	5.3	2.9	53.4	59.7	29.5
세계	3.2	3.2	2.9	5.3	4.5	3.4

중앙은행의 공식 금리 전망치, %					
	2024년 9월 4일	아문디 Q4 '24	컨센서스 Q4 '24	아문디 Q2 '25	컨센서스 Q2 '25
미국*	5.50	4.75	4.29	4.25	3.30
유로존**	3.75	3.00	3.03	2.50	2.20
영국	5.00	4.25	4.50	3.75	3.83
일본	0.25	0.25	0.29	0.50	0.41
중국***	3.35	3.15	3.25	2.85	3.25
인도****	6.50	6.25	6.25	6.00	5.90
브라질	10.50	10.50	10.25	12.00	10.25
러시아	18.00	19.00	18.25	16.00	15.55

Source: Amundi Investment Institute. Forecasts are as of 5 September 2024. CPI: consumer price index. *: Upper Fed Funds target range. **: Deposit rate. ***: One-year loan prime rate. ****: Repurchase rate. Q4 2024 indicates end of December 2024; Q2 2025 indicates end of June 2025.

예측

금융 시장 예측

채권 수익률

2년 만기 채권 수익률 전망, %

	2024년 9월 4일	아문디 Q4 '24	향후 Q4 '24	아문디 2Q '25	향후 2Q '25
미국	3.89	3.85	3.60	3.45	3.49
독일	2.40	2.00	2.10	1.90	1.90
영국	4.08	3.25	3.90	3.25	3.62
일본	0.39	0.50	0.50	0.55	0.49

10년 만기 채권 수익률 전망, %

	2024년 9월 4일	아문디 Q4 '24	향후 Q4 '24	아문디 2Q '25	향후 2Q '25
미국	3.85	3.95	3.90	3.65	3.93
독일	2.29	2.05	2.30	2.00	2.32
영국	3.99	3.60	4.00	3.50	4.04
일본	0.93	1.20	1.10	1.30	1.16

환율

	2024년 9월 3일	아문디 Q4 '24	컨센서스 Q4 '24	아문디 2Q '25	컨센서스 Q2 '25
EUR/USD	1.10	1.12	1.10	1.15	1.12
EUR/JPY	161	160	159	155	158
EUR/GBP	0.84	0.84	0.85	0.85	0.85
EUR/CHF	0.94	1.00	0.96	1.03	0.98
EUR/NOK	11.80	11.66	11.50	11.46	11.20
EUR/SEK	11.39	11.65	11.33	11.63	11.23
USD/JPY	145	143	145	135	141
AUD/USD	0.67	0.69	0.68	0.71	0.70
NZD/USD	0.62	0.61	0.62	0.63	0.63
USD/CNY	7.12	7.30	7.15	7.20	7.10

Source: Amundi Investment Institute. Forecasts are as of 4 September 2024. Q4 2024 indicates end of December 2024; Q2 2025 indicates end of June 2025.

AII* CONTRIBUTORS

SERGIO BERTONCINI

SENIOR FIXED INCOME STRATEGIST

POL CARULLA

INVESTMENT INSIGHTS AND CLIENT DIVISION SPECIALIST

UJJWAL DHINGRA

INVESTMENT INSIGHTS AND CLIENT DIVISION SPECIALIST

SILVIA DI SILVIO

CROSS ASSET MACRO STRATEGIST

PATRYK DROZDIK

SENIOR EM MACRO STRATEGIST

DELPHINE GEORGES

SENIOR FIXED INCOME STRATEGIST

KARINE HERVÉ

SENIOR EM MACRO STRATEGIST

GUY STEAR

HEAD OF DEVELOPED MARKETS STRATEGY

SOSI VARTANESYAN

SENIOR SOVEREIGN ANALYST

DESIGN & DATA VISUALIZATION

CHIARA BENETTI

DIGITAL ART DIRECTOR AND STRATEGY DESIGNER, AII *

VINCENT FLASSEUR

GRAPHICS AND DATA VISUALIZATION MANAGER, AII*

CHIEF EDITORS

MONICA DEFEND

HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

VINCENT MORTIER

GROUP CIO

MATTEO GERMANO

DEPUTY GROUP CIO

EDITORS

CLAUDIA BERTINO

HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS AND PUBLISHING, AII*

LAURA FIOROT

HEAD OF INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION, AII*

DEPUTY EDITORS

GIANLUCA GALLARATE

INVESTMENT INSIGHTS & PUBLISHING, AII*

FRANCESCA PANELLI

INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION SPECIALIST, AII*

* Amundi Investment Institute

IMPORTANT INFORMATION

This document is solely for informational purposes.

This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction.

Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices.

Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice.

Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management SAS and is as of 10 September 2024. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management SAS and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks.

Furthermore, in no event shall any person involved in the production of this document have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages.

Date of first use: 12 September 2024.

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 – Head office: 90-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

Photo credit: ©iStock/Getty Images Plus – Eloi_Omella

Amundi Investment Institute

In an increasing complex and changing world, investors need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios.

This environment spans across economic, financial, geopolitical, societal and environmental dimensions. To help meet this need, Amundi has created the Amundi Investment Institute. This independent research platform brings together Amundi's research, market strategy, investment themes and asset allocation advisory activities under one umbrella; the Amundi Investment Institute. Its aim is to produce and disseminate research and Thought Leadership publications which anticipate and innovate for the benefit of investment teams and clients alike.

Get the latest updates on:



- Geopolitics
- Economy and Markets
- Portfolio Strategy
- ESG Insights
- Capital Market Assumptions
- Cross Asset Research
- Real and Alternatives

[Visit our Research Center](#)

Visit us on



Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned