



2023년  
9월

# CROSS ASSET

투자전략

## 이달의 토픽

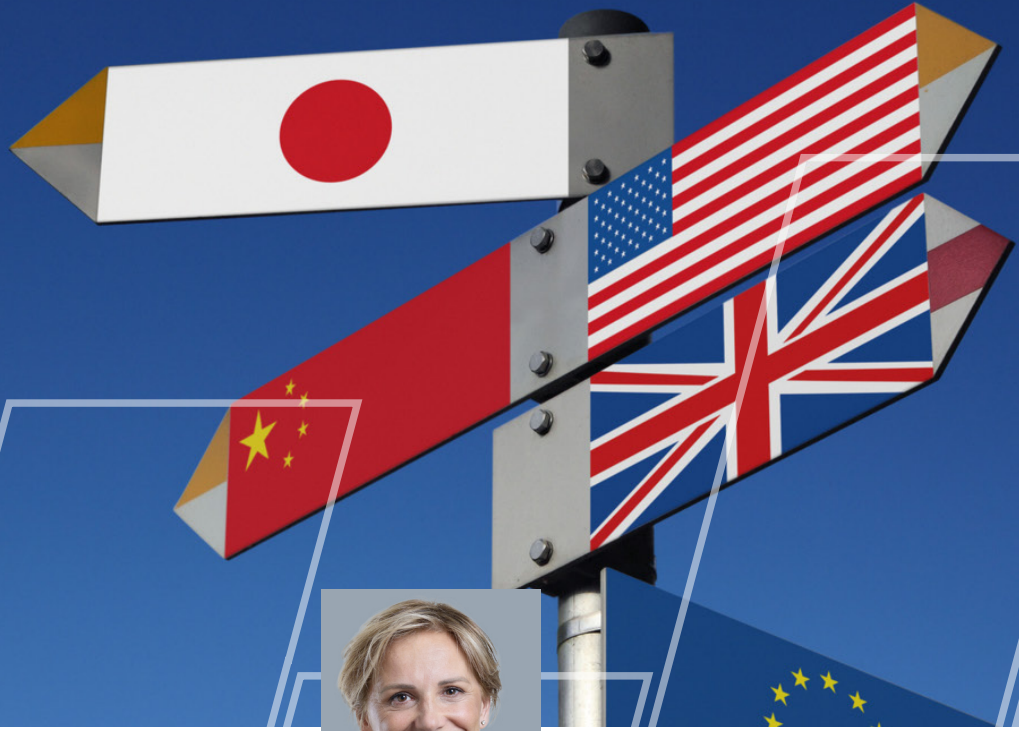
정책 지원이 사라짐에 따라  
시험대에 놓인 유로통화권 경제

## 글로벌 투자견해

분화의 지속:  
미국의 회복탄력성 vs 중국의 경기약세

Trust  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT



**Monica DEFEND**

Head of Amundi Investment Institute

“중국 경제성장률의 하향 조정, 미국 리세션과 관련된 리스크 및 유럽의 성장 둔화는 유럽중앙은행과 연준이 인플레이션의 마지막 발악을 제거하기 위한 노력에서 데이터 의존적인 견지를 계속 유지할 것임을 의미한다.”



**Vincent MORTIER**

Group Chief Investment Officer

“현재의 비대칭적인 리스크/보상 프로파일에서 리스크를 증가시킬 필요는 없다. 대신에, 투자자는 밸런스를 유지하면서 경제 방향성을 확인할 수 있는 신호를 찾아야 한다.”



**Matteo GERMANO**

Deputy Group Chief Investment Officer

“신흥국 중에서는 미국과 중국의 경기둔화에 대한 덜 노출된 국가, 예를 들면 인도가 선호된다. 이러한 파편화는 투자자에게 기회를 창출할 수 있다.”



2023년 9월

# 차례



<b>이달의 토픽</b>	<b>4</b>
정책 지원이 사라짐에 따라 시험대에 놓인 유로통화권 경제	
<b>글로벌 투자견해</b>	<b>6</b>
<b>CIO 견해</b>	<b>6</b>
분화의 지속: 미국의 회복탄력성 vs 중국의 경기약세	
<b>세 가지의 뜨거운 질문</b>	<b>8</b>
<b>자산종목 견해</b>	<b>9</b>
<b>거시경제 및 금융시장 예측</b>	<b>13</b>



# 정책 지원이 사라짐에 따라 시험대에 놓인 유로통화권 경제

**핵심 요약:** 재정정책적 지원이 줄어들면 내수가 위축될 가능성이 높고, 장기적으로 금리가 높아지면 통화정책을 더욱 크게 제약할 가능성이 크다.



**Mahmood PRADHAN**

Head of Global Macroeconomics -  
Amundi Investment Institute



**Annalisa USARDI, CFA**

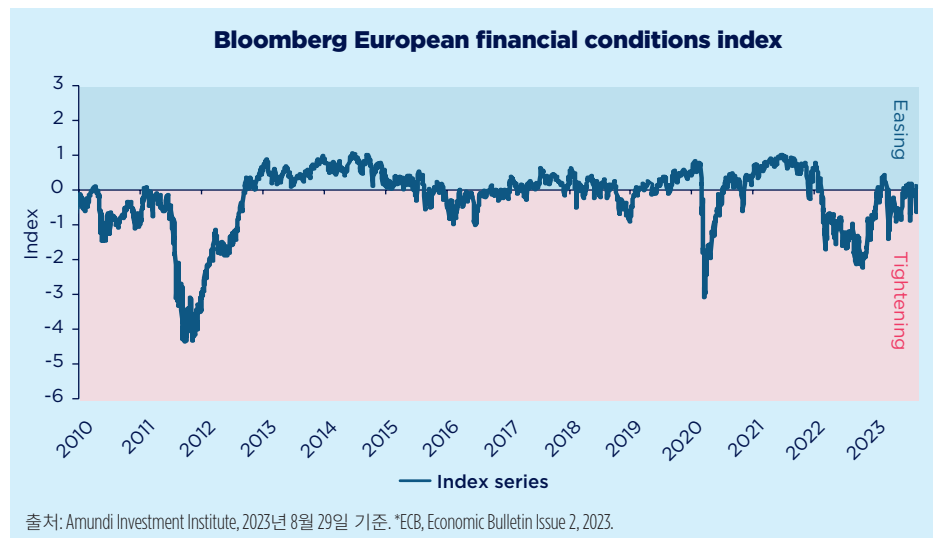
Senior Economist -  
Amundi Investment Institute

유로통화권 경제는 지난 세 분기 동안 정체되었지만, 2분기에는 한두 곳의 소규모 국가에서 특이적인 강력한 성장으로 인해 전체적으로는 소폭의 플러스 경제성장률을 기록했다. 예를 들어 제조업과 수출에 더 크게 의존하는 독일과 이탈리아에 비해 서비스에 대한 의존도가 높은 국가인 프랑스와 스페인이 더 나은 퍼포먼스를 보였다. 그럼에도 불구하고 소프트 데이터와 선행지표에 따르면, 서비스 부문이 회복탄력성을 계속 유지할 가능성은 낮다. PMI 예비데이터에 따르면, 현 시점의 경제활동은 마이너스가 아니라 정체/횡보 추이를 보이고 있지만 수요 약세는 서비스 부문으로까지 확산되고 있다. (신규 일자리에 대해 제안되는 임금과 같은) 전망지표도 노동시장의 강세가 어느 정도 완화되고 있음을 나타내고 있다. 하지만, 고용이 여전히 강세를 유지하고 있으며 이는 단기적으로는 수요를 떠받칠 것이다.

## 1. 재정적 지원의 감소는 이미 취약한 내수를 더욱 악화시킬 것이다.

2022년과 2023년 동안에 에너지 관련 재정지원 조치는 GDP의 약 2%(유럽중앙은행 추산\*)에 달했지만, 내년에는 이러한 지원이 감소할 것으로 예상되며, 재정규칙의 복원과 더불어서 유럽 지역 전체의 총 재정지원은 GDP의 평균 1% 미만(유럽중앙은행 추산\*)으로 줄어들 것으로 예상된다.

또한, 유럽중앙은행이 2025년이나 그 이후가 되어야만 인플레이션 목표수치에 도달할 것으로 예상하고 있기 때문에, 2024년 대부분 동안의 통화정책은 긴축적으로 유지될 가능성이 높다. 소비는 강력한 노동시장에 의해 떠받혀져 왔지만, 최근의 명목임금 상승률이 2021년 이후의 물가조정 실질임금의 손실을 보상하기에 충분하지는 않다. 임금 상승이 완만해질 것으로 예상됨에 따라 잉여 저축의 잔여분이 감소하고, 신용조건이 타이트해 짐에 따라 소비는 침체된 상태를 유지하여 소비는 민간수요 성장의 원천이 되지 못할 것이다.





“올해 수요를  
떠받혔던 어떠한  
요인들도 내년에는  
수요를 뒷받침하지  
못할 것이다.”

수요 약화, 자본비용의 증가, 신용조건의 강화로 인해서 투자도 감소할 것으로 예상된다. 그런 전환에 대한 유럽연합의 지원 강화와 「차세대 유럽연합」(NGEU) 기금이 일부 경기부양적인 효과를 줄 수 있지만, 단기적으로는 큰 도움이 되지는 않을 것이다. 글로벌 성장 둔화로 인한 대외 수요의 감소는 내수 약세를 악화시킬 것이다. 글로벌 교역은 2022년 대체로 보험세를 보였던 후 1.4% Q4/Q4의 아래로 더 악화될 가능성이 높으며, 내년에는 2.6% Q4/Q4로 완만하게 회복되겠지만 이러한 수치는 2000년대 초반 이후 장기적인 평균인 3.5% 이상이라는 수치를 여전히 하회하는 수준이 될 것이다. 우호적인 거저효과로 인해서 헤드라인 인플레이션은 하락했지만, 최근의 유가 상승으로 올해 남은 기간 동안에는 헤드라인 인플레이션 둔화세는 더욱 완만해질 것이다. 코어 인플레이션은 여전히 고착되어 높은 상태를 유지할 것이며, 특히 이는 서비스 인플레이션이 중앙은행의 물가목표치를 훨씬 상회하는 수준을 유지하고 있기 때문이다. 우리는 코어 인플레이션율이 4분기에 현재 수준과 비슷한 4.5%에 근접하여 유지될 것으로 예상된다.

**2. 정책지원이 축소됨에 따라 유로통화권 전반에서 경제성장 분화는 줄어들 것이다**

유로통화권 주요 4개국(독일, 프랑스, 이탈리아, 스페인)은 이번 경기회복 국면 동안에 내수에서 뚜렷한 차이를 보였지만, 국가별 특이 요인들이 사라지고 긴축정책이 더욱 균일해짐에 따라 이들 국가들의 경제성장률 차이는 점차 좁혀져서 분기별 성장 패턴이 완만하게 평년보다 낮은 수준으로 수렴하여 2024년에는 연평균 성장률이 1% 미만이 될 것으로 예상되며, 이로 인해서 일부 국가에서는 하방 리스크가 더욱 두드러질 것이다. 국가별 수준의 경우, 우리는 독일이 주요 4개국 중에서는 가장 약한 퍼포먼스를 보일 것으로 예상된다. 독일을 비롯한 유럽 전반은 중국의 기대성장률 둔화를 반영해야 할 것이다. (중국은 독일의 가장 중요한 수출 대상국이며 독일 제조업 부문의 핵심적 공급국가이다) 또한, 독일은 에너지 의존성이라는 도전에도 직면해야 할 것이다. 다른 주요 국가들 중에서도 이탈리아는 투자에 대한 정부의 인센티브, 수출 회복 및 지난 10년 동안에 가장 낮은 실업률로부터 수혜를 입고 있다. 그러나, 유로통화권 역내의 주요 교역 상대국의 긴축적 정책환경과 역외 수요의 감소로 인해서 경제성장률은 유의하게 완화될 것이다. 프랑스도 역시 대외수요의 약화로 인해 추세 이하의 성장률로 전환되겠지만, 인플레이션이 통제 가능한 수준으로 유지될 것으로 보이며 2024년에 리세션은 피할 수 있을 것이다. 스페인은 유로통화권 주요 4개국 중에 팬데믹 이전 수준으로 회복함에 있어서 가장 뒤처져 있으며, 올해 남은 기간 동안에는 다른 국가에 비해 분기별 성장률이 호조를 보일 것으로 예상되지만 내년에는 자금조달 조건이 더 엄격해지고 에너지 가격 지원조치가 종료되어 더 어려운 환경이 조성될 것으로 예상된다.



**Valentine AINOZ**  
Head of Global Fixed Income Strategy - Amundi Investment Institute

**매파적 기조를 유지할 것으로 보이는 유럽중앙은행**

우리는 유럽중앙은행이 매파적인 입장을 유지할 것으로 예상된다. 유럽중앙은행은 인플레이션 vs 경제성장이라는 딜레마에 직면해 있다. 유럽중앙은행이 직면한 문제는 (1) 인플레이션이 여전히 너무 높아서 긴축을 중단해야 할 리스크의 유무 및 (2) 경제가 물가상승을 자체적으로 억제할 만큼 충분히 이미 취약한 지의 여부이다.

실제로, 유로통화권에서는 신용조건이 타이트해지고 수요를 압박하는 높은 인플레이션이 계속됨에 따라 경제전망은 급속하게 악화되고 있다. 그리고 인플레이션을 억제하는 조치가 아직 끝난 것은 아니다. 인플레이션은 정점을 찍고 하향 추이를 보이고 있지만, 인플레이션을 상승시키는 동인이 변화하고 있음에도 불구하고 여전히 높은 수준을 유지하고 있다. 인플레이션 외부 요인은 완화되고 있는 반면에, 유로통화권 지역에서는 각 국가의 국내적 요인이 인플레이션의 주요 동인이 되고 있다. 유럽중앙은행은 임금 상승과 기업이윤 마진의 강세를 면밀하고 모니터링하고 있다. 유럽중앙은행은 노동비용의 상승을 인플레이션 전망치를 상향 조정할 주된 이유라고 밝히고 있다.



# 분화의 지속: 미국의 회복탄력성 vs 중국의 경기약세



**Vincent MORTIER**  
Group Chief Investment  
Officer



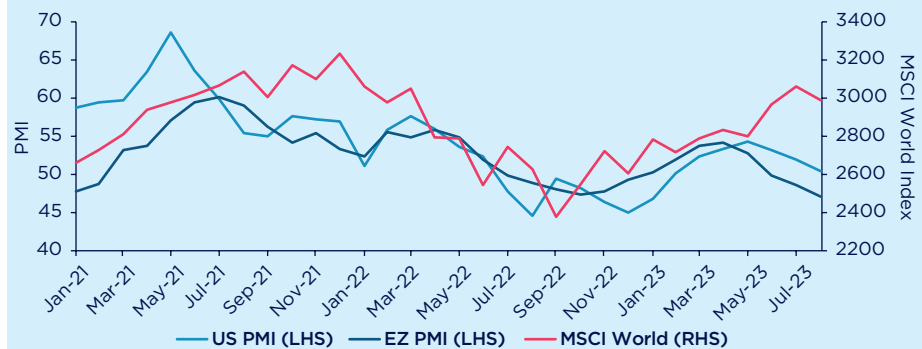
**Matteo GERMANO**  
Deputy Group Chief  
Investment Officer

올해 8월은 위험자산이 그 상승폭을 일부 상실한 후에 보험세로 마감했지만, 미 재무성증권 10년물의 수익률은 15년 만에 고점을 기록한 달이었다. 한편으로는, 미국은 재정적 인센티브와 기업 투자에 힘입어 경제적 회복탄력성을 보여주었다. 하지만, 2023년 성장률 전망치를 5.1%에서 4.9%로 하향 조정된 중국에서 경기 모멘텀 둔화로 인해 투자심리가 영향을 받았다.

중요한 사실은 미국과 유럽의 전망지표가 경기둔화가 임박했음을 시사하고 있다는 점이다. 이와 같은 모든 상황들이 가을로 접어들면서 경제전망의 가시성을 떨어뜨리고 있으며, 우리는 글로벌 경제를 형성할 요인들이 다음과 같을 것으로 예상한다.

- 우리는 **2023년 미국 경제성장률 예측을 1.6%에서 2.1%로 상향 조정**했지만, 긴축적인 금융여건과 잉여저축 감소의 지연된 효과로 인해 내년 1분기부터 (온건한) 리세션이 발생할 수 있다고 여전히 생각한다. 하지만, 기업투자는 우리의 이러한 소비둔화의 시나리오에 도전이 될 수 있다.
- **최종 금리와 인플레이션 역동성.** 우리가 예상하는 연준의 최종 금리 5.5%에 대해 업사이드(상방) 리스크가 있다. 서비스 및 코어 인플레이션이 하락의 경로로 접어들었다고 확신하려면 서비스 및 코어 인플레이션의 방향성에 대한 보다 명확한 정보가 필요하다.
- **유럽의 부진한 경제성장.** 유럽이라는 지역 전체의 수준에서는 올해 리세션을 피할 수 있겠지만, 긴축정책, 재정지원의 축소, 수요 감소 등에서 국가별 분화가 나타날 가능성이 크다.
- 중국은 장기적으로 성장의 질을 높이기 위해서 단기적인 고통을 감수하겠다는 정부의 의지에 따라 **느리지만 지속가능한 성장 모델의 방향으로 이동하고 있다.** 이는 유럽 및 다른 신흥국에 영향을 미칠 수 있다.

**Divergences between markets and forward-looking indicators**



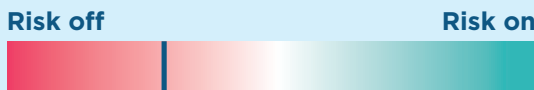
출처: Amundi Investment Institute, Bloomberg, August 2023년 8월 30일 기준. 상기에 표시된 S&P 종합 구매자관리지수(composite PMI).

“현재의 비대칭적인 리스크/보상 프로파일에서 리스크를 증가시킬 필요는 없다. 대신에, 투자자는 밸런스를 유지하면서 경제 방향성을 확인할 수 있는 신호를 찾아야 한다.”

투자자는 경제 태세의 접근방식을 포용하면서 다음과 같은 자산종목을 모색할 수도 있다.

- **크로스애셋.** 기업이익과 경제환경에 대한 불확실성으로 인해 미국과 유럽 주식에 대해서는 여전히 신중한 견지가 필요하지만 우리는 신흥국 주식에 대해서는 긍정적인 포지션을 취한다. 채권(FI)의 경우, 수익률 상승으로 인해 우리는 미국 듀레이션에 일부 방어적인 포지션을 유지하며, 타이트한 밸류에이션으로 인해 미국 HY에 대해서는 방어적인 포지션을 취한다. 하지만, 우리는 일부 신흥국 현지화표시 채권을 선호하며, 브라질의 최근 금리 인하 이후에 브라질 금리에 대한 긍정적 포지션을 경미하게 증가시켰다. 이는 우리의 BRL/USD FX에 대한 기존 건설적 견해(이제 긍정적 포지션을 증가시켰음)와 관련하여 분산투자 종목으로도 작동할 수 있다. 전반적으로, 우리는 주식에 대해 헤지를 관리할 필요성이 있으며, 금에는 긍정적인 견지를 취하지만 금속에는 상승 여력이 제한적이라고 생각한다.
- **채권(Fixed income).** 국채 발행량이 높은 시기에 연준이 양적완화에서 양적긴축으로 전환하는 등 유동성의 역동성에서 변화가 일어나고 있다. 경제활동, 중앙은행 정책, 국채와 관련된 뉴스에 따라서 수익률이 요동치면서 이러한 공급/수요 불일치는 시장에 영향을 주고 있다. 미국에 경미하게 긍정적인 견해, 유럽에 중립에 근접/경미하게 신중한 견지를 가지면서 우리는 **듀레이션에 액티브한 포지션**을 취한다. 크레딧의 경우 우리는 HY에 방어적 포지션을 취하지만, 고퀄리티와 저퀄리티 사이를 구별한다. 하지만, 충분한 완충자본과 캐시플로우를 갖추고 있는 IG 종목을 선호한다.
- **최근의 풀백에도 불구하고 미국과 유럽 주식은 여전히 높은 밸류에이션을 나타내고 있다.** 대부분의 호재(경기연착륙)이 이미 가격에 반영되었음을 감안하면 현재는 업사이드(상방) 리스크가 제한적이기 때문에 리스크 프로파일은 비대칭적인 상태이다. 온건한 리세션이라는 우리의 시나리오가 현실화된다면, 이는 주식, 특히 미국 대형주, 성장주, 기술주에 부정적일 수 있다. 반면에, 우리는 상승 여력이 멀티플 확장이 아니라 기업이익 성장에 의해 더 크게 견인되는 세그먼트와 주식 종목을 선호한다. 우리는 시장에서 가치주와 퀄리티주를 선호하지만, 선별적인 포지션을 유지한다.
- **신흥국, 특히 남미와 아시아가 기회를 제공한다.** 중국의 경기둔화에서 영향을 받을 수 있는 지역이 있지만, 우리는 브라질, 인도, 인도네시아 등의 국가를 살펴보는 것이 중요하다는 점을 강조하고자 한다. 경화표시 채권은 높은 캐리를 제공하며, 우리는 HY에는 반대의 여지가 있다고 본다. 또한, 우리는 현지화표시 채권도 선호하며 남미 원자재 수출국에 긍정적 견해를 유지한다. 하지만, 우리는 중국 주식에 대해 중립적 포지션으로 이동하고 있으며, 인도를 선호하고 브라질에 긍정적 포지션을 늘렸다. 전반적으로, 바텀업 포커스가 중요하다.

Overall risk sentiment



Tight risk asset valuations (despite the recent pullback), and low visibility on earnings and CB policies lead us to stay defensive.

전월 대비 변화:

- **크로스애셋:** 브라질 현지화표시 채권과 FX에 긍정적 포지션을 늘림; 헤지를 갖추면서 미국 듀레이션에 건설적 포지션 유지.
- **채권:** 유럽 듀레이션에 중립에 근접한 포지션.
- **주식:** 중국에 중립적 포지션으로 이동; 브라질에 긍정적 포지션 늘림.

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.



## 세 가지의 뜨거운 질문

**1. 올해 미국의 경제성장률은 지금까지는 놀라운 상승세를 보이고 있다. 이러한 미국의 경제성장을 상승세가 계속될까? 그렇다면 유럽은?**

미국 정부의 재정 인센티브가 일부 부문에 대한 투자 확대에 이어지고 있기 때문에 우리는 올해 미국 경제성장률 예측을 1.6%에서 2.1%로 상향 조정했다. 하지만, 우리는 2023년 4분기에 경기둔화가 나타나면서 내년 1분기부터 리세션이 발생할 것으로 여전히 예상한다. 유로 지역의 경우에는 리세션 리스크가 증가했으며, 2023년 하반기와 2024년에 들어서도 약세의 분기별 성장 패턴이 나타날 것으로 보고 있다. 유로 지역은 전체에서는 리세션을 피할 수 있을 것으로 보이지만, 개별 국가의 단위에 대해서는 리세션이 발생하지 않을 것이라고 장담할 수 없다.

### 투자 중요 함의:

- 미국 재무성증권(UST)에 경미하기 긍정적/중립에 근접한 포지션; 유로 금리에 중립적 포지션.
- 미국 하이일드에 신중한 포지션.

**2. 올해 및 그 이후의 중국 경제활동은 어떻게 변화할 것인가?**

우리는 올해 중국 경제성장률에 대한 기존의 예측을 경미하게 하향 조정했으며, 더 중요한 점은 2024년 및 2025년의 경제성장률 수치를 4.7%와 3.9%에서 각각 3.7%와 3.4%로 낮췄다는 사실이다. 이는 중국이 느리지만 지속가능한 성장 모델로의 경제적 전환이 가속화하고 있음을 반영하고 있다. 건설업 부문의 경기둔화에 더불러 서비스 부문의 약화도 우려되고 있다. 이와 더불어, 중국의 정책입안자들이 경제성장에서 감내하는 수준이 모호해졌고, 3-4%로 경제성장률이 낮춰져서 전망되더라도 보다 실질적인 대응을 촉발할 것 같지는 않다.

### 투자 중요 함의:

- 중국 주식: 중립적 포지션을 낮춤.
- 석유: \$85-90/bbl 목표가격에서 앵커링되는 브렌트유 유가.

**3. 최근의 분기별 기업 실적 발표에서 파악할 수 있는 주요 시사점은?**

2분기의 주당순이익(EPS) 성장률은 마이너스였지만, 미국(-3.4% vs -5.7%(7월초의 예상치), 전년동기대비)과 유럽(-5% vs -7.4%(7월초의 예상치)) 모두에서 예상한 만큼으로 나쁘지는 않았다. 미국은 이번 경기사이클에서는 처음으로 유럽에 비해 소폭의 호조를 보였으며, 이는 부분적으로 경제환경의 호조와 달리 약세에 힘입어 미국 기업의 해외 이익이 증가했던 것에 기인했다. 실제로, 에너지 부문을 제외한 미국 기업들의 주당순이익 성장률은 플러스 3%였으며, 경기소비재 부문은 53.6%의 기업이익 성장률을 기록하며 가장 커다란 서프라이즈를 나타냈다.

### 투자 중요 함의:

- 미국 주식(주가가 완벽한 상황임, priced for perfection)에 대비하여 일본 주식을 선호.
- 유럽의 경우, 우리는 중립적 위치를 취한다-부문별로는 경기민감주와 경기방어주 사이에서 밸런스를 유지한다.

**“중국 경제성장률의 하향 조정, 미국 리세션과 관련된 리스크 및 유럽의 성장 둔화는 유럽중앙은행과 연준이 인플레이션의 마지막 발악을 제거하기 위한 노력에서 데이터 의존적인 견지를 계속 유지할 것임을 의미한다.”**



**Monica DEFEND**  
Head of Amundi  
Investment Institute



# Amundi 자산종목 견해

자산종목	현재 견해	전월대비 변화	근거
미국	-		최근에 주가는 상승에서 반전되어 일부 하락했지만 여전히 밸류에이션이 높고 기대기업이익이 지나치게 낙관적이다. 소비에 대한 압박과 긴축적 금융조건은 기업이익에 영향을 미칠 수 있다. 우리는 신중한 포지션을 유지한다.
미국 가치주	+		이 부문의 밸류에이션은 우호적이고, 채권수익률이 완만하게 상승함에 따라 장기적으로는 가치주로의 전환이 유지된다. 우리는 가치주를 충분한 기업이익 잠재력을 보여주는 퀄리티 종목에 대한 포커스와 결합한다. 또한, 대형은행들은 각 경기사이클을 통해 주기성 감소 및 내구성 향상의 입증을 나타낼 것으로 보이기 때문에 우리는 대형은행주도 선호한다.
미국 성장주	--		유동성 변화에 대한 우려와 함께 과잉적 밸류에이션으로 인해 우리는 성장주에 신중한 포지션을 유지한다. 금융조건이 타이트해 지면 투자심리가 더욱 악화시킬 수 있다.
유럽	-/=		글로벌 경제성장의 둔화는 소프트 데이터의 약세 속에서 경기민감성이 높은 유럽시장에 영향을 미칠 수 있다. 우리는 리세션을 예상하지는 않지만, 마진을 유지하면서 가격 결정력을 발휘할 수 있는 견실한 은행과 기업을 선호하면서 다소 신중한 포지션을 유지한다.
일본	=		일본 주식은 자국내 경제활동의 개선과 디플레이션에서 벗어난 상황에서 수혜를 입고 있다. 우리는 가치주를 선호하지만, 침체된 글로벌 경제적 환경을 감안하여 전반적으로 중립적 포지션을 취한다.
중국	=	▼	느리지만 지속가능성이 높은 성장 모델의 방향으로 이동하고 있는 중국에 대해서는 일부 단기적인 조정이 필요하다. 우리는 부동산, 건설, 서비스 업종이 약세인 것으로 파악하고 있다. 따라서, 우리는 중립에 근접한 포지션을 취하며 중국 정부의 지원 조치의 가능성을 평가하고 있다.
중국 이외의 신흥국 시장	=/+		신흥국 세계의 전체에 걸친 강력한 내수소비 및 수출에 의해 기회가 견인되고 있지만, 지역별로 커다란 분화를 나타내고 있어서 선별의 필요성이 부각된다. 우리는 아시아(인도), 남미(브라질), 동유럽의 일부 국가들에 대해서 긍정적 포지션을 취한다. 브라질은 밸류에이션이 매력적이며, 인도는 소비와 글로벌 공급망 변화의 수혜국이다.

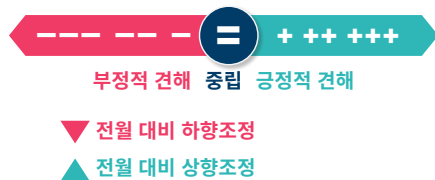
주식 플랫폼

미국 국제	=/+		최근의 채권수익률의 상승은 온건한 리세션이라는 시나리오와 결합되어 우리가 듀레이션에 건설적 포지션을 유지하도록 이끌었다. 하지만, 연준의 물가목표치를 여전히 상회하고 있는 인플레이션, 최근의 연준의 관련된 사안에 대한 언급 및 발행물량의 증가에 대한 우려를 감안하여 우리는 매우 액티브한 포지션을 유지한다.
미국 IG 회사채	=/+		우리는 안정적인 캐시플로우와 현재의 상황을 헤쳐 나갈 수 있는 능력이 있는 퀄리티 IG 회사채를 선호한다. 예를 들면, 우리는 (비금융채에 대비하여) 금융채를 선호하며 발행시장이 일부 기회를 제공한다고 생각한다. 전반적으로, 우리는 기존의 고 퀄리티 바이어스를 유지한다.
미국 HY 회사채	-		HY 밸류에이션은 타이트하고 우리의 기업이익 전망 및 경제전망에 부합하지 않는다. 이 세그먼트는 신용 리스크와 유동성 리스크에 더 크게 영향을 받을 수 있어서 리스크가 잠재적인 상승 여력을 보상하지는 못한다. 우리는 신중한 포지션을 유지한다.
유럽 국제	=		우리는 유럽에서 리세션이 발생할 것으로 예상하지는 않지만, 성장은 여전히 약세일 수 있고 유럽 지역 전체에 걸쳐서 국가별로 분화가 나타날 가능성이 크다. 우리는 중립에 근접한 포지션을 취하지만, 투자자는 유럽중앙은행의 조치와 인플레이션 데이터에 따라서 자신의 견지를 조정하기 위해 기술적으로 관리해야만 한다. 유럽 주변국 채권의 경우, 우리는 이탈리아에 경미하게 긍정적 견지를 가지면서 전반적으로는 중립적 포지션을 유지한다.
유로 IG 회사채	=/+		IG가 안정적인 캐시플로우를 생성할 수 있는 능력이 있기 때문에 우리는 IG에 경미하게 긍정적 포지션을 취한다. 특히, 충분한 완충자본을 갖춘 종목과 금융 부문을 선호한다.
유로 HY 회사채	-		성장 약세로 인해서 HY와 관련된 우려가 지속되고 있지만, 우리는 저등급 채권과 고퀄리티 종목 사이에서 차별화할 필요성이 있다는 견지를 유지한다. 저등급 채권은 타이트해 지는 금융조건, 경기둔화, 잠재적인 유동성 이슈에서 더 크게 영향을 받을 수 있다.
중국국제	=		투자분산이 중국국제에 대해서 여전히 핵심 포인트로 유지되고 있지만, 우리는 중국 경제의 진화와 성장에 대한 재정적 및 통화적 지원조치의 영향을 근거로 중국국제에 경계 태세를 취한다.
신흥국 채권 경화	=/+		우리는 신흥국 채권에 중기적인 관점에서 긍정적인 포지션이다. 경화표시 신흥국 채권은 매력적인 캐리를 제공하며, 매력적인 스프레드 수준으로 인해서 우리는 IG에 대비하여 HY를 선호한다. 전반적으로, 우리는 재정이 건전하고 책임감 있는 재정관리를 하는 국가에 대한 기존의 선별적 견지를 유지한다.
신흥국 채권 현지화	+		견조한 경제성장과 관리되고 있는 인플레이션은 현지화표시 신흥국 채권에 긍정적인 배경이 되고 있다. 브라질과 칠레의 최근 금리인하에서 알 수 있듯이 완화적 통화정책에 의해 남미 채권으로의 우리가 가진 기존 티팅이 추가적으로 뒷받침되고 있다. 우리는 모든 잠재적인 지정학적 리스크에 대해 경계 태세를 유지한다.

채권 플랫폼

원자재			중국의 경제활동과 글로벌 교역이 둔화함에 따라 우리는 기본 금속의 가격이 약간의 하향 압박이 있을 것으로 예상된다. 하지만, 현재의 전반적인 밸류에이션이 공평하다는 점을 감안하면 하락폭은 제한적일 것이다. 우리는 12개월 목표가격을 \$8,700/t으로 하향 조정했다. 금 가격은 미국의 실질금리에 의해 견인되고 있으며, 온건한 리세션의 발생이 예상됨에 따라 우리는 그 상승 여력을 제한적일 것으로 보고 있다.
FX			지난 7월 이후로 미국 경제는 다른 선진국에 비해 상대적으로 놀라운 상승세를 보이며 달러화를 부양시켰다. 하지만, 우리는 연준의 금리인상 사이클과 미국 인플레이션이 달러화 변동을 견인할 것으로 예상된다. 이러한 두 가지의 견인 요인은 약세의 USD 프로파일을 시사한다.

기타



출처: Amundi, 2023년 8월 기준. EUR 기반 투자자에 대한 상대적 견해. 본 자료는 특정 시기의 시장환경에 대한 평가를 나타내며, 향후 사건의 예측이나 미래 실적에 대한 보증을 의도하지는 않는다. 본 정보는 이를 참조하는 자가 특히 펀드나 증권과 관련한 어떠한 연구, 투자자문, 권장사항을 마련하는 자료로 사용될 수 없다. 본 정보는 예시적 및 교육적 목적으로만 엄격히 제한되고 예고 없이 변경될 수 있다. 본 정보는 현재, 과거, 미래의 Amundi 상품의 실질적 자산배분이나 포트폴리오를 나타내지 않는다.

# 신흥국 채권에서 투자분산의 기회를 모색할 것

최근에 다음과 같은 세 가지의 주요한 테마가 부상했다. 첫 번째로, 미국 경제는 투자와 소비의 호조에 힘입어 회복탄력성을 보이고 있다. 하지만, 장기적인 경제성장률이 낮아지고 있는 중국은 단기적인 궤적에서는 약세가 될 조짐을 보이고 있다. 세 번째로, 남미의 최근 금리인하 이후로 신흥국과 선진국 중앙은행들 사이의 정책 분화가 더욱 확연해지고 있다. 이러한 배경을 고려할 때 모든 포트폴리오 헤지를 갖추면서 신중한 투자분산의 경지가 요구된다. 하지만, 투자자는 신흥국 주식과 채권을 통해서 신흥국 성장 우위와 정책 분화에서 수혜를 입는 것을 목표로 해야 한다.

## 투자확신감이 높은 아이디어

기업이익이 평균 추이 이하로 떨어졌음에도 불구하고 선진국 주식 밸류에이션은 비싼 수준을 유지하고 있다. 선진국 주식의 반등이 지속되기 위해서는 그 밸류에이션이 기업이익 성장에 부합되어야 하지만, 기업이익은 여전히 불확실성을 유지하고 있다. 우리는 기업이익이 2024년까지도 계속해서 약재에 직면할 수도 있다고 생각하며, 이에 따라 우리는 선진국 주식에 대한 기존의 신중한 견지를 유지한다. 반면에, 우리는 신흥국에 경미하게 긍정적인 포지션을 유지하며, 중국의 성장과 중국과 강력한 교역관계를 가지고 있는 다른 국가들에 대한 잠재적 영향에 대해서 경계 태세를 취한다.

우리는 미국 듀레이션에 건설적 포지션을 취하며, 경제 데이터의 호조, 미국 국채의 과잉 공급, 상대적으로 매파적인 연준에 대한 우려를 감안하여 10년물 미국 국채에 대한 보호가 필요하다. 또한, 우리는 미국과 캐나다의 곡선의 볼스티프팅을 보일 것으로 예상한다. 유럽의 경우, 매크로 데이터가 약세이고 유럽중앙은행의 매파 진영에 대한 지지가 약해지면서 밸류에이션은 듀레이션에 대해 경미하게 긍정적인 견지에 우호적이다. 이와 유사하게, 스웨덴 국채는 취약한 자국내 경제로 인해, 이탈리아 국채-독일 국채 스프레드는 우호적인 기술적

요인으로 인해 상승할 것이다. 반면에, 우리는 글로벌 수익률곡선 전반에 대해서는 액티브한 포지션이며, 영국 국채 10년물이 호주 국채 10년보다 아웃퍼포먼스를 보일 가능성이 높다고 생각한다. 하지만, 우리는 일본국채(JGB)에 신중한 포지션을 취한다.

신흥국의 경우, 우리는 채권에 건설적 포지션을 취하며 브라질중앙은행이 금리를 인하할 것으로 예상되어 브라질에 긍정적 포지션을 경미하게 늘리는 것으로 전환했다. 또한, 체코 국채(헤지 필요)에도 긍정적이다.

선진국 크레딧의 경우, 펀더멘탈이 혼재된 상태이고 미국 HY의 스프레드는 타이트한 금융조건에 부합하지 않아 향후 기업의 유동성 및 자본조달 능력에 영향을 미칠 수 있다. 따라서, 우리는 방어적 포지션을 유지한다.

FX의 경우, 브라질에서 정치적 리스크 감소로 인해 우리는 BRL/USD에 긍정적 견해를 늘렸으며 MEX/EUR와 INR/CNH에는 긍정적 포지션을 유지한다. 선진국의 경우, 우리는 GBP에 부정적 포지션을 취하지만, 일본 엔화의 안전자산 특성을 감안하여 (EUR과 CHF에 대비하여) JPY에 긍정적인 포지션을 취한다. 연준이 금리인상의 속도를 늦춤에 따라 USD는 약세가 될 것이다.

## 리스크 및 헤징

기업이익과 경제전망에 대한 낮은 가시성으로 인해 우리는 투자자가 위험자산에 대한 포트폴리오 보호를 유지해야 한다고 생각한다. 반면에, 금은 투자분산 및 리세션과 지정학적 위기에 대한 보호의 기능을 계속 제공하고 있다. 하지만, 타이트한 밸류에이션과 최근의 실질수익률 강화로 인해서 단기적으로는 상승 여력이 제한적이라는 사실도 인지하고 있다.



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

“ 지금은 리스크를 추가하는 시기는 아니지만, 투자자는 신흥국 채권 분야에서 수익을 내는 기회를 모색할 수 있다. ”

## Amundi Cross-Asset 투자확신

■ 현재의 견지 ● → 전월 대비 변화

		---	--	-	=	+	++	+++
주식	선진국			■				
	신흥국					■		
크레딧				■				
듀레이션	선진국					■		
	신흥국					■		
석유					■			
금						■		



**John O'TOOLE**  
Multi-Asset Investment Solutions

출처: Amundi. 표는 가장 최근의 글로벌 투자위원회에서 표명된 견해를 바탕으로 3개월에서 6개월 기간의 크로스어셋 평가를 나타낸다. 전망, 전망의 변화, 자산종목 평가 대한 견해는 기대 방향(+/-)과 투자확신의 강도(+/\*\*/++/+++)를 반영하고 있다. 본 평가는 변경될 수 있으며, 헤징 컴포넌트의 영향을 포함하고 있다. FX = 외환, IG = 투자등급, HY = 하이일드, CB = 중앙은행, BTP = 이탈리아 국채.

# 기업이익의 퀄리티, 재무제표의 건전성을 살펴볼 것



**Fabio DI GIANSANTE**  
Head of Large Cap Equity



**Yerlan SYZDYKOV**  
Global Head of Emerging Markets



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

## 종합적 평가

유럽 주식. 2분기 기업 실적발표 시즌에 접어들면서 밸류에이션이 높아졌기 때문에 우리는 해당 기업 경영진과의 커뮤니케이션에 특히 관심을 두었다. 우리는 해당 기업의 경영진은 이제 조심스러운 소프트 데이터에 부합하도록 메시지를 내는 데에 더욱 신중을 기할 것으로 예상된다. 최근 실적발표에서 은행들은 금리상승의 혜택을 받아 예상을 뛰어넘는 실적을 기록했다. 하지만, 소비자에게 노출된 부문과 같은 분야에서는 어려움을 겪었다. 그럼에도 불구하고, 우리는 경기방어주(구조적 승자인 필수소비재 부문)와 견고한 재무제표를 가진 금융주/소매은행주와 같은 경기민감주 종목에 포커스를 두는 바벨형 접근방식을 유지한다. 이와 더불어서, 건축관련 기업도 강력한 퍼포먼스를 보였으며 투자자는 이러한 퍼포먼스를 활용하는 것도 고려해야 할 것이다. 당연히도 기술주와 같이 여전히 비싼 부문이 존재하며, 우리는 이에 대해 신중한 포지션이다.

## 미국 주식

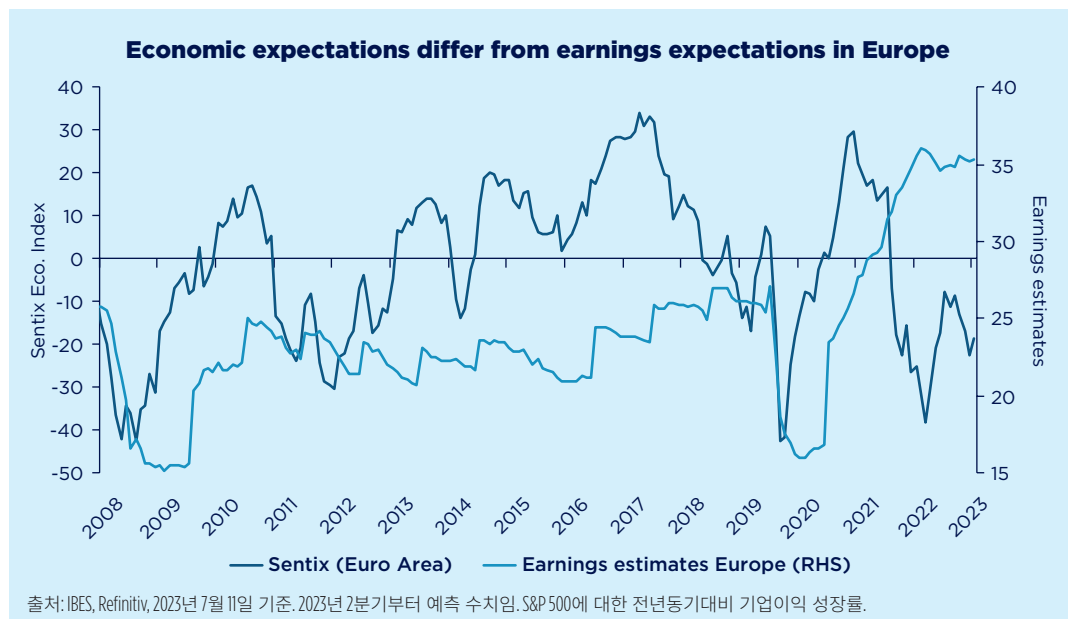
정부의 재정적 부양책이 소비자에게 도움을 주었지만, 우리는 소비자의 잉여 저축이 고갈될 수 있다고 생각한다. 완벽한 상황으로 가격이 반영(priced for perfection) 되어 있는 시장은 잉여 저축이 고갈될 수도 있다는 사실을 가격이 반영하고 있지 않다. 우리는 대형주와 성장주에 신중한 포지션을 유지하는 반면에, 합리적인 밸류에이션으로 트레이딩되고 있는 경기방어주,

퀄리티주, 가치주를 선호한다. 또한, 우리는 주식내 상관성(intra-stock correlations)이 하락했다는 사실을 인지하고 있으며, 이는 선별의 과정에는 긍정적이다. 부문별 수준에서, 우리는 강력한 완충자본을 갖추고 있는 대형은행주를 선호한다. 이는 최근의 하향 조정 이후에 더욱 중요해졌다. 흥미로운 점은, 은행 부문에 대해 논의되고 있는 새로운 자본규칙과 리세션/신용 리스크는 은행주를 보유해야 하는 이유가 이전보다 덜 분명해졌음에도 불구하고, 우리는 안정적인 예금 기반을 확보하고 있고 기술 선도적인 은행을 선호한다. 또한, 우리는 에너지주, 소재주, 생명과학주를 선호한다. 그리고, 노동시장 약화에 대한 경계 태세를 유지하면서도 제약주, 의료기술주, 소비자 소매업주 등의 분야가 흥미롭다는 사실에도 주목한다.

## 신흥국 주식

신흥국은 매력적인 밸류에이션과 기대기업이익 회복이 특징이지만, 중국과 미국의 성장둔화로 선별적이어야 할 필요성이 있다. 우리는 브라질(이전보다 선호도 증가)과 인도를 선호한다. 브라질은 통화 완화를 시작했고 농업에 의해 성장이 부양되고 있으며, 인도는 공급망 변경의 수혜국이자 대내 정책을 통해 성장에 박차를 가하고 있다. 중국의 경우 구조적인 어려움으로 인해 특히 부동산과 경기소비재 부문에 대한 시장심리가 비관적으로 바뀌었고, 이에 따라 우리는 전술적으로 중립적인 포지션을 취한다.

“현재의 기업이익 추산치는 너무 낙관적인 것으로 보이지만, 이는 시장이 경기둔화의 압박을 느끼면 바뀔 수 있다.”



# 채권 포커스: IG 금융채가 선호됨

## 종합적 평가

경제성장에 먹구름이 드리워진 가운데서도 고착화된 코어 인플레이션은 중앙은행 목표물가치 수준을 상회하고 있다. 경기둔화가 예상됨에 따라 이는 정책 불확실성을 야기하고 국채의 듀레이션에 대해 유연한 견지와 더불어서 선진국 및 신흥국 크레딧의 퀄리티 측면에서의 틸팅이 필요하게 된다.

## 글로벌 및 유럽 채권(fixed income)

유럽중앙은행은 E인플레이션과의 싸움을 너무 빨리 포기하지 않을 것이며, 금리를 긴축적으로 유지할 수 있는 옵션을 보존하기 위해 데이터에 의존할 것이다. 이러한 유럽은행의 접근방식은 우리가 듀레이션에 액티브하고 전술적인 견지로 유지하게 만들고 있으며, 이제 전반적으로 경미하게 신중한/중립에 근접한 포지션을 취한다 - 유럽 핵심국에 경미하게 신중한 포지션 및 일본에 유의적으로 방어적인 포지션. 반면에 우리는 이탈리아 국채에 긍정적 포지션을 취하지만, 유럽 주변국 국채에 대해서는 전반적으로 중립적이 포지션이다. 유로통화권의 부진한 기대경제성장률과 중국의 경기회복 둔화에서 비롯된 영향으로 우리는 저퀄리티 HY 회사채에 대한 기존의 신중한 포지션을 유지한다. 하지만 우리는 IG와 후순위채권을 선호하고, 부문별 관점에서 우리의 선호도는 금융채에 있다. 우리는 금융 부문의 펀더멘털이 강력하다고 생각한다 - 우리는 자산부채 관리가 탄탄하고 고금리 환경에서 수혜를 입는 은행채권을 선호한다.

## 미국 채권(fixed income)

최근의 수익률 움직임은 듀레이션 관리에 긍정적인 환경을 제공하고 있으며, 경제활동 둔화에 대한 우려에도 불구하고 우리는 경미하게 건설적인 포지션을 유지한다. 하지만, 우리는 이제 미국 재무성증권 수익률곡선의

중간 부분에서 가치가 증가하고 있다고 파악하고 있다. 유동화 크레딧의 경우, 여러 요인(인구 통계, 낮은 주택 공급 등)이 복합적으로 작용하여 주택 가격이 고착화되고 있기 때문에 주택담보대출 시장은 건전하다고 생각한다. 노동시장이 느슨해 지면 소비자 수요에서 일부 균열이 발생할 수도 있다. 학자금 대출 상황이 재개되고 소비자의 잉여 저축이 고갈되면 소비 부문에 부담이 될 수 있다. 따라서, 우리는 주택저당증권(MBS)에 액티브한 포지션을 유지하며, 금리 변동성과 양적긴축과 같은 기술적 측면을 모니터링하고 있다. 기업 크레딧의 경우 우리는 선별적인 포지션이며, 특히 HY의 밸류에이션에 신중하게 접근한다. 전반적으로, 우리는 HY에 대비하여 IG를, 비금융채에 대비하여 금융채를 선호한다.

## 신흥국 채권

신흥국 채권 전망은 인플레이션의 둔화, 견조한 신흥국 성장, 지속적으로 커지는 정책의 분화에 의해 형성되고 있다. 우리는 미국 달러화에 경계 태세를 취하고 현지화표시 신흥국 채권에 대한 기존의 건설적 견해를 유지하지만, 선별적인 포지션을 취하면서, 브라질, 멕시코, 칠레와 같은 남미 국가를 선호한다. 중국의 경우 우리는 특히 부동산 부문에 대해서 신중한 포지션을 취하며, 현 단계에서는 유의적인 정책 지원이 있을 것으로 예상하지 않는다. 또한, 견고한 캡처 캐리(capture carry)로 인해서 우리는 경화표시 신흥국 채권도 선호하지만, IG에 대비하여 HY를 선호한다.

## FX

미국 달러화가 일부 하락세를 회복했지만, 경기사이클적인 관점에서 중기적인 경로에서는 약세가 될 것임을 시사하고 있다. 우리는 신흥국 FX에 긍정적 포지션을 취하며, 특히 INR, IDR과 MXN 및 BRL과 같은 고수익률의 남미 FX를 선호한다.



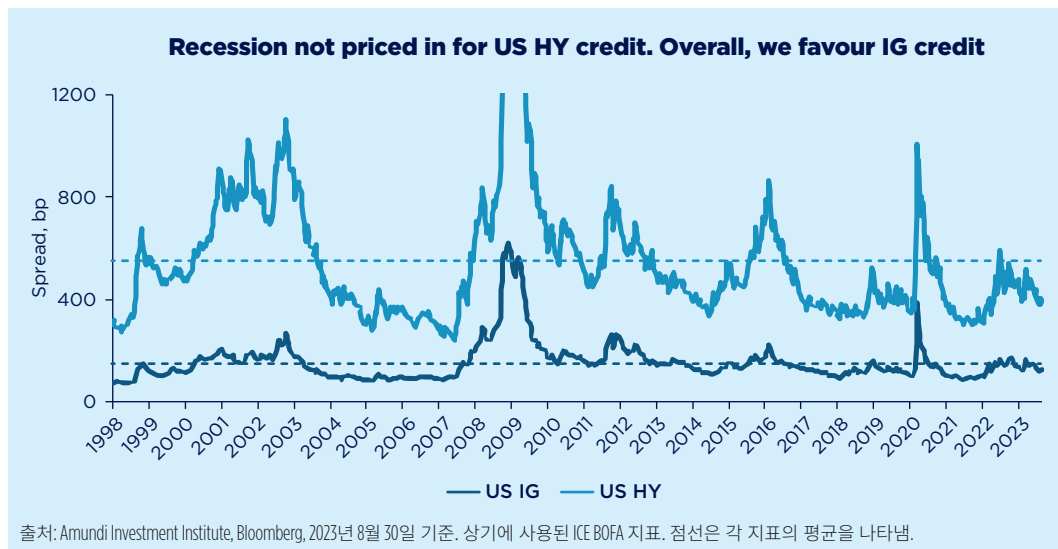
**Amaury D'ORSAY**  
Head of Fixed Income



**Yerlan SYZDYKOV**  
Global Head of Emerging Markets



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



“크레딧의 경우, HY의 밸류에이션이 경기둔화 및 타이트한 금융조건에 대한 리스크를 투자자에게 충분히 보상하지 못하기 때문에 우리는 IG를 선호한다.”



# 거시경제적 예측

거시경제적 예측, 2023년 9월 1일 기준

연 평균, %	GDP 실질성장률, 전년동기대비, %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
<b>선진국</b>	<b>2.6</b>	<b>1.4</b>	<b>0.6</b>	<b>7.4</b>	<b>4.7</b>	<b>2.5</b>
미국	2.1	2.1	0.3	8.0	4.0	2.5
유로통화권	3.4	0.6	0.5	8.4	5.6	2.6
독일	1.9	-0.2	0.4	8.7	6.3	2.7
프랑스	2.5	0.9	0.5	5.9	5.6	2.7
이탈리아	3.8	0.9	0.5	8.7	6.3	2.2
스페인	5.5	2.1	0.7	8.3	3.3	2.4
영국	4.1	0.5	0.5	9.0	7.4	2.9
일본	1.0	2.0	1.3	2.5	3.3	2.2
<b>신흥국</b>	<b>3.9</b>	<b>4.0</b>	<b>3.6</b>	<b>8.7</b>	<b>6.1</b>	<b>5.5</b>
중국	3.0	4.9	3.7	2.0	0.5	1.4
인도	6.9	6.4	5.8	6.7	6.3	6.0
인도네시아	5.3	5.2	4.8	4.2	3.8	3.4
브라질	2.9	2.6	1.4	9.3	4.7	3.8
멕시코	3.0	3.3	1.4	7.9	5.4	4.0
러시아	-2.1	2.1	1.5	13.8	5.9	5.6
남아공	1.9	0.4	0.6	6.9	5.7	4.8
튀르키예	5.5	2.8	3.9	72.0	51.5	50.4
<b>전세계</b>	<b>3.4</b>	<b>2.9</b>	<b>2.4</b>	<b>8.2</b>	<b>5.5</b>	<b>4.3</b>

중앙은행 공식금리 예측, %

	2023-09-15	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국*	5.50	5.50	5.65	4.25	5.12
유로통화권**	4.00	4.00	3.92	3.25	3.58
영국	5.25	5.50	5.90	4.75	5.75
일본	-0.10	0.00	0.00	0.00	0.10
중국***	3.45	3.45	3.40	3.45	3.40
인도****	6.50	6.50	6.40	6.25	6.00
브라질	13.25	10.75	10.75	9.00	9.40
러시아	12.00	12.00	11.00	9.00	9.50

출처: Amundi Investment Institute. 예측은 2023년 9월 15일 기준임. CPI: 소비자물가지수. \*: 연방기금리 목표금리 범위의 상단 수치 \*\*: 수신금리. \*\*\*: 1년 대출우대금리. \*\*\*\*: 환매조건부금리.



# 금융시장 예측

## 채권수익률

### 2년물 채권수익률 예측, %

	2023-09-15	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	5.03	4.20-4.40	4.66	3.80-4.00	4.35
독일	3.20	2.60-2.80	2.80	2.40-2.60	2.50
영국	5.01	4.30-4.50	4.62	4.10-4.30	4.50
일본	0.03	0.10-0.20	0.12	0.20-0.40	0.18

### 10년물 채권수익률 예측, %

	2023-09-15	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	4.32	3.70-3.90	4.29	3.60-3.80	4.25
독일	2.65	2.40-2.60	2.61	2.30-2.50	2.58
영국	4.34	3.80-4.00	4.31	3.70-3.90	4.31
일본	0.72	0.50-0.70	0.82	0.60-0.80	0.91

## 환율

	2023-09-07	Amundi 23년 4분기	컨센서스 23년 4분기	Amundi 24년 2분기	컨센서스 24년 2분기
EUR/USD	1.07	1.12	1.09	1.18	1.12
EUR/JPY	158	156	154	155	149
EUR/GBP	0.86	0.87	0.87	0.89	0.88
EUR/CHF	0.95	0.98	0.97	1.04	0.98
EUR/NOK	11.46	11.82	11.25	11.40	10.95
EUR/SEK	11.92	11.99	11.60	11.75	11.35
USD/JPY	147	140	140	132	134
AUD/USD	0.64	0.67	0.66	0.70	0.69
NZD/USD	0.59	0.60	0.60	0.62	0.63
USD/CNY	7.33	7.20	7.20	6.90	7.00

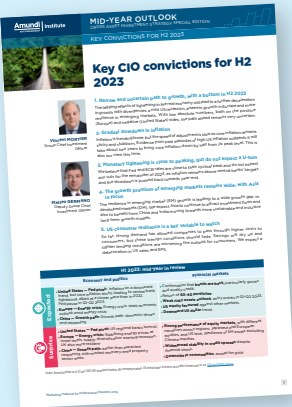
출처: Amundi Investment Institute. 예측은 2023년 9월 7일 기준임.

# Amundi Investment Institute

더욱 복잡해지고 급변하는 세상에서 투자자는 자산배분을 정의하고 포트폴리오의 구성에 도움을 받기 위해서는 그 상황과 투자관행의 진화를 더욱 잘 이해해야 합니다.

이러한 상황은 경제적, 금융적, 지정학적, 사회적, 환경적 측면 등과 같은 다양한 차원에 걸쳐져 있습니다. Amundi는 이러한 요구를 충족하기 위해 Amundi Investment Institute를 설립했습니다. 독립적인 연구조사 플랫폼인 Amundi Investment Institute는 Amundi의 연구조사, 시장전략, 투자테마 및 자산배분 자문활동을 하나의 우산 아래로 통합하고 있습니다. 본 기관의 목표는 투자팀과 고객 모두를 위해 전망과 예측, 혁신적인 조사연구의 수행 및 Thought Leadership 간행물의 제작, 배포하는 것입니다.

**Mid-year outlook:  
Opportunities lie beyond  
precarious path to growth**



## Amundi Research Centre에서 더 많은 Amundi의 투자 인사이트를 확인하십시오



Asset Class Returns Forecasts - Q3 2023



CBDCs: where does the project and debate stand?



Outerblue Convictions – Global Investment Views: Divergences persist as we head into autumn



Global Investment Views - August 2023



US credit rating downgrade: investment implication



Outerblue Talks Research – Parallels with the 70s. The long and winding road continues

당사의 소셜미디어:



전문 투자자 전용 마케팅 자료

## 중요 정보

본 문서는 정보 제공의 목적으로만 제공됩니다.

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

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

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

별도로 언급하지 않는 한, 본 문서에 포함된 모든 정보의 출처는 Amundi Asset Management SAS이며 2023년 9월 15일 기준이다. 투자분산이 수익성이나 손실에 대한 보호를 보장하지는 않는다. 본 문서는 “있는 그대로”의 원칙하에서 제공되며, 이러한 정보의 이용자가 이러한 정보의 이용에 따르는 리스크를 전적으로 감수해야 한다. 과거 데이터와 분석은 향후 실적분석, 전망, 예측에 대한 지표나 보증으로 간주되지 않아야 한다. 시장 및 경제적 추이와 관련되어 표현된 견해는 해당 저자의 것이고 반드시 Amundi Asset Management SAS의 견해가 되지는 않고 시장 및 다른 조건에 따라 변경될 수 있으며, 국가, 시장, 부문이 예상한 것과 같은 성과를 낼 것이라는 어떠한 보장도 있지 아니한다. 이러한 견해들은 투자 조언, 증권 추천 또는 모든 Amundi 상품의 거래 예시로써 의존되지 않아야 한다. 투자는 시장, 정치, 유동성, 통화 리스크를 포함하여 각종 리스크를 동반하게 된다.

또한, 그 어떠한 경우에도 본 문서의 생산에 관여한 모든 이는 직접적, 간접적, 특별적, 사교적, 징벌적, 결과적 또는 다른 유형의 손해(이익 상실 포함, 이에 한정되지는 않음)에 대해서 책임이 있지 않다.

최초 사용 일자: 2023년 9월 15일.

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

사진 저작권: ©iStock - Getty Images Plus - Narvikk.

### Amundi Investment Institute 기여자

**AINOUZ Valentine,**  
Head of Global Fixed Income Strategy, CFA

**BERARDI Alessia,**  
Head of Emerging Macro and Strategy Research

**BERTHON Jean-Baptiste,**  
Senior Cross-Asset Strategist

**BERTONCINI Sergio,**  
Senior Fixed Income Strategist

**BOROWSKI Didier,**  
Head of Macro Policy

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

**CESARINI Federico,**  
Head of DM FX, Cross Asset Strategist

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

**DI SILVIO Silvia,**  
Cross Asset Research Macro 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

**MIJOT Éric**  
Head of Global Equity Strategy

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

**PRADHAN Mahmood**  
Head of Global Macroeconomics

**ROSENBERG Anna,**  
Head of Geopolitics

**USARDI Annalisa,**  
Senior Economist, CFA

**VARTANESYAN Sosi,**  
Senior Sovereign Analyst

### 대표 편집인

**DEFEND Monica,**  
Head of Amundi Investment Institute

**MORTIER Vincent,**  
Group Chief Investment Officer

### 편집인

**BERTINO Claudia,**  
Head of Amundi Investment Insights & Publishing

**FIOROT Laura,**  
Head of Investment Insights & Client Division

### 부편집인

**PANELLI Francesca,**  
Investment Insights and Client Division Specialist

**PERRIER Tristan,**  
Macroeconomist and Investment Insights Specialist

**GALLARATE Gianluca,**  
Investment Insights & Publishing