

# CROSS ASSET

## 투자전략

Monthly

04호

2020년  
4월

CIO 견해

바이러스 확산 속도가  
시장의 전환점 도달에서 핵심이다

이번 달의 토픽

중앙은행은 무제한 지원이라는  
새로운 체제로 진입하고 있다

## 04호 - 2020년 4월

차례

### 글로벌 투자견해

#### CIO 견해

##### 바이러스 확산 속도가 시장의 전환점 도달에서 핵심이다 p. 3

시장이 실물경제를 이끌고 있으며, 따라서 감염병 대유행의 종료 이전에 시장이 바닥을 칠 것이다. 감염병 대유행(팬데믹)의 사이클적 유형, 발표된 정책시행 및 크레딧 곡선/핵심 채권수익률의 조정이 모니터링이 필요한 세 가지의 주요 요인들이다. 현 단계에서 우리는 전체적인 회복세보다는 일시적인 시장 안도만을 기대할 수 있을 것이다.

#### 거시경제

##### 새로운 기본 시나리오와 대안적 시나리오 p. 4

글로벌 경제가 U형 회복을 달성할 수 있다는 견해가 우리의 기본 시나리오이지만, U의 밑부분이 넓어지고 깊어지며, 경기하락세의 속도보다 경기회복세의 속도가 더 느릴 것이다.

#### 멀티애셋

##### 위험자산에 대한 신중한 포지션 유지 p. 5

우리는 변동성이 지속될 가능성이 큰 상황임을 감안하여 분산 투자를 유지하고 공격적으로 리스크를 추가하는 것을 피하면서, 감염병 확산에 대한 새로운 데이터를 모니터링 하는 것이 핵심적이라고 믿고 있다.

#### 채권

##### 감염병 발발 및 채무불이행 리스크의 상황에서 유동성에 우선순위 부여 p. 6

정부와 중앙은행들은 시장을 안정화시키기 위해서 극단적인 정책시행으로 대응하고 있지만, 위기에 대한 경제적 영향과 유동성 부족은 기업 채무불이행(부도)의 리스크를 상승시킬 수 있다.

#### 주식

##### 펀더멘탈에 주목해야 할 신중한 포지션이 요구되는 시기 p. 7

사상 유래가 없는 이번 위기는 극단적인 시장 변동성으로 이어지고 있지만, 투자자는 감염병으로 인해 나타나는 경제붕괴를 견딜 수 있는 비즈니스/기업에 포커스를 두어야 한다.

### 테마

##### 유로통화권의 비약적인 발전: 부채 상호공유의 진전 p. 8

유로통화권의 구조는 현재의 충격에서 비롯된 모든 리스크를 제약시킬 수 없다. 강력한 조건성이 없는 유럽안정화기구(ESM) 크레딧라인을 설정하는 것이 부채 상호공유를 위한 실질적인 첫 번째 단계이다. 이를 바탕으로 하여, 공동의 유럽 예산과 부채를 통합할 수 있는 기틀을 마련하게 될 수 있다.

### 이번 달의 토픽

##### 중앙은행은 무제한 지원이라는 새로운 체제로 진입 p. 9

중앙은행들과 정부들 사이의 조화된 정책시행은 파산의 급격한 증가의 방지라는 분명한 목적을 가진다. 중앙은행이 무제한 지원이라는 새로운 체제로 진입함에 따라 우리는 중앙은행이 유동성 위기에 대처할 수 있는 능력이 있다고 확신한다. 하지만, 향후 발생할 수 있는 지급불능 위기의 규모에 대해서는 강력한 확신감은 없다.

### 시장 시나리오 및 리스크

- > 중심 및 대안 시나리오 p. 11
- > 상위 리스크 p. 12
- > 글로벌 리서치 클럽 p. 13
- > Amundi 자산 종목 견해 p. 14

### 거시경제적 현황

- > 선진국 거시경제적 전망 시장 예측 p. 15
- > 신흥국 거시경제적 전망 시장 예측 p. 16
- > 거시경제 및 시장 예측 p. 17
- > 당사 예측에 대한 고지사항 p. 18
- > 주요 간행물 p. 19

## CIO 견해



PASCAL BLANQUÉ,  
그룹 최고투자책임자(CIO)



VINCENT MORTIER,  
그룹 최고투자부책임자

## 바이러스 확산 속도가 시장의 전환점 도달에서 핵심이다

시장(금융사이클)이 경기사이클을 이끌고 있으며, 감염병 대유행의 종료 이전에 시장이 바닥을 칠 것이다. 하지만, 다음과 같은 세 가지 사안이 확정된 이후에 시장이 안정화될 수 있을 것이다.

- **감염병 대유행(팬데믹)의 사이클적 유형**, 또는 감염병 확산 속도에서 일부 개선의 징후가 나타나는 시기. 이 사안은 '시간' 변수(위기 기간의 확대)와 동원 노력(mobilization efforts, 즉, 각국에서 도입한 봉쇄 조치)에 따라 다르게 나타나게 된다. 현 시점에서는 수많은 불확실성이 여전히 존재한다.
- **금융 및 통화 당국의 '필요한 모든 조치 단행'**이라는 전술과 기업 부문에 대한 금융조건의 완화와 관련한 정책의 신뢰성을 가지거나 또는 적절한 지원을 가구에 제공하여 경제 중단에서 비롯된 실업률 상승의 시기를 가구가 견딜 수 있도록 하는 지의 여부가 이에 해당된다. 시장은 마침내 이러한 노력들이 얼마나 크고 사상 유래가 없었다는 사실을 이해한 것으로 보인다.
- 최근의 시장전위 이후의 **크레딧 곡선의 스텝업** 및 미래의 부채 증가를 가격에 반영한 재정조치가 발표된 후에 상승한 **핵심 채권수익률**. 채권수익률은 이제 안정화된 것으로 보이는 반면에, 크레딧 측면은 여전히 개선의 여지가 있다.

하지만, **코로나19 확산 속도에서 이에 상응되는 하락이 없다는 이러한 정책시행은 효과를 발휘하지 못할 것이다.** 이러한 두 가지 사안(크레딧 곡선의 스텝업과 핵심 채권수익률)의 결합이 경기회복의 시기를 이끌게 될 것이며, 감염병 대유행이 통제되지 않는 것으로 나타나는 기간 동안에는 변동성이 지속될 것이다. 투자자에게 가장 중요한 사안은, 우리의 견해로는, 최근 수주 동안에 가속세의 확진자 숫자에서 상승세를 가리키고 있는 감염병 대유행의 속도라는 방향성이다. 확산억제 조치가 효과를 내기 시작할 때에 감염병의 확산 속도는 감소세를 보일 것이다. 이러한 상황은 중국에서 이미 나타났으며, 이탈리아에서도 이제 이러한 징후의 일부를 목도하고 있다. 대다수의 국가들은 여전히 위기의 정점을 지나지 않았다. 영국과 미국은 여전히 확산 가속화 국면이고, 다수의 유럽연합 국가들도 마찬가지로의 국면이며, 일부 신흥국은 초기 단계에 있다.

글로벌 봉쇄가 성공적인 것으로 판명된다면 감염병 대유행은 다음 달에 정점을 찍을 것이며, 그 이후에는 새로운 확진자의 증가 속도가 하락하기 시작할 것이다. 우리는 이러한 방향으로 움직이고 있지만, 아직 도달하지는 못했다. **단기적으로 우리는 이러한 극단적인 시장전위에서 전면적이고 안정적인 경기회복이 아니라 일시적인 안도감만을 예상할 수 있다.**

이번 위기가 전개하고 있는 현재의 전환적인 국면을 감안하면, **감염병 대유행이 종료된 후에 투자자들에게는 핵심 채권수익률의 하락이 있을 것이고, 다른 종목에서 수익률을 추구할 필요성이 있게 된다.** 크레딧 시장과 신흥국 채권은 공개 시장에서 자연스런 후보이지만, 이러한 자산에 대한 압박이 현재 높게 유지되고 있고 아직까지는 공격적인 진입포인트를 선언할 시기는 아니다. **크레딧의 경우, 우리는 하이일드에 대해 신중하고 매우 선별적인 포지션을 유지하는 반면에, 중앙은행의 뒷받침에서 혜택을 받을 IG 종목을 선호하며, 주변국 국채도 역시 혜택을 받을 것이다.** 시장에서 하방 고리의 지속은 잠재성장률에 대한 영구적인 충격에 의해서만 정당화될 수 있지만, 이는 현재로서는 가능성이 매우 낮은 시나리오이다.

감염병 대유행의 진화 곡선에서 **안정화의 징후가 현실화될 때까지 주식시장은 압박을 계속 받을 것이다.** 감염병 대유행이 정점을 지나서 경기사이클주 매력성이 일단 회복되면 강력한 반등세를 나타낼 수 있는 질 높은 경기사이클주 부문에서 나타나는 기회를 포착하고 있다. 일부에서는 지역별 수준에서 보다 이르게 바닥을 치기 시작할 수 있으며, 중국이 이러한 해당될 수 있는 좋은 후보이다. 포트폴리오 관리의 측면에서, 글로벌 리스크회피가 단기적으로 지속될 수 있고 이로 인해 안전자산 선호현상이 질 높고 방어적인 유동성 자산과 당연한 결함으로 이어진다는 현상을 인식하기 때문에 **이러한 상황은 지속적인 신중한 접근법을 요구한다.** 이러한 '틈새 국면'(in-between phase), 특히 성과와 유동성 사이의 절충에 대응하기 위해서는 **적극적인 관리와 선별이 핵심적이다. 그 어떠한 시기보다도 지금은 견고한 유동성 관리가 차별성을 만들어 낼 것이다.**

### 전반적인 리스크 분위기

리스크오프

리스크온



위험자산에 대한 신중한 견지 유지, 유동성 관리의 개선 노력, 일부 크레딧 리스크에 대한 해징.

#### 이전 달 대비의 변화

- ▶ 신흥국 채권과 미국 HY에 대한 신중한 포지션 증가
- ▶ 경기사이클 가치주 종목에서 일부 바텀업 기회

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

## 거시경제

## 새로운 기본 시나리오와 대안적 시나리오



MONICA DEFEND,  
연구원 글로벌 헤드



DIDIER BOROWSKI,  
글로벌 견해 헤드

글로벌 경제가 U형 회복을 달성할 수 있다는 견해가 우리의 기본 시나리오이지만, U의 밑부분이 넓어지고 깊어지며, 경기하락세의 속도보다 경기회복세의 속도가 더 느릴 것이다

코로나바이러스 감염병의 전세계 확산 및 이에 따른 대부분의 경제활동의 중단은 그 강도와 범위에 예상되지 못했던 사안이었으며 불과 몇 주 만에 심화되었으며, 이러한 심각한 상황 전개가 우리의 기본 시나리오와 대안적 시나리오를 수정한 이유이다. 모든 감염병은, 그 본질 상, 억제할 수 있고 가역적인 충격의 특성을 띠고 있다. 하지만, 지금의 감염병 발발의 경우에는 그 확산 속도의 규모와 일단 확산세가 안정화된 이후에 경제가 얼마나 신속하게 회복될지에 대해서는 불확실성이 유지되고 있다. 중국과 그 이후의 이탈리아에서 진행될 상황이 나머지 전세계에 대한 일종의 선행지표로 제시될 것이다. 가구 소비의 탄력성이라는 측면에서 미국은 글로벌 경제의 진화에서 핵심적인 요인이 될 것이다.

영향을 받은 모든 국가가 바이러스 확산을 제약하기 위해서 동일한 조치를 취하지는 않고 있다. 감염병 위기가 중국에서 발발한 이후, 올해 초에 전세계 및 소수의 유로통화권 국가들에서는 경기사이클 반등세를 나타내기도 했다. 하지만 지금은, 몇 주의 시차가 있지만 모든 국가들이 충격을 받았고, 이는 향후 수개월 동안에 대다수의 선진국과 신흥국에서 동기화된 순차적인 심각한 경기 역성장으로 이어질 것이다. 결과의 핵심적 결정요인은 정책시도의 속도/강도/조화, 감염병-확산억제 조치의 속도/효율성 및 치료제/백신의 테스트 여부가 될 것이다.

통화 및 재정 당국의 노력은 사상 유래가 없는 수준이다. 중앙은행(CB) 금리는 2009년 수준으로 복귀되었으며, 중앙은행의 보유자산 확대는 2020년 말에는 2009년 수준을 초과할 것으로 보인다. 재정적 지원은 사회적 안정의 확보에 목표를 두면서 그 금액과 조치의 범위에서 확대되고 건강관리제도를 강화하여 대규모 채무불이행을 방지하고 가구를 지원하게 될 것으로 예상된다. 그러나, 이러한 정책조치들이

향후 두 세 분기 동안의 현격한 경제 역성장을 방지하기에는 역부족일 것은 분명하다. 하지만, 우리는 당분간은 잠재성장률이 영향을 받을 가능성이 낮다고 생각하기 때문에, 지원조치들이 경제활동의 반등을 올해말이나 2021년초(가능성이 더 높음)에는 견인할 수 있을 것이다. 글로벌 경제가 U형 회복을 달성할 수 있다는 견해가 우리의 기본 시나리오이지만, U의 밑부분이 넓어지고 깊어지며, 경기하락세의 속도보다 경기회복세의 속도가 더 느릴 것이다.

두 가지의 대안적인 시나리오도 가능하며, 어떠한 시나리오가 우위를 점할지는 경제 충격의 상호작용 수준, 기업 지급불능 위기의 규모, 기존의 긴장이 있던 지역에서 정치적 리스크의 잠재적 재부상 등에 의해 좌우될 것이다.

우리의 다운사이드 시나리오에서는, 감염병 대유행을 둔화시키는 확산억제 조치의 실패하고 위기가 장기화하여, 시스템리스크로 되는 것으로 가정하고 있다. 여기에서 가정된 사항은 아직까지는 시장에 의해 가격에 반영되지는 않았고, 부문들 전체에 전체적인 혼란을 동반하면서 주식에 대한 또 다른 시장조정과 채무불이행의 현저한 상승으로 이어질 수 있다. 부채가 확대되고 지속 가능하지 않게 된다는 것이 이 시나리오의 특징이며, 마지막에는 부채의 전면적 화폐화(full monetization). (역주: 재정 적자를 보전하기 위해 정부가 중앙은행에 국채를 매각하는 방식)이 될 가능성이 크다.

업사이드 시나리오에서는, 확산억제 조치가 작동하고 (중국에서처럼) 2-3개월 내에 상황이 안정화되는 경우, 지속 가능성이 가장 낮은 사업모델만 영구적인 붕괴를 동반하지만 전반적인 경제활동이 빠르게 재개될 수 있을 것이다. 이 시나리오는 역시 시장에서 가격에 반영되지 있지 않았으며, 올해 하반기에 위험자산을 현재 수준에서 현저한 상승을 견인할 수도 있다

다운사이드 L형 경기회복 20%	중심 시나리오 기본형 50%	업사이드 U형 경기회복 30%
<ul style="list-style-type: none"> <li>느린 의료적 진척과 더불어서 감염병 대유행 계속 장기간 동안의 국가별 봉쇄 조치</li> <li>방역 긴급 사태를 넘어서서 심화되고 장기화된 글로벌 리세션</li> <li>전세계적인 부채의 전면적 화폐화</li> <li>비즈니스 붕괴에 따른 잠재적 생산량의 손실</li> <li>공공부채와 중앙은행(CB) 보유자산의 급속한 확대</li> <li>금융 공황의 장기화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2020년 3분기에 감염병 대유행(팬데믹)의 안정화</li> <li>2020년 1분기/2분기/3분기 동안에 심각한 글로벌 리세션</li> <li>두려움을 완화시키고 소득/기업을 보존하기 위해서 전세계 중앙은행/정부들의 '바주카'(bazooka) 정책 도입</li> <li>4분기-1분기부터 느린 속도의 경기회복(이력효과, 성장둔화), 그 이후 2021년에는 주로 기저효과로 인한 경기반등</li> <li>2020년 기업 채무불이행(부도) 급증, 크레딧 시장의 현저한 파편화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2020년 전반기에 감염병 대유행(팬데믹)의 안정화</li> <li>리세션은 심화되지만 단명함 (2020년 전반기)</li> <li>경제의 재활성화(캐치업)를 뒷받치는 전세계적으로 조화된 중앙은행과 재정적 조치. 억눌린 수요 부상</li> <li>2021년에 잠재성장률 이상의 경제성장률, 일부 국가의 경우에는 이르면 2020년 하반기에 본격적인 경기회복</li> </ul>

출처: Amundi Research, 2020년 3월 23일 기준. ROW=전세계 다른 지역(Rest of the world)

멀티애셋

위험자산에 대한 신중한 포지션 유지



MATTEO GERMANO,  
멀티애셋 헤드

우리는 변동성이 지속될 가능성이 큰 상황임을 감안하여 분산 투자를 유지하고 공격적으로 리스크를 추가하는 것을 피하면서, 감염병 확산에 대한 새로운 데이터를 모니터링 하는 것이 핵심적이라고 믿고 있다

다양한 수준의 경제적 영향과 리세션과 유사한 형태로 이어질 수 있는 국내 및 해외 부문에서 심각한 혼란의 발생은 분명한 리스크이다. **그 결과, 우리는 위험자산에 대한 신중한 포지션을 유지한다.** 우리의 전략은 경계를 유지하면서 글로벌 경제에 대한 영향과 시장에서 이러한 경기 하향세를 가격에 반영하는 범위를 보다 잘 평가하기 위해서 새로운 데이터를 긴밀하게 모니터링하는 것이다. **현재로서는, 투자자는 매우 분산된 투자를 유지하는 것이 핵심이다.** 전세계 정부 및 중앙은행들이 발표한 대책조치들은 상당히 인상적인 수준이지만, 시장이 경제적 혼란이 얼마 동안 계속될 지에 대한 전망을 예측할 수 있을 때까지는 **변동성이 지속될 가능성이 크다.** 우리는 손절매로 인해 포지션이 청산될 때의 시장조정 “자산유동화”(liquidation) 국면도 목격하고 있다. 장기적인 관점에서 매력적으로 보이는 시장의 일부 분야가 존재하지만, 우리는 현재가 공격적으로 리스크를 추가할 적절한 시기는 아니라고 느낀다.

투자확신감이 높은 아이디어

2월말 이후로 상황이 매우 유동적이기 때문에, **우리는 자산배분을 전술적으로 조정하여 리스크 견지를 낮추고 주식에 대한 우리의 견해를 하향 조정했지만, 일단 상황이 잦아들면 재진입할 포인트를 모색하고 있다.** 2월말 이후로, **우리는 유럽 주식과 미국 주식에 신중한 포지션을 취해 왔으며, 영국 주식에 대해서는 이제 중립적 견해를 취한다.** 비록 미국 주식시장은 올해 최정점에 비교하여 25% 하락했지만, 우리는 당분간의 기존의 견지를 유지하면서 코로나바이러스 확산의 전개과정 및 봉쇄조치의 기업실적에 대한 잠재적 영향을 모니터링 한다. 이는 금융조건의 긴축과 매출 하락으로 심각한 영향을 받을 것으로 보인다. **신중국 주식에 대해서는 우리는 중립적 포지션이며,** 중국이 감염병 대유행의 사이클에서 앞서 나가고 있고 더 높은 탄력성을 유지할 것이기 때문에 우리는 글로벌 신흥국시장(GEM)에 대비하여 중국 FTSE A50을 선호한다.

**채권(fixed income)의 경우, 우리는 전체적인 듀레이션에 중립적인 견해를 유지하지만,** 독일국채 5년물이 계속되는 투자안전처로의 자금유입의 영향을 받기 때문에 우리는 독일국채 5년물에 대비하여 미국 재무성증권 5년물을 선호한다. 그렇지만, 현재 수준의 수익률이 밸류에이션의 관점에서 여전히 타이팅하기

때문에, 현재 수준의 수익률은 듀레이션 익스포저를 추가하기에 충분히 매력적인 것으로 간주되지는 않는다. 우리는 이제 **미국 10년물 손익편형 인플레이션에 신중한 포지션**이 되었다. 이탈리아 국채는 매력적인 수익률을 계속 제공하고 있고, 우리는 유럽중앙은행의 주변국 국채에 대한 압박을 완화하는 지원책에 대한 현재의 기대감을 바탕으로 **독일국채 30년물에 대비하여 이탈리아 국채 30년물에 상대적으로 선호하는 포지션을 유지한다.**

그 외의 부문의 경우, 코로나19 상황에 대해 일부 탄력성을 초기에 나타냈던 **크레딧 시장**은 광범위한 리스크오프 추세에서 악영향을 받았으며, HY와 IG의 경우는 미국이 유럽보다 저성장을 나타냈다. 우리는 **크레딧에 대해 전반적으로 경미하게 건설적인 포지션이며, 특히 높은 질의 증권에 대해서 더욱 그러하지만, 테일리스크의 헤징에 포커스를 둔다.** 우리는 IG와 HY 모두에 있어서 미국에 대비하여 유로통화권을 여전히 선호한다. 이러한 자산종목에서 미국 HY 기업의 높은 레버리지 수준, 에너지 부문에 대한 미국 HY의 익스포저, 유가 하락이 우려 요인이다.

**신흥국 채권(fixed income)의 경우,** 최근의 스프레드 상승세는 빠르고 강력했으며, 이는 바이러스 확산과 산유국의 상황을 악화시킨 유가 폭락에 의해 고조되었다. 따라서, **우리는 현재로서는 이 자산종목에 대한 전망에 대한 어려움이 높아졌다고 생각한다.** 다수의 국가들은 제한적인 확산억제 조치를 시행하는 감염병 위기의 초기 단계에 있으며, 심각한 리세션에 당면할 것이다. 최근에 우리는, 이 자산종목에 대한 중립적인 견지를 상정하여, 더 신중한 접근방식을 취하고 있다.

통화의 경우, 유로화에 대한 견해는 유럽의 현재한 경제 약세의 징후를 감안하여 USD에 대비하여 중립적인 포지션이지만, 고가의 CHF 밸류에이션으로 인해 우리는 CHF에 대비하여 EUR에 대한 긍정적인 견지를 유지한다.

리스크 및 헤징

높은 변동성의 현 국면에서 투자자는 일본 엔화, 금, 주식/크레딧에서 옵션의 형태로 **헤지를 유지해야 한다고 우리가 권고하는 하방 요인을 제한하는 노력이 특히 중요하다고 생각한다.**

USD = 미국 달러화, EM= 신흥국 시장, IG = 투자등급, HY = 하이일드, CHF = 스위스 프랑화, 중국 FTSE A50 = 중국 국내 종목으로 구성된 FTSE 그룹의 주식시장 지수, ECB = 유럽중앙은행

Amundi Cross Asset 투자확신

	1개월 변화	---	--	-	0	+	++	+++
주식				■				
크레딧						■		
듀레이션						■		
석유					■			
금						■		

출처: Amundi Research. 표는 가장 최근의 글로벌 투자위원회에서 표명된 견해를 바탕으로 3-6개월 기간의 크로스애셋 평가를 나타낸다. 전망, 전망의 변화, 자산종목 평가 대한 견해는 기대 방향 (+/-)과 투자확신의 강도(+/\*\*/++/\*\*)를 반영하고 있다. 본 평가는 변경될 수 있다.

채권



ÉRIC BRARD,  
채권 헤드



YERLAN SYZDYKOV,  
신흥국 시장 글로벌 헤드



KENNETH J. TAUBES,  
미국투자관리 CIO

정부와 중앙은행들은 시장을 안정화시키기 위해서 극단적인 정책시행으로 대응하고 있지만, 위기에 대한 경제적 영향과 유동성 부족은 기업 채무불이행(부도)의 리스크를 상승시킬 수 있다

## 감염병 발발 및 채무불이행 리스크의 상황에서 유동성에 우선순위 부여

글로벌 리세션의 공포에 대응하여 중앙은행들은 “바주카”(bazooka) 정책의 시행을 시작했고 정부도 이에 반응하기 시작했다. 코로나19의 전세계 확산 이후의 시장반응은 극단적인 양상을 보였으며, 처음에서 핵심 국채수익률을 사상 최저의 수준으로 끌어내렸고, 그 이후에는 대규모 재정부양책의 결과로 인한 공공부채의 상승의 예상을 시장이 가격에 반영한 후에는 핵심 수익률의 반등세를 유발했다. 스프레드 상품은 전 부문에 걸쳐서 심각한 압박을 받아 글로벌 리세션이 가격에 반영되었고, HY 종목에서 신용 등급의 하락과 채무불이행률이 높아졌다. 경기 불황을 견딜 수 있는 탄력적인 사업모델에 포커스를 두는 것이 영구적인 잠식에서 자산을 보호에 있어서 핵심적이다. 변동성이 극도로 높은 상황이며, 현금 및 이와 유사한 자산과 더불어서 유동성 관리가 최우선 순위이다. 마지막으로, 시장이 개선될 때에 회복할 역량을 구축하도록 포트폴리오를 포지션 하는 것이 중요하다.

### 선진국 채권

글로벌 채권(fixed income)의 경우, 우리는 미국(투자안전처 자금유입)에 대해 건설적인 견해를 가지면서 긍정적인 듀레이션 바이어스를 가지며, 핵심 유로채권에 중립에 근접하는 포지션, 일본에 부정적인 포지션을 취한다. 우리는 다른 종목들의 듀레이션에 대한 견해를 조정하여, 호주에 대해서는 건설적인 포지션을 증가시켰고 영국/캐나다에서는 중립적인 포지션을 취한다. 우리는 미국과 유럽의 인플레이션 연계채권에 대한 건설적인 포지션을 낮추었다. 유럽연합 주변국 채권은 매력적인 수익률을 계속 제공하고 있으며, 이전보다는 이탈리아나 스페인에 대해서는 낮지만 우리는 (유럽중앙은행의 대규모 유동성 주입으로 고려하여) 건설적인 포지션을 유지한다. 우리는 주변국 채권에 대한 높은 변동성과 유동성 부족을 여전히 예상한다. 우리는 크레딧에 대해 긍정적인 포지션이지만, 부문별 견해를 재검토했다. 구체적으로는 경기사이클 부문과 이번 위기에 직접적으로 노출되어 있는 부분(선박, 자동차)에 대한 건설적 포지션을 낮추었다. 채권발행사의 질도 리스크가 높은 세그먼트에서는 특히 중요하다. 우리는 IG에 건설적인 포지션이지만, 유동성에 대한 포커스를

증가시켰다. 우리는 IG 및 HY의 경우 미국에 대비하여 EUR을 선호(IG는 강력한 펀더멘탈과 양적완화의 뒷받침, HY에서는 미국 에너지 부문은 피할 것)한다. 전체적으로는 우리가 리스크를 추가하기 이전에 바닥을 쳤다는 일부 증거가 필요할 것이다. 미국의 경우, 금융조건의 긴축은 여전히 시장유동성을 압박하고 있다. 하지만, 지난 수일 동안에 인플레이션 기대감에 대한 급격한 하락이 회복되었으며, 특히 인플레이션 연계 채무성증권(TIPS)에서 더욱 그러했다. 이러한 상황은 수익률곡선이 상당히 지속적으로 스티프닝 되는 현상에서도 확인되고 있다. 이와 더불어서, 이러한 두 현상은 중앙은행의 조치와 재정부양책이 경기의 복원(캐치업)을 시작하고 있으며, 일부 상황을 관리하고 있음을 나타내는 것이다. 우리는 신중하고 선별적인 포지션을 유지하며, 유동성에 포커스를 계속 둔다. 우리는 상당한 할인이 되어 있는 질 높은 미국 기업 크레딧도 추구하고 있다.

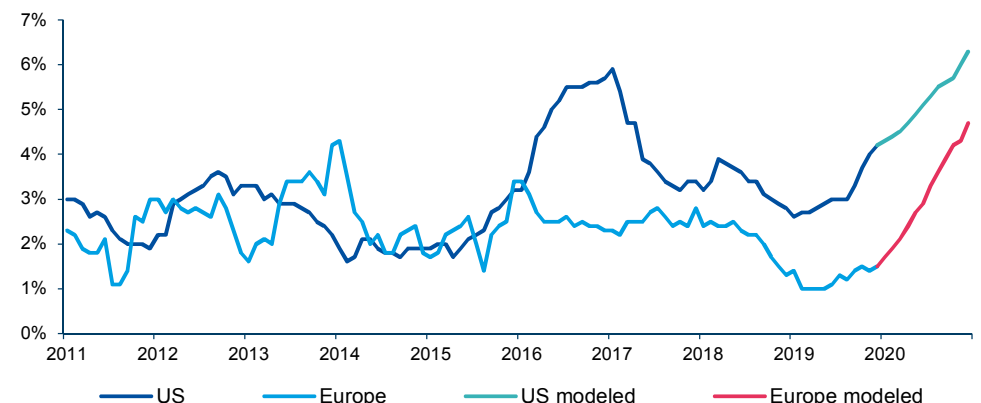
### 신흥국 채권

우리는 현재의 위기로 인해서 단기적으로 신중한 포지션이다. 일부 신흥국은 바이러스 확산의 초기 단계에 있고 다른 국가들은 두 번째 재확산의 국면을 맞이하고 있으며, 이는 내수-소비 스토리에 영향을 미치게 될 것이다. 적절한 국가별 선별을 한다면, 신흥국 채권은 중기적으로 가치를 제공할 것이다. 하지만, 투자자는 현 국면 동안에 진입포인트를 모색에 앞서서 신중한 포지션을 유지해야 할 것이다. 경화표시 채권의 경우에는 인도네시아, 우크라이나, 남아공이 매력적이지만, 석유 수출 국가에 대해서는 긍정적인 포지션을 줄였다. 현지화표시 채권의 경우, 우리는 현지의 실질금리가 지난 수년간과 비교하여 높은 수익율을 내는 국가(세르비아, 이집트, 우크라이나)를 선호한다.

### FX

우리는 USD에 대해서는 긍정적이며, EUR과 대다수의 원자재 수출국의 통화국에 대해서는 신중한 포지션이다. 미국 자산은 전세계에서 가장 높은 유동성이 있고 위기에서 인기가 높은 종목이다. 신흥국 FX의 경우, 우리는 여전히 신중한 포지션이다.

### 크레딧 하이일드에 대한 채무불이행 전망 (채권발행사의 비율)



Source: Amundi Research forecasts, Moody's, as of 18 March 2020.

## 주식

## 펀더멘털에 주목해야 할 신중한 포지션이 요구되는 시기



KASPER ELMGREEN,  
주식 헤드



YERLAN SYZDYKOV,  
신흥국 시장 글로벌 헤드



KENNETH J. TAUBES,  
미국투자관리 CIO

주식은 사상 최고의 속도로 조정을 겪어서, S&P 500은 17차례 후에 거래 세션 동안에 베어마켓으로 추락했다. 시장은 초기의 경기 재가속화에서 현재는 수익성 리세션에 가격에 반영하는 방향으로 급격하게 움직였다. 하지만, 심화되고 장기적으로 지속되는 수익성 리세션은 아직까지는 가격에 반영되지 않았지만, 그러한 상황이 발생하는 경우(우리의 중심 시나리오는 아님)에는 가격의 추가적인 악화로 이어질 수 있다. 반면에, 새로운 데이터를 분석하여 대규모 지원정책 조치의 잠재적 영향을 평가하는 데에 어려움을 겪음에 따라 변동성과 행동적 바이어스가 매우 높게 유지될 것이다. 따라서, 투자자는 리스크에서 균형을 이루어야 하고 유동성에 우선순위를 두어야 한다. 이와 동시에, 포커스는 강력한 재무제표와 이번 위기에서 충격을 받지 않는 (또는 심지어는 이번 위기에서 더욱 강력하게 부상할 수 있는) 탄력적인 사업모델을 가지고 있고 상당한 할인된 가격으로 거래되고 있는 부문/종목을 파악하는 데에 집중되어야 한다.

### 선진국 주식

**유럽의 경우**, 자동차와 항공기와 같은 국가별 주력 부문의 약세 업계에게 약세 플레이어는 매우 취약한 것으로 보이며, 일부는 단지 수개월 이내에 부채 보증, 주식 발행, 잠재적으로는 국유화 등이 필요할 가능성이 크다. **투매의 결과로써 시장전위가 부각되고 있다.** 우리는 탄력적인 사업모델과 강력한 재무제표를 가진 기업들에 대해 건설적인 포지션을 유지하며, 이러한 매개변수 내에서 구조적으로 혜택을 받는 특정 부문(필수소비재와 의료)은 지금 매력적으로 가격이 매겨져 있다. 또한 우리는 이전에 너무 고가인 것으로 간주되었던 기술 부문에서의 가격 변화에도 계속 주목하고 있다. **이와는 별도로**, 유럽의 성장주에 상대적으로 저렴하게 유지되어 왔던 **가치주에서는 고유한 기회(idiosyncratic opportunities)가 존재한다.** 이러한 종목 중에서, 우리는 매력적인 밸류에이션으로 인해 경기소비재주와 금융주에 특히 긍정적인 포지션을 취한다.

**미국의 경우**, 최근의 투매 현상에서 나타난 것과 같이, 국제시장은 리세션을 가격에 반영하고 있지만 미국은 그렇지 않은(따라서, 더 큰 가격 반영이 있을 것으로 예상) 시기라는 공포 요인이 시장을 지배하고 있다. 정책입안자들은 종합적인 재정/통화적인 지원을 제공하겠다는 전면적인 의지를 나타냈다. 하지만, 이번 위기는 본질적으로 의료/건강 이슈이기 때문에, **코로나바이러스 확진자 수의 감소가 나타날 때에 시장 분위기가 개선될 것이다.** 주식 리스크프리미엄은 매력적이지만, 마이너스의 실질금리는 이러한 신호의 강도를 저하시킬 수 있다. 스타일의 관점에서, 금융대위기기의 종로 이후 **가치주는 성장주보다 낮은 실적을 보였으며**, 현재의 시장조정에서도 그 스토리는 유사하다. 그렇지만, 일단 경제성장이 바닥을 치면 가치주의 반등세가 나타날 수 있을 것으로 생각한다. 따라서, 우리는 경기사이클/가치주 종목에 대해 긍정적인 포지션을 유지하며, 투자자는 에너지 부문(유가 하락 및 심각한 혼란)을 피해야 한다고 생각한다.

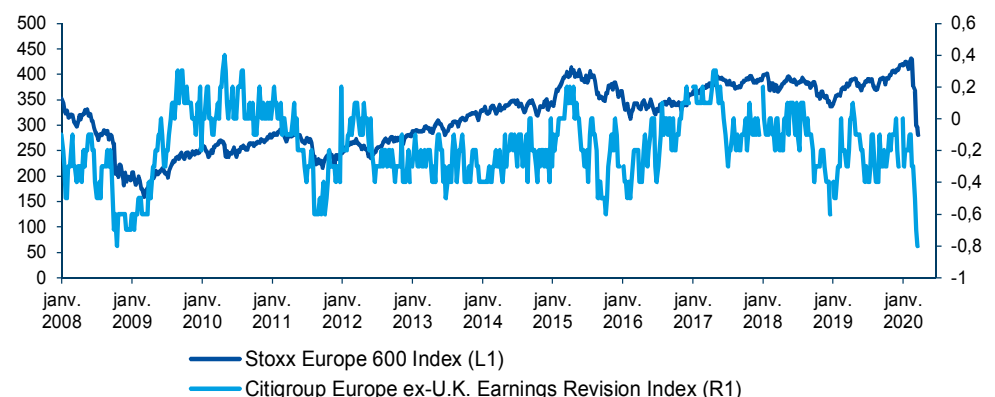
전반적으로, 우리는 현재의 시장전위는 장기적인 선별적인 기회를 제공할 수 있다고 믿고 있다.

### 신흥국 주식

전반적으로 우리는 **신흥국(경제적 영향에 대한 취약성과 원자재 시장의 불확실성)에 대해 신중한 포지션**이며, 서비스업과 관광업은 회복에 더 오랜 시간이 소요되기 때문에 이러한 부문들이 주력 업종인 국가에 대해서는 매우 방어적인 포지션이다. 이와 마찬가지로, 에너지의 공급-수요의 균형이 점차적으로 비우호적으로 되고 있는 것으로 보이기 때문에 우리는 에너지 부문에 대해서도 방어적인 포지션이다. 현 단계에서 중국과 한국은 **코로나바이러스와 관련하여 회복 국면에 접근하고 있기 때문에** 우리는 **중국과 한국**을 (특히 경기소비재 기업) 선호한다. 불확실성이 잦아들며, 정책지원과 설득력 높은 밸류에이션 덕분에 기회 포켓이 있을 것이다.

사상 유래가 없는 이번 위기는 극단적인 시장 변동성으로 이어지고 있지만, 투자자는 감염병으로 인해 나타나는 경제붕괴를 견딜 수 있는 비즈니스/기업에 포커스를 두어야 한다

### 강력한 수익성 하락과 시장조정



Source: Bloomberg, as of 23 March 2020

테마

## 유로통화권의 비약적인 발전: 부채 상호공유의 진전

유로통화권의 구조는 현재의 충격에서 비롯된 모든 리스크를 제약시킬 수 없다. 강력한 조건성이 없는 유럽안정화기구(ESM) 크레딧라인을 설정하는 것이 부채 상호공유를 위한 실질적인 첫 번째 단계이다. 이를 바탕으로 하여, 공동의 유럽 예산과 부채를 통합할 수 있는 기틀을 마련하게 될 수 있다.



DIDIER BOROWSKI,  
글로벌 견해 헤드



PIERRE BLANCHET,  
투자 인텔리전스 헤드

이번 위기가 종료되면 이러한  
위기에 대응하기 위해서  
사용되는 수단에 대한 논쟁의  
주제로 부상하게 될 것이다

유럽/미국 모두에서의 이행된 경제정책은 재정적 및 통화적 관점에서 전례가 없는 수준이다. 우리는 중앙은행과 국가의 보유자산의 실질적인 합병의 상황을 목도하고 있다. 유로통화권 정부가 사업활동이 갑자기 중단된 기업에 제공하는 보증에 대해서 살펴보면, 다가올 리セッション의 규모를 감안하면 공공부채는 매우 급격하게 상승할 것으로 보이며, 중앙은행(유럽중앙은행, 영국중앙은행, 미국 연준)의 양적완화(QE)가 없을 경우에는 채권수익률은 치솟을 것이다. 이에 따라서 중앙은행의 보유자산은 공공부채와 함께 치솟을 것이다. 정부는 최종대수자가 되었으며, 반면에 중앙은행은 최종대출자로서 자신의 역할을 하고 있다. 재정정책과 통화정책은 상호 얽혀 있으며, 이러한 상황은 불가역적이다.

### 구조개혁의 기회를 제공하는 금융위기

과거의 사례를 살펴보면, 경제위기와 금융위기는 항상 이를 억제하기 위한 적절한 수단을 보유할 수 있는 기회를 관련 당국에 제공했다. 실제로, 1930 년대의 위기 이후에 연준은 대금융위기(GFC)를 대처할 수 있는 법령을 도입했다. 그리고, 2012 년 유로통화권의 국제 위기 덕분에 유럽중앙은행(ECB)은 현재 정부가 제공하는 보증을 뒷받침할 수 있게 되었다. 유럽중앙은행이 유로화를 구하기 위해서 동원했던(또는 동원할 수 있었던) 대다수의 수단은 2012년 이후 현재에도 시행 중이다.

지난 수십년 동안의 미국 정책조합(폴리시믹스)의 유연성과 투명성이 높아졌다. 실제로, 유로통화권은 동일한 수준의 정책 성숙도에 아직 도달하지 못했다. 따라서, 부채의 화폐화(debt monetisation)은 미국에서는 그 가능성이 뚜렷하지만, 유로통화권 국가에서는 여전히 금기시되고 있다.

### 불완전한 유로통화권역

유로통화권역(EMU)은 현재 활용할 수 있는 수단을 통해서 시스템 충격에 대응할 수 없다. 부채의 화폐화와는 상관없이, 유로통화권의 조직적 및 금융적 구조는 현재의 감염병 충격으로 발생되는 모든 리스크를 억제할 수 있는 처지가 아니다. 국가 간의 조화된 예산이 부재한 상황에서 정부들은 초반에는 개별적으로 빈약하게 보정된 조치를 취해야만 했으며, 특히 가장 허약한 국가들에서 더욱 그러했다. 이러한 상태는 아마 충분하지 않을 것이다. 흥미롭게도, 유로그룹은 3월23일(화요일)은 크레딧라인을 요구한 모든 유로통화권 국가의 GDP 2%에

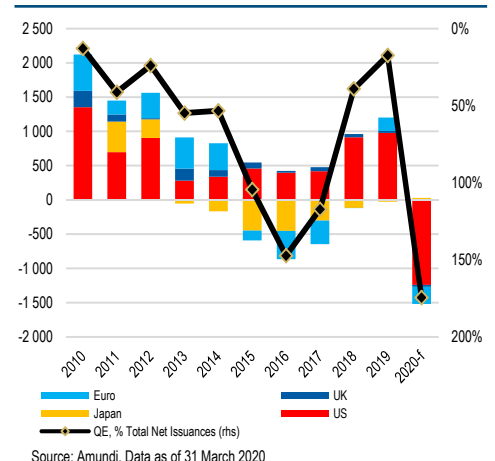
해당되는 특별 크레딧라인(보강조건 크레딧라인, ECCL)을 설정하는 유럽안정화기구(European Stability Mechanism, 약자 'ESM')를 동원하는 방식을 제시했다. 이러한 크레딧라인은 “안정성으로 복귀”라는 조건만이 설정될 것이다. 이와 같은 강력한 조건성의 부재는 2012년에 설립된 유럽안정화기구의 원래 취지는 분명 아니었다. 하지만, 코로나바이러스 감염병은 외부 시스템 충격을 구성하고 도덕적 해이의 반대는 사라지게 된다.

놀랍게도, 이들 후에 소집된 「국가·정부수반 유럽이사회」는 이러한 제안을 채택하지 않았다. 현재로서는, 두 국가(독일 및 네덜란드)는 여전히 이러한 방향으로 진행하는 것을 여전히 거부하고 있다. 하지만, 우리는 유럽안정화기구 크레딧라인은 향후 어느 시점에 동원될 것이라고 계속 믿고 있다. 그러할 경우, 유럽안정화기구 크레딧라인은 부채 상호공유의 실질적인 첫 번째 단계가 될 것이다.

이번 위기가 종료되면, 궁극적으로는 이러한 위기에 대응하기 위해서 사용되는 수단에 대한 논쟁의 주제로 불가피하게 부상하게 될 것이다. 그러한 후에는, 유럽의 리더들은 위기를 관리하는 데에 있어서 유로통화권의 연방적인 단일 예산과 단일한 파이낸싱 수단이 더욱 효율적이라고 인정하게 될 것이다. 유럽 통합 예산과 공동 부채의 탄생(화폐화의 가능성도 있음)은 제도적인 흔적으로만 남을 수도 있다. 즉, 유럽통합중국으로 한 발 더 다가서는 행군의 시작이 될 수 있다.

2020-03-30 작성 완료

### 국채 발행 순 상황액 및 중앙은행 매입액 (단위: 미화 10억 달러)



As part of Global Research, the main mission of the newly established Global Views team is to strengthen Amundi's thought on key cross-cutting thematic

이번 달의 토픽



VALENTINE AINOZ, CFA  
선진국시장 전략연구, 부헤드

## 중앙은행은 무제한 지원이라는 새로운 체제로 진입하고 있다

중앙은행들과 정부들 사이의 조화된 정책시행은 파산의 급격한 증가의 방지라는 분명한 목적을 가진다. 중앙은행이 무제한 지원이라는 새로운 체제로 진입함에 따라 우리는 중앙은행이 유동성 위기에 대처할 수 있는 능력이 있다고 확신한다. 하지만, 향후 발생할 수 있는 지급불능 위기의 규모에 대해서는 강력한 확신감은 없다.

코로나19는 **현 경기사이클을 종식시키는 믿을 수 없는 가속기 역할을 하고 있다**. 공급 혼란, 수요 하락, 자금조달 조건의 급작스러운 긴축 등의 결합으로 인해서 이제 글로벌 리세션은 불가피하다. 조화되고 공격적인 재정정책과 통화정책의 대응은 이러한 리세션에 제한하여 심각한 경제 공황으로 전이되지 않도록 하는 목적을 가진다. 중앙은행과 정부가 당면한 커다란 과제는 이제 대규모의 기업파산, 실업률의 매우 현저한 상승, 은행 붕괴를 피하는 것이다.

**이번 사태 이전까지 선진국에서 현 경기사이클은 예외적으로 장기적인 지속기간, 기업 및 국가 부채의 급격한 상승, 초완화적인 통화정책으로 특징 지워졌다.** 실제로, 크레딧 사이클은 사상 최저 금리와 자산매입 프로그램의 이행에 의해 연장되었다. 다음의 사항을 유념해야 할 필요가 있다.

- 기업 부채는 사상 최고 수준에 이르렀으며, 특히 지난 수년 동안에 미국과 중국에서 그러하다. 미국 기업들은 주식의 바이백 방식으로 금융시장에서 커다란 규모의 현금을 조달하여 사상 최대 건수의 기업인수·합병에 활용했다.
- 이번 방역 사태 이전에 이미 성장 상황은 약세였다. 2019년 GDP 성장은 2008년-2009

년 금융위기 이후 가장 낮은 성장률 속도를 내려갔다. 우리는 2020년 글로벌 성장률이 이미 낮은 수준에서 안정화될 것으로 예상했다.

- 초완화적인 통화정책과 투자자의 시장안주로 인해서 글로벌 성장 환경의 약세에도 불구하고 기업 채무불이행률(부도율)은 지난 수분기 동안에 낮게 유지되었다.

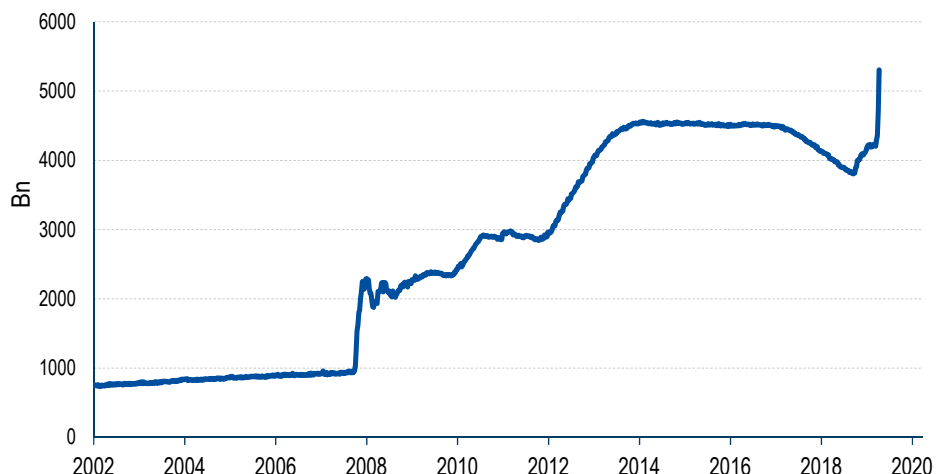
**비금융 기업 부문이 이번 새로운 위기의 진원지이다.** 코로나19와 유가 하락은 실적 하락과 금융조건의 긴축으로 인해 채무불이행률을 상승시킬 것이다. 파산의 범위가 경제 약세의 기간에 있어서 핵심 요인이 될 것이다. 이러한 상황은 은행 및 금융기관에 타격을 주었던 2008년 금융위기와는 커다란 차이가 있다. 주요 중앙은행들이 취한 핵심적 조치들은 무엇인가?

**중앙은행은 이제 무제한 지원이라는 새로운 체제로 진입하고 있다.** 중앙은행은 다음과 같은 목표로 사상 유래가 없는 조치들을 취하고 있다.

- **단기적: 유동성 경색의 회피.** 최근 수주 동안에, 우리는 리스크회피와 본드 펀드에서의 대규모 자금 이탈의 증가가 나타났다. 현금 선호현상은 채권 시장에서 자산가격의 전위를 악화시켰다. 이에 대한 대응책으로 주요 중앙은행들은 이제 회사채를 매입하고 있으며 기업어음 시장을 지원하기 위한 조치들을 취하고 있다.

## 비금융 기업 부문이 이번 새로운 위기의 진원지이다

1/ 연준은 3월25일이 포함된 한 주 동안에 5,860억 달러의 자산을 증가시켜, 총 보유자산은 5.3조 달러가 되었다.



Source: Bloomberg, Amundi Research - Data as of 25 March 2020

## 이번 달의 토픽

기업어음 시장은 코로나바이러스로 유발된 금융시장 단절 이후에는 단기적 유동성 간극을 채워야 하는 기업들에게는 필수적이다.

- **중기적: 정부채무의 화폐화.** 정부는 가구에 대한 현금의 직접지불을 포함하여 대규모의 재정부양책을 전개하고 있다. 선진국의 경우, 재정적자는 GDP의 2-3%에서 약 10%

이상으로 늘어날 것이다. 이러한 공적 지원에 대한 자금이 표준적 정부채무를 통해서 조달되는 경우, 금리는 급격히 상승하고 경기회복을 망치게 될 것이다. 향후의 공공부채의 전면적인 화폐화 이외에는 선택의 여지가 없다.

### 유럽중앙은행은 다음과 같은 「팬데믹 긴급매입 프로그램」(PEPP)을 발표했다.

- 이번에 발표된 공공채권과 민간채권 매입 프로그램은 7,500억 유로 규모이며, 기존의 프로그램에 추가된 형태이다(월별 200억 유로, 올해말까지 총 규모 1,200억 유로). 유럽중앙은행은 이전 위기에서는 볼 수 없었던 속도인 매월 1,110억 유로 이상의 자산을 12월까지 매입하게 된다. 유럽중앙은행이 이전까지 시행했던 자산매입 프로그램의 가장 큰 규모는 매월 800억 유로였다.
- 이번의 새로운 프로그램은 매우 유연하다는 특성을 가지고 있다. 채권발행사의 제한이 없는 그리스 채권, 핵심 자본배분(capital allocation key)에 관련된 지역의 확대 및 70일로 낮추어진 최소 잔여만기 요건이 포함되어 있다.
- 유럽중앙은행은 이제 대기업의 기업어음도 매입하고 있다.

### 연준은 금리를 0-0,25%로 낮추었으며, 시장 조건을 완화시키기 위해 다음과 같은 과감한 조치들을 발표했다.

- 연준은 무제한 규모의 재무성증권과 주택저당증권을 매입할 예정이다. 연장공개시장위원회(FOMC)는 공공용기관 발행의 상업용부동산저당증권을 공공용기관 발행의 주택저당증권에 포함시키기로 했다.
- 새로운 프로그램을 발족하여 크레딧이 고용주, 소비자, 기업으로 유입되도록 지원하고, 이를 통해 새로운 크레딧 공급을 3,000억 달러까지 확대하게 된다. 미국 재무부는 「외환안정기금」(ESF)를 활용하여 이러한 여신에 주식 형태의 300억 달러를 제공하게 된다.
- 투자등급 기업에 대한 크레딧을 지원하기 위해서 두 가지의 여신이 설립된다 - 신규 본드와 론의 발행을 위한 발행시장 기업크레딧 여신(Primary Market Corporate Credit Facility, 약자 'PMCCF')과 미지급 기업 본드에 유동성을 제공하는 유통시장 기업크레딧 여신(Secondary Market Corporate Credit Facility, 약자 'SMCCF').
- 소비자와 기업으로 크레딧이 유입되도록 지원하는 세 번째 여신인, 자산유동화증권 단기론 여신(Term Asset-Backed Securities Loan Facility, 약자 'TALF')도 설립된다. TALF는 대학자금대출, 자동차구입대출, 신용카드대출, 중소기업청(SBA)가 보증하는 대출 및 기타 특정한 자산을 담보로 하여 자산유동화증권(ABS)의 발행을 가능하도록 한다.
- 연준은 중앙은행 유동성 스왑 체결을 확대했다.

현 단계에서 코로나바이러스가 경제에 줄 피해의 규모를 평가하는 것은 어렵다. 중앙은행들과 정부들 사이의 조화된 정책시행은 파산의 급격한 증가의 방지라는 분명한 목적을 가진다. 중앙은행이 무제한 지원이라는 새로운 체제로 진입함에 따라 우리는 중앙은행이 유동성 위기에 대처할 수 있는 능력이 있다고 확신한다. 하지만, 향후 발생할 수 있는 지급불능 위기의

규모에 대해서는 강력한 확신감은 없다. 우리는 (1) 추가적인 국채 공급이 매입 프로그램으로 흡수하는 방식으로 중앙은행의 조치들은 국채 수익율과 고정시키고, (2) 대기업이 경기회복을 뒷받침하고 실업률 상승을 제한시키는 핵심적 플레이어가 될 것이기 때문에 대기업이 선호될 것으로 예상한다.

## 중심 시나리오 및 대안 시나리오.

### 월별 현황

3월 전세계에서 급속하게 확산된 코로나19는 글로벌 경제와 금융시장의 게임체인저(game changer)였다. 바이러스 피해를 억제하기 위한 정책대응은 과감해졌으며, 이에 따라 우리는 기본 시나리오와 대안적 시나리오의 내용을 재평가했다. 우리는 업사이드 시나리오의 확률을 15%에서 30%로 변경한 반면에, 다운사이드 시나리오의 확률은 30%에서 20%, 중심 시나리오의 확률은 55%에서 50%로 낮추었다.

다운사이드 시나리오 L형	중심 시나리오 U 기본형	업사이드 시나리오 U형
<b>20%</b>	<b>50%</b>	<b>30%</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>— 감염병 대유행이 2021년 중반까지 지속되고, 의학적 개선이 느리게 진행되며, 2020년말에 2차 발발/확산이 발생함</li> <li>— 국가별 봉쇄 조치가 연장됨</li> <li>— 사망률의 급증.</li> <li>— 심화되고 장기화된 글로벌 리세션이 공황으로 이어짐. 심지어는 방역 긴급사태를 넘어서는 수준으로 수요와 경제활동이 붕괴됨</li> <li>— 전세계적인 부채의 전면적 화폐화, 공공부채와 중앙은행 보유자산의 급속한 확대 동반</li> <li>— 비즈니스 붕괴에 따른 잠재적 생산량의 손실</li> <li>— 장기간 동안의 (규제 및 제로 금리 정책으로 인한) 금융억압</li> <li>— 대규모의 파산 및 도산 기업의 비용 급증이 은행 부문에 대한 신뢰도를 저해하고 금융 불안정성으로 이어짐</li> <li>— 장기 침체가 전면으로 부상하고 탈글로벌화가 새로운 정상 상태로 정착됨</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 일시적이지만 장기적 영향을 주는 충격: <ul style="list-style-type: none"> <li>• 감염병 대유행이 2020년 2분기말에도 종식되지 않음 (사망률은 하락하지만, 감염병이 사라지지는 않음)</li> <li>• 국가별의 제한적인 시간 동안의 봉쇄(최대 3개월) 덕분에 결국에는 감염병이 관리에 (3분기말에) 성공함</li> <li>• 취약한 신흥국(아프리카와 남아시아)에서 보건/의료 및 경제적 위기</li> </ul> </li> <li>— 2020년 1분기, 2분기, 3분기 동안에 심각한 글로벌 리세션</li> <li>— 2020년 4분기와 2021년 1분기초부터 느린 속도의 경기회복(이력효과, 성장둔화) 시작, 그 이후 2021년에는 경기반등(주로 기저효과가 견인함)이 뒤따름</li> <li>— 정부와 중앙은행의 “바주카” (Bazooka) 정책이 단기적 기간(2분기) 내에 “야성적 충동”(animal spirits, 공포 요인)을 진정시키는 데에 실패하지만, 소득과 기업은 보존시킴</li> <li>— 기업 채무불이행이 2020년에 급속히 증가하며, 유가 하락과 결합되어 금융조건 긴축화와 수익 하락 동반됨. 크레딧 시장과 지급불능 이슈의 파편화 심화</li> <li>— 제조업 부문의 회복세는 서비스업 부문의 회복세보다 뒤처짐</li> <li>— 중국의 경기회복이 전세계 다른 지역(RoW)의 수요 약세로 인해 제한됨</li> <li>— 일부 스태그플레이션 요인들의 현실화 (탈글로벌화)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 제한적인 기간 동안의 충격, 감염병 대유행 2020년 2분기에 안정화</li> <li>— 심화되지만 단명하는 리세션 (2020년 전반기)</li> <li>— 경제의 재활성화(캐치업)를 뒷받치는 전세계적으로 조화된 중앙은행과 재정적 조치</li> <li>— 제조업 부문과 서비스의 회복세</li> <li>— 정부의 지원과 중앙은행 유동성 조치 덕분에 제한적인 기업 채무불이행 견수</li> <li>— 억눌린 수요 현실화</li> <li>— 2021년에 잠재성장률 이상의 경제성장률 및 일부 국가의 경우에는 이르면 2020년 하반기에 본격적인 경기회복</li> </ul>

### 코로나19 현재 상황

“아무 일도 일어나지 않는 수십년이 있고, 수십년 동안의 일이 수주 동안에 한꺼번에 발생한다”

코로나19 확산은 아시아에서 유럽과 미국에 이르기까지 전세계에 위기를 가져왔다. 확진자의 숫자가 계속 증가하고 있고, 이러한 감염병 위기를 억제하고 관리하도록 설계된 방역정책이 심각한 압박을 받고 있다. 3월 동안에 관련된 정책들이 점차 강화되었다.

사회적 거리두기, 국가별 봉쇄, 공급망 혼란의 상승과 더불어 서로 다른 강도와 기간 동안의 감염병 억제책이 시행되고 있으며, 이는 수요와 공급 모두를 압박하고 있다. 사회적 및 경제적 안정성을 보존하는 것이 정책 입안에서 주안점이 되었다. 생명과 생계를 보호하고 경제에 대한 악영향을 억제하기 위한 방역정책과 경제정책이 시행되었다.

생명, 생계, 기업의 보호와 관련된 불확실성이 증가함에 따라 금융시장의 반응은 잔인할 정도의 변동성을 보였다. 중앙은행은 시장참여자들의 기대감을 유동성, 크레딧 곡선의 숏엔드(특히 미국의 경우), 유럽중앙은행의 독일국채와 주변국 국채 사이의 스프레드에 대해 한도가 설정된 국채수익률에 고정시켰다. 금융적인 피해가 실물경제에 전이되어 금융붕괴를 견딜 수 없을 정도의 강도와 기간으로 확대되는 리스크를 억제하기 위해 “가능한 모든 수단을 동원한다”는 접근방식이 시행되고 있다.

## 상위 리스크

### 월별 현황

리스크는 헤징 전략의 파악이 용이하도록 그룹화되어 있으며, 이러한 그룹화된 리스크들은 분명한 연관관계를 가지고 있다. 우리는 3월에 경제적 리스크의 현저한 상승을 확인했다. 현 시점에서의 당면과제는 코로나19 경제적 영향의 형태를 파악하는 것임인 반면에, 중앙은행의 “바주카” 정책은 기대감을 유동성과 국채스프레드에 고정시키는 방식으로 금융 리스크를 누그러뜨렸다. 지정학적 리스크는 고조된 상태를 유지하고 있으며, 그 영향이 광범위하게 미치게 될 가능성이 높다.

경제적 리스크	금융적 리스크	정치적/지정학적 리스크
7.5%	15%	7.5%
확률	확률	확률
공황	금융 불안정성	정치적 긴장을 악화시키는 코로나19
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2차 발발/확산 및 사망률 상승과 함께 계속되는 감염병 대유행</li> <li>- 심화되고 장기화된 글로벌 리세션: 수요와 경제활동의 붕괴 및 6개월 이상 유지되는 국가별 봉쇄 정책</li> <li>- 기업들이 붕괴됨에 따른 잠재적 생산량의 손실</li> <li>- 코로나바이러스 악영향을 극복하기 위한 재정정책의 긴급완화와 유동성 주입으로 인한 부채 부담의 악화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 기업 취약성 상승, 지급불능 이슈, 채무불이행(15% 이상, 심지어는 20%까지 될 수도 있음) 리스크의 증가</li> <li>- 글로벌 리세션과 금융 불안정성으로 인한 채무불이행의 수치 상승과 더불어 은행업 부문으로 위기 확산 및 금융적 리스크의 악화</li> <li>- 크레딧 비유동성 및 리스크의 왜곡적 배분</li> <li>- USD 유동성 고갈</li> <li>- 중앙은행 정책의 무효화: 연준의 양적완화에도 불구하고 발행시장의 활성화 미비를 동반한 미국 재무성증권 장기채수익률의 상승 (동일한 상황이 유럽에서도 발생할 수 있음)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 미국 대통령선거: 미국 전역으로의 감염병 바이러스 확산이 직접 투표율의 어렵게 만들고 대통령선거의 정당성을 심각하게 약화시킴</li> <li>- 코로나바이러스 재확산으로 유발된 경제적 및 국가별 안보 이해가 부각되어 일련의 새로운 무역분쟁으로 이어짐</li> <li>- 조화된 정책 및 정부 리더십의 부재로 인해 비제국권 정당의 부상 (주로 유럽의 리스크)</li> <li>- 영국의 유럽연합 탈퇴가 하드 브렉시트로 귀결됨</li> <li>- 코로나19 대유행의 책임을 둘러싼 미국/중국의 상호 비난</li> <li>- 석유 전쟁의 재개</li> </ul>
<div>+</div> 현금, 연계채권, USD, 경기사이클주에 대비한 방어주	<div>+</div> CHF/AUD, YEN (AUD, NZD, CAD), CDS, 옵션, Min Vol	<div>+</div> 선진국 국채, 현금, 금, 연계채권, USD, 변동성, 질
<div>-</div> 석유, 위험자산, 원자재 수출국의 FX	<div>-</div> 석유, 위험자산	<div>-</div> 석유, 위험자산, EMBI

## 방법론

### - 시나리오

확률은 우리의 거시적-금융적 예측의 조건과 정의에 따른 금융적 시나리오(중심, 다운사이드, 업사이드 시나리오)의 가능성을 반영하고 있다. 우리는 확대된 거시경제적 데이터세트에 K-평균 클러스터링 알고리즘(k-means clustering algorithm)을 사용하여 관측치(observations)를 K 클러스터로 분할했으며, 여기에서 K는 가장 큰 가변성(variability)을 나타낸다. 관측치는 그 유사성을 기반으로 어떤 한 클러스터에 속하게 된다. 관측치의 K 클러스터 군집화(grouping)는 관측치와 클러스터 중심점(centroid, 즉, 각 클러스터의 참조 값) 사이의 유클리드 거리의 제곱 합을 최소화하여 얻어질 수 있다. 이러한 유클리드 거리가 커질 수록, 해당 시나리오에 속하는 확률은 낮아진다. 마지막으로 GIC 정성적 오버레이(qualitative overlay)가 적용되었다.

### - 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.

## 글로벌 리서치 클립

### 1 2020년 1분기-2분기-3분기 동안에 심각한 글로벌 리세션. 우선은 아시아의 경기회복이 시작되고, 유럽이 뒤따르고, 그 후에는 미국의 상황이 게임체인저가 되어 회복세 경로를 결정할 것이다.

- (전체적인 정점은 5월이나 6월이 될 것으로 예상과 더불어) 위기에서 비롯된 충격의 기간이 확장되었다. 중국에서 비롯된 무역 역동성에 대한 외부적인 충격에서 봉쇄를 경험하고 있는 대부분의 국가에서 수요의 추락의 내재적 충격으로 되면서 지리적 영향도 글로벌적으로 확대되었다. 예외적인 소수의 국가(예: 중국과 한국)를 제외하면, 코로나바이러스 확산의 정점의 지났는 지의 여부는 아직 가시적이지 않다. 따라서, 우리는 중심 시나리오의 경기회복 프로필을 확장된 U형으로 조정하고 있다.

### 2 중앙은행들은 유동성리스크에 대응하고 있다

- 중앙은행은 유동성리스크에 대응하는 방안을 강화하고 국채 리스크를 재조정하고 있으며 수익률을 광범위하게 고정시키고 있다. 우리는 중앙은행의 이러한 방안들이 성공적이어서 크레딧 부문을 통해 금융시장의 어려움이 실물경제로 확산되는 것을 제한할 것으로 예상한다. 하지만, 지급불능의 이슈에 대해서는 제한적인 여력만을 보유하고 있다는 사실도 인지하고 있다. 이는 경제 정책의 테두리 안에 있을 것이다.

### 3 정부는 생명과 가구 소득을 보호하고 있다

- 정부는 사회적 안정성에 목표를 두어야 할 것이며, 우선은 생명을 보호한 후에 향후에 발생할 사안들에 대해 실물경제에서 대비하기 위해서 소득을 유지시키고 기업 붕괴의 장기적 비용을 최소화해야 할 것이다. 미국의 경우에 재무부와 연준 사이의 협력이 이미 이루어지고 있는 반면에, 유로통화권의 경우에 공통적인 재정부양책과 통화정책의 조화의 강화에 있어서는 여전히 초기 단계에 있다.

### 4 유가는 올 한 해 동안 계속 낮게 유지될 것이다

- 유가의 붕괴는 급격한 공급-수요의 불균형에 의해서 촉발되었다. 코로나19 감염병의 발발과 전세계에서 봉쇄 정책의 확산은 수요에 대한 기대를 저하시켰으며, 사우디아라비아의 일일 산유량 300만 배럴을 늘리는 급작스러운 증산 결정은 석유시장을 과잉 공급의 상태로 몰아넣었다. 이러한 이유로, 유가의 합리적 가격 범위는 \$25-35이 되었으며, 2020년 하반기에 글로벌 기술적 리세션이 심화되는 경우에는 \$20까지의 하향 압박을 받을 것으로 보인다.

## 부양책 패키지

**미국: 2.2조 달러 규모의 코로나19 부양책 패키지.** 이러한 계획은 미국경제를 현재 영향을 미치고 있는 극단적인 충격에서 보호하도록 설계되었다. 역사상 최대 규모(GDP의 10%)의 이번 경제구제계획은 미국경제의 모든 세그먼트에 광범위한 지원을 제공하며, 그 대상에는 감염병 확산으로 인한 경제적 악영향에서 타격을 입은 자영업자 및 독립적 노동자도 포함된다. 이번의 대규모 긴급구제법안의 주요 내용에는 총 규모 2,900억 달러의 성인당 1,200 달러 및 아동당 500 달러의 직접지불(소득 수준에 따른 조건부)도 포함하고 있다. 이와 더불어서 실업자에 대한 지원도 2,600억달러 확대되고 있다. 5,100억 달러는 대출 및 보증의 형태로 지원되며, 이 중에서 4,540억 달러는 연준의 대출 프로그램의 지원으로 나머지는 가장 크게 타격을 입은 부문(보조금도 수령하게 되는 항공사 포함)에 지원된다. 또한 소규모 기업에 대한 대출, 보증, 보조금으로 3,770억 달러가 쓰이게 된다. 마지막으로, 주 정부 및 지방 정부에 1,500억 달러가 배정되었고, 1,800억 달러는 병원과 기타 보건관련 지출로 사용된다. 패키지의 나머지는 대부분 기업의 세금 감면 및 기타 혜택을 지원에 사용된다.

**유럽연합: 정부와 유럽중앙은행의 상당한 수준의 지원.** 유럽집행위원회는 예산규칙의 유예를 확인했으며, 회원국들이 국가의 지원제약을 완화할 수 있도록 허용했다. 국가별 계획이 발족되기 이전에 370억 유로 규모의 초기지원계획(대부분은 융합정책기금의 재사용)이 합의되었다. 유로그룹은 GDP 2% 범위의 규모로 유럽안정화기구(ESM)를 활성화시키기로 결정했지만, 효력이 발생하기 위해서는 추가적인 결정이 필요한 상태이다. 국가별 수준에서도, 예를 들면 프랑스의 450억 유로(GDP의 2%)와 독일의 1,200억 유로(GDP의 4%) 규모의 계획 등, 상당한 수준의 조치들이 발표되었다. 이러한 금액은 발표된 조치들의 세부적용비율(예: 일시적 실업에 대한 지원 범위)에 의해 궁극적으로 좌우되며 최대치가 아니라는 사실에 유념해야 할 것이다. 기업대출의 대규모 공공보증(프랑스 3,000만 유로, 독일의 경우에는 총액 8,000억 유로 이상의 '무제한' 보증 선언)도 역시 발표되었다. 독일은 기업에 대한 공공자금 주입을 위해 1,000억 유로의 기금도 설립할 예정이다.

**영국: 국가건강제도(NHS) 및 의학 연구를 지원, 일시적 실업에 대한 지원(임금의 80%, 매월 최대 2,500 파운드까지 3개월의 지원제도), 자영업과 임시직 노동자에 대한 추가적인 지원이라는 주요 조치를 가진 세 가지의 패키지가 이미 통과되었다.** 이러한 조치로 인해 올해 영국 예산에 최소 420억 파운드가 추가된다. 영국 정부는 기업대출에 대한 보증으로 3,300억 파운드(예산금액)도 제안했다.

**일본: 총 규모 9.6조 달러의 두 가지 패키지가 2월과 3월에 이마 발표되었다.** 이러한 패키지에는 커다란 타격을 입은 중소기업을 지원(우선은 관광업계 및 그 다음에 다른 부문)하기 위한 저렴한 대출 및 맞벌이 부모에 대한 지원과 사회적 부조의 제공을 포함하고 있다. 일본은 현재 가구에 대한 직접지불과 대출 보증을 포함하는 규모가 더 큰 패키지(5,150억 달러, 또는 GDP의 10%)를 준비하고 있다. 해당 기금의 일부는 미국-중국 무역전쟁으로 인한 피해를 최소화할 목적으로 마련되었던 이전 부양책 패키지에서 충당될 것으로 보인다.

## AMUNDI 자산종목 견해

	자산종목	견해	1개월 변화	근거
주식 플랫폼	미국	-/=	▼	최근의 반등/회복에도 불구하고, 코로나바이러스 관련 뉴스와 봉쇄 시도의 영향(미국 리세션의 확률이 증가시킴)으로 인해 미국 주식은 높은 변동성을 유지할 가능성이 높다고 생각되기 때문에 우리는 신중한 포지션을 유지한다. 하지만, 연준이 “모든 범위의 수단을 계속 사용”할 것이라고 발표함에 따라 재정부양책과 통화적 완화(무한적인 양적완화)에 대한 기대감을 감안하면 이러한 리세션은 발생하더라도 단명할 가능성이 크다.
	유럽	-/=		유럽은 사상 유래가 없는 급작스러운 경제 중단을 경험했으며, 이는 일시적인 리세션으로 이어질 수 있다. 약세 업종의 취약한 기업은 국유화의 가능성에 직면할 수도 있다. 하지만, 높은 변동성과 기업실적에 대한 낮은 가시성에 의한 리스크와 유동성 개선 사이의 균형을 유지하는 것이 우선순위가 되어야 한다. 고유의 기회도 부상했지만, 주식은 전반적으로 여전히 취약한 것으로 보인다.
	일본	=		다수의 일본기업들은 엔화 강세에 악영향을 받을 있는 수출업체이며, 일본 엔화 극한적인 변동성의 시기에 투자안전처의 역할을 한다. 그 결과, 일본기업의 실적은 글로벌 PMI와 경제활동에 연계되어 있다. 하지만, 밸류에이션이 매력적이고 기업의 재무제표에서도 레버리지는 과소인 상태이다. 따라서, 우리는 중립적 포지션을 유지한다.
	신흥국 시장	=		코로나바이러스의 경제적 영향과 원자재 시장의 불확실성에 대한 신흥국의 취약성을 감안하여 우리는 전반적으로 신중한 포지션을 취하며, 특히 서비스와 관광업과 의존적인 부문과 국가 및 에너지 부문에 대해서는 신중한 포지션이다. 중국과 한국은 코로나바이러스 사태에서 회복 국면으로 진입하고 있기 때문에, 우리는 중국과 한국을 선호한다. 상황이 개선됨에 따라, 매력적인 밸류에이션과 부양정책적 조치들로 인해 기회의 포켓이 있을 수 있다.
채권 플랫폼	미국 국채	=/+		글로벌 채권(fixed income)의 경우, 전세계 시장의 변동성 고조로 인한 지속적인 투자안전처로의 자금유입의 관점에서 우리는 미국 듀레이션에 건설적인 견해를 유지한다. 무제한적 양적완화는 향후의 부채 증가에도 불구하고 채권금리를 고정시키는 데에 도움을 줄 가능성이 크다.
	미국 IG 회사채	=/+		금융조건의 긴축은 시장유동성에 영향을 주고 있다. 하지만, PMCCF/SMCCF를 제공하고 공공요금 발행의 주택저당채권을 지원하겠다는 연준의 결정은 안도감을 일부 줄 것이다. 우리는 전반적으로 신중한 포지션을 유지하며, 유동성에 포커스를 둔다. 시장 움직임이 확인된 가격으로 높은 질의 장기적 기업 크레딧 종목을 선별적으로 추가하는 기회를 제공할 수도 있다.
	미국 HY 회사채	-	▼	높은 레버리지 수준, 채무불이행의 리스크 상승, 코로나19의 경제적 영향, 유가 하락으로 인해 우리는 매우 신중한 포지션이다.
	유럽 국채	-/=		우리는 유럽연합 핵심국 국채에서 커다란 가치를 찾지 못하고 있지만, 주변국 국채에는 매력적인 수익률을 계속 제공하고 있기 때문에 주변국 국채에 대해서 건설적 포지션을 취한다. 유로통화권의 파편화와 바이러스 발발로 커다란 충격을 받을 국가의 추가적인 금융 스트레스를 방지하기 위한 유럽중앙은행의 대규모 유동성 주입하겠다는 발표를 감안하여 우리는 이탈리아와 스페인에 긍정적이다. 하지만, 우리는 주변국 국채에 대한 높은 변동성과 유동성 부족의 가능성을 여전히 예상한다.
	유로통화권 IG 회사채	++		유럽 IG의 강력한 펀드멘털과 유럽중앙은행의 계속된 지원을 감안하여 우리는 미국 IG에 대비하여 유로통화권 IG에 대한 선호를 유지한다. 하지만, 질 높은 채권발생사가 포트폴리오에서 리스크에 대한 안락감을 제공하기 때문에 우리는 질 높은 채권발생사에 포커스를 둔다. 은행은 2008년보다 이번 위기에서 대한 준비가 더 잘 되어 있기 때문에 우리는 후순위금융채에 긍정적이다.
	유로통화권 HY 회사채	-/=	▼	우리는 미국 HY보다 유로통화권 HY를 선호하는 반면에, 우리는 선별적인 포지션이며 유동성 조건의 악화 및 경기 하향세에 따른 채무불이행을 상승을 반드시 모니터링 해야 한다는 사실을 인지하고 있다.
	신흥국 채권 경화표시	=/+	▼	코로나바이러스 발발 및 신흥국은 감염병 확산의 초기 단계라는 사실로 인해서, 우리는 단기적으로는 신중한 포지션이다. 우리는 인도네시아, 우크라이나, 남아공을 선호하며, 석유 수출국가의 채권에 대해서는 신중한 포지션이다.
	신흥국 채권 현지화표시	=		우리는 현지의 실질금리가 높은 수익률은 내는 국가(세르비아, 이집트, 우크라이나)에 대한 선호를 유지한다.
기타	원자재			석유 및 기본적인 금속의 두 가지에서 커다란 충격을 받았고, 금에서도 약하지만 어느 정도 영향을 받음에 따라 원자재 가격은 최근 주주 동안에 급락세를 보였다. 코로나19로 인한 글로벌 봉쇄는 석유 수요에 대한 기대를 저하시켰으며, 사우디 아라비아의 일일 산유량 300만 배럴을 늘리는 급작스러운 중산 결정은 석유시장을 과잉 공급의 상태로 몰아넣었다. 우리는 석유의 목표가격을 \$25-\$35p/b로 낮추었으며, 글로벌 리세션이 하반기에 발생하는 경우에는 추가적으로 \$20까지의 하향 압박을 받을 가능성도 있다. 다른 리스크 한 포지션에 대한 마진콜에 자금을 조달하기 위해서 금을 매도해야 했기 때문에, 금의 가격도 일시적으로 하락했다. 하지만, 비전형적 통화정책이 주도되는 현재의 시기에 금은 여전히 효과적인 헤지로 유지된다.
	통화			금융조건의 긴축화, 기대성장의 하향조정, 유동성 우려의 증가함에 따라서 USD는 상승세의 움직임을 보였다. 이는 급상승한 변동성이 캐리 포지션이 줄어들에 대한 반응으로 수익률이 낮은 통화에서 그 수익률을 높였던 2월말과는 반대되는 상황이다. 하지만, 3월에 USD는 상승세의 움직임을 보였으며, 펀드멘털에 비교하면 15% 과대평가된 상태이다. 경제적 교착과 유동성 수요 증가의 잠재적 기간에 대한 가시성이 없는 상태에서, USD는 향후에, 특히 최소한 중앙은행과 정부의 개입이 신뢰성이 있다고 인지되고 위험자산이 바닥을 칠 때까지는, 강세를 유지할 것으로 보인다.

범례

--- -- - = + ++ +++

부정적

중립

긍정적

이전 달 대비 하향수정

이전 달 대비 상향수정

출처: Amundi, 2020년 3월 24일 기준, EUR 기반 투자자에 대한 상대적 견해. 본 자료는 특정 시기의 시장환경에 대한 평가를 나타내며, 향후 사건의 예측이나 미래 실적에 대한 보증을 의도하지는 않는다. 본 정보는 이를 참조하는 자가 특히 펀드나 증권과 관련한 어떠한 연구, 투자자문, 권장사항을 마련하는 자료로 사용될 수 없다. 본 정보는 예시적 및 교육적 목적으로만 엄격히 제한되고 예고 없이 변경될 수 있다. 본 정보는 현재, 과거, 미래의 Amundi 상품의 실질적 자산배분이나 포트폴리오를 나타내지 않는다. IG = 투자등급 회사채, HY = 하이일드 회사채; EM 채권 HC / LC = 경화표시/현지화표시 신흥국 채권. WTI = 서부 텍사스 중질유(West Texas Intermediate). QE=양적완화(quantitative easing).

## 선진국

### 거시경제적 전망

2020-03-29 기준 자료

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년 대비, %)		
	2019	2020 범위	2021	2019	2020	2021
전세계	3.1	-0.9/0.3	3.1/3.8	3.0	3.4	2.8
선진국	1.7	-3.4/-1.9	2.8/3.5	1.5	1.5	1.6
미국	2.3	-3.1/-1.9	3.0/4.0	1.8	1.6	1.6
일본	1.2	-3.0/-1.9	1.0/2.0	0.7	0.7	0.6
영국	1.4	-5.0/-3.2	3.1/3.8	1.8	1.6	1.7
유로통화권	1.2	-5.2/-3.0	3.2/3.8	1.2	0.8	1.3
독일	0.6	-5.5/-3.1	3.1/3.7	1.5	1.0	1.3
프랑스	1.2	-5/-3	3.2/3.9	1.3	0.9	1.3
이탈리아	0.3	-6.1/-4.9	3.1/3.6	0.7	0.3	1.0
스페인	2.0	-5.8/-4.2	3.0/3.7	0.7	0.6	1.0

출처: Amundi Research

- 미국:** 전반기에 급격한 역성장의 방향으로 진행되고 있다. 감염병 억제와 정상화 국면이 일단 시작되면, 감염병 위기가 지속된 기간과 사상 유례가 없는 정책대응의 효과에 의해서 하반기의 경기회복이 결정될 것이다. 긴급사태가 대통령에 의해서 선포되었으며, 거의 대다수의 주에서는 집회/회합의 금지에서 전 주의 방역조치에 이르는 다양한 강도의 긴급조치를 시행했다. 3월말에 발표된 예비데이터에 따르면, 기업 및 소비자 분위기의 급격히 하락하고 주별 실업수당 건수(320만)의 사상 유례 없이 상승했던 것으로 나타나고 있다.
- 유로통화권:** 이탈리아를 필두로 거의 모든 유럽 국가들이 코로나19 확산을 겪고 있으며, 이에 따른 엄격한 억제 정책이 시행이 증가하고 내수수요의 급락과 공급망 훼손 및 대외 수요의 상실이 동반됨에 따라 유로통화권 경제는 리세션으로 진입하고 있다. 경제활동의 거의 모든 부문이 영향을 받았다. 확률이 가장 높은 시나리오는 U형의 경기회복으로, 방역 긴급조치의 기간과 정상화 국면이 시작된 후에 경제를 부양시키기 위해서 시행된 재정 패키지의 효과의 정도에 따라서 U의 밑부분이 깊어질 것으로 보인다.
- 일본:** 3월말이 되면서, 일본경제에 대한 해외의 감염병 대유행 리스크는 도쿄와 대도시의 확진자 수가 급증함에 따라 내재적 리스크로 변화되었다. 도쿄 올림픽을 연기(2021년으로 될 가능성이 높음)한 이후에 아베 총리는 강력한 봉쇄 조치를 시행 시기에 대해서 아직 결정하지 못했다. 대다수의 국가들이 내수수요와 대외수요 모두의 폭락이라는 이중적인 충격을 경험하고 있기 때문에 일본경제는 심각한 리세션으로 빠질 것으로 예상된다. 일본의 자본투자는 수출 역동성에 밀접하게 연계되어 있다.
- 영국:** 영국경제는 올해에 리세션을 겪을 보인다. 코로나19 총 확진자 수는 우려스러운 수준으로 증가했으며, 이에 따라 영국정부는 시민들의 이동과 경제활동에 대한 제한조치를 강화시켰고 이는 올해 전반기의 경제성장률을 크게 끌어내릴 것이다. 가구와 기업을 위기를 통과하도록 돕고 이번 긴급 사태가 종식된 후에 경기회복을 발판을 준비할 수 있도록 바이러스 확산의 억제를 목표를 가진 사상 유례가 없는 정부/재정/통화 정책적인 대응이 뒤따랐다.

유의 사항: 우리의 거시경제적 예측에 관련된 불확실성은 매우 높으며, 이는 고차 주기의 새로운 데이터가 발표될 때마다 빈번한 재평가를 유발하게 된다. 현 시점에서 우리의 예측에는 통계적 정확성을 낮추고 이와 관련된 광범위한 범위의 불확실성을 증가시켜서 정성적 컴포넌트를 높게 포함하고 있다.

### 기준금리 전망

	2020 03-31	Amundi 컨센서스 +6개월 2020년 2분기	Amundi 컨센서스 +12개월 2020년 4분기
미국	0.13	0.25	0.13
유로통화권	-0.50	-0.50	-0.64
일본	-0.1	-0.2	-0.16
영국	0.1	0.00	0.20

출처: Amundi Research

- 연준(Fed):** 연준은 발언을 다음과 같이 신속하게 행동으로 실천했다. 1) 총 150bps의 (두 차례) 금리 인하, 2) 재무성증권과 주택저당증권에 대한 기한이 설정되지 않은 양적완화 발표, 3) CP 시장과 프라임리 딜러 유동성에 대한 지원 여신의 도입, 4) 총 3,000억 달러 규모로 (1) 신규 본드와 론의 발행을 위한 발행시장 기업크레딧 여신(PMCCF), (2) 미지급 기업 본드에 유동성을 제공하는 유동시장 기업크레딧 여신(SMCCF), (3) 자산유동화증권(ABS)의 발행을 지원하는 자산유동화증권 단기론 여신(TALF) 등의 세 가지의 새로운 자금조달 기금을 2020년 9월말까지 설립하여 여신 제공.
- 유럽중앙은행(ECB):** 유럽중앙은행은 두 차례의 정책을 시행했다. 가장 최근의 회의에서는 1,200억 유로 규모의 추가적인 순 자산매입을 통해서 양적완화를 확대했으며, 중소기업의 리파이낸싱을 지원하기 위해서 유동성 도구와 새로운 장기적 대출 유동성의 매우 우호적인 금리로 전체 배정하는 사안을 승인했다. 이와 동시에, 유럽중앙은행의 감독위원회는 코로나바이러스에 대한 반응으로 일시적인 자본 및 운영의 규제책을 제공했다. 그 이후에, 유럽중앙은행은 유연성이 높은(채권발행사에 대한 제한조건 없음) 7,500억 유로 규모의 추가적인 양적완화 프로그램(「새로운 팬데믹 긴급매입 프로그램」(PEPP))도 발표했다.
- 일본은행(BoJ):** 일본은행도 다른 중앙은행들과 마찬가지로 완화적 정책 강화에 동참했다. 다른 주요 중앙은행들이 발표한 내용들과 마찬가지로 일본은행은 적절한 시장 운영과 자산 매입을 통해서 풍부한 유동성을 제공하고 금융시장의 안정성을 확보할 것이라고 발표했다. 일본은행은 은행들이 올해 회계년도 말(3월31일)까지 충분한 자금을 확보할 수 있도록 시장 운영을 통해 충분한 펀드를 주입할 것이라고 언급했으며, 환매(repo)시장의 안정성을 유지하기 위한 조치를 발표했다.
- 영국중앙은행(BoE):** 통화정책위원회(MPC)는 은행금리를 65 베이스포인트를 낮추어 0.75%에서 0.1%로 인하했다. 또한, 영국중앙은행은 자산매입의 규모를 2,000억 파운드 추가하여 총 6,450억 파운드로 늘렸다. 추가적인 자산매입의 대다수는 영국 국채이지만, 비금융 투자등급 회사채의 일부도 역시 매입될 것이다. 새로운 「중소기업을 위한 단기자금」(Term Funding for Small and Medium-sized Enterprises, 약자 'TFSME')는 새로운 인센티브를 부여하기 위해 도입되었다.

### 통화정책 의제

중앙은행	다음 회의
연준 연방공개시장위원회	4월 29일
유럽중앙은행 정책위원회	4월 30일
일본은행 통화정책회의	4월 27일
영국중앙은행 통화정책위원회	5월 7일

출처: Amundi Research

## 신중국

### 거시경제적 전망

2020-03-03 기준 자료

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년 대비, %)		
	2019	2020 범위	2021	2019	2020	2021
전세계	3.1	-0.9/0.3	3.1/3.8	3.0	3.4	2.8
신중국	4.1	0.8/1.7	3.3/4.0	4.0	4.6	3.5
브라질	1.1	-3.2/-1.8	-0.1/0.9	3.7	4.2	4.5
멕시코	-0.1	-3.5/-1.5	-0.2/0.8	3.6	3.6	3.6
러시아	1.3	-1/1	1.0/2.5	4.5	3.5	4.0
인도	5.3	1.2/2.6	3.6/4.9	3.7	6.4	4.4
인도네시아	5.0	3.3/4.1	4.1/5.0	2.8	2.8	3.3
중국	6.2	2.3/3.3	5.0/5.6	2.9	4.0	2.0
남아공	0.2	-5/-3	0.8/1.0	4.6	4.1	4.4
터키	0.8	1.3/1.8	2.3/2.5	15.5	10.9	9.2

출처: Amundi Research

- **중국:** 1월과 2월에 발표된 일련의 데이터는 중국경제의 각종 부문들(가구 소비, 투자, 무역)에 걸쳐서 매우 약세를 나타냈다. 이러한 데이터로 인해, 우리는 2020년 기대성장률을 급격한 하향 수정하여 지금은 2.7%-3.7% 대가 되었다. 정책조합(폴리시믹스)는, 특히 재정적인 측면에서 완화적으로 유지되고 있으며, 지방정부가 더욱 많은 세수를 보유할 수 있고 연간 쿼터의 지방채를 해당 연도 초반 몇 달 동안에 발행할 수 있도록 허용했다. 경제활동이 서서히 재개되고 있지만, 감염병의 2차 발발/확산과 리세션의 시기에 중국 제품에 대한 대외 수요의 급락이라는 하방 리스크가 유지되고 있다.
- **멕시코:** 2020년의 경제적 성과는 2019년보다 훨씬 못 미칠 것으로 예상된다. 멕시코 GDP는 코로나 19 발발, 주요 교역 상대국인 미국(전체 수출량의 약 80%인 대상국가)의 리세션, 유가 하락이라는 세 가지의 주요 쇼크에서 타격을 받았다. 정책조합(폴리시믹스)는 매우 느린 속도로 완화적으로 변화되고 있다. 멕시코중앙은행(Banxico)는 정책금리를 50bps 인하했고, 추가적인 금리인하도 있을 것이다. 감염병 억제 및 재정정책의 측면에서 불확실한 전략으로 인해 경제적 약세가 연장될 것으로 예상된다. 이와 더불어, 낮은 유가도 (페멕스(국영석유회사)가 국가채무에 추가되고 있어서 이미 취약한) 재정 건전성을 악화시키고 있다.
- 터키는 상당한 크레딧 임펄스(credit impulse, 역주: GDP 대비 신규 신용의 변화율)로 인한 강력한 모멘텀과 더불어서 보건긴급상태로 진입했으며, GDP 대비 부채비율 31%로 재정적인 여유가 있다. 터키 중앙은행(CBRT)는 긴급 회의에서 금리를 100bps 낮추어 9.75%로 인하하고 유동성 관련 그 외의 조치들을 발표했다. 에르도안 대통령은 기업 역량을 향상시키고 대중들이 단기적인 경제적 악영향을 통과하는 데에 도움을 주기 위한 미화 154억 달러 규모의 경제 패키지를 공개했다. GDP의 2%인 재정조치와 통화확대를 통해서 첫 단추를 잘 꿰었으며, 더 많은 관련 조치들이 뒤따를 가능성이 크다.
- **러시아:** 코로나19 위기로 예상되는 글로벌 경기둔화와 결합된 사상 최저 수준의 유가로 인해 러시아는 여러 조치들을 취했다. 러시아 중앙은행은 3월 회의에서 정책금리를 동결했지만, 중소기업과 가구들을 지원하는 일련의 조치들이 발표되었다. 이러한 조치들은 GDP 대비 비율로는 크지 않을 것으로 보이지만, 향후 더 많은 조치들이 뒤따를 수 있다. 러시아는 국부펀드의 형태로 상당한 자산을 보유하고 있으며, 이는 석유에서 비롯된 세수를 수년 동안 보충할 수 있는 수준이다. 전반적인 공공재정은 매우 낮은 부채와 재정흑자와 더불어서 건전하게 유지하고 있다.

유의 사항: 우리의 거시경제적 예측에 관련된 불확실성은 매우 높으며, 이는 고차 주기의 새로운 데이터가 발표될 때마다 빈번한 재평가를 유발하게 된다. 현 시점에서 우리의 예측에는 통계적 정확성을 낮추고 이와 관련된 광범위한 범위의 불확실성을 증가시켜서 정성적 컴포넌트를 높게 포함하고 있다.

### 기준금리 전망

	2020 03-31	Amundi 컨센서스 +6개월	Amundi 컨센서스 2020년 2분기	Amundi 컨센서스 +12개월	Amundi 컨센서스 2020년 4분기
중국	4.05	3.85	-	3.85	-
인도	4.4	4.15	4.95	4.15	4.9
브라질	3.75	3.5	3.4	3.5	3.6
러시아	6	5.5	5.95	5.5	5.95

출처: Amundi Research

- **중국인민은행 (중국):** 중국인민은행(PBoC) 통화정책은 코로나19 발발 이후로 그 속도가 경미한 수준으로만 빨라졌으며, 지급준비율(RRR)은 목표 수준을 유지하면서 대출우대금리(LPR)과 중기유동성지원창구 금리(MLF)는 약간 낮아졌다. 1월과 2월 경제활동에서 급격한 하락세와, 그 이후의 느린 회복세의 경제활동 및 감염병 2차 확산의 가능성과 중국 제품에 대한 대외 수요의 급락을 감안하면, 중국인민은행은 더욱 공격적으로 개입할 가능성이 높다. 기축 수신금리의 인하가 있을 가능성이 더욱 커지고 있으며, 3월의 데이터에서 예상되던 점진적인 개선을 보이지 않은 경우에는 기축 수신금리의 인하가 확실하게 있을 것이다.
- **인도중앙은행 (인도):** 코로나19의 파급적인 영향으로 인해, 인도중앙은행(RBI)는 격월별 통화정책회의를 1주일 앞당겨 개최하여, 이전의 5.15%의 정책금리를 75bps 내려서 4.40%로 인하했다. 은행들에게 인도중앙은행의 본원적 예치금에 매력적이지 않도록 만들어서 크레딧 공급을 확대할 목적으로 인도중앙은행은 지급준비금 환매조정이자율을 90bps(4.0%) 인하했다. 정책조합(폴리시믹스)는 여전히 통화정책이 주도하고 있으며, 여전히 높은 헤드라인 인플레이션으로 인해 향후 다른 옵션의 여력이 거의 없다. 인도중앙은행은 통화정책이 은행을 통해 실물경제로 전이되는 기제를 개선시키기 위해서 더 많은 노력이 분명히 필요하다.
- **브라질중앙은행 (브라질):** 코로나19 발발에 대응하여 예방적으로 금리를 인하한 후, 브라질중앙은행(BCB)은 3월 하반기에 “사상 최고 수준의 유동성 주입과 자본 구제책”(브라질중앙은행 총재)인 브라질 레알화 1.2조 규모의 경기부양책을 발표했다. 다수의 조치들이 금융제도에 유동성을 제공하고 대출을 증가시키는 것을 목표로 하고 있다. 중앙은행은 이미 대규모의 장기안 완화정책의 종반 국면에 있었으며, 실질금리는 마이너스였다. 활용할 수 있는 완화적 통화정책의 여력이 많지 않은 상황에서 브라질중앙은행은 경제를 뒷받침하기 함에 있어서 다른 수단에 의존할 필요가 있다. 추가적인 경미한 완화책도 가능성으로 남아있다.
- **러시아중앙은행 (러시아):** 지난 2월에 정책금리를 25bps를 낮추어서 6%를 인하한 이후에 러시아중앙은행(CBR)은 3월 회의에서는 정책금리를 동결했다. 인플레이션은 4% 목표수치 이하로 잘 관리되고 있는 상황에서 러시아중앙은행은 유가 급락과 코로나바이러스 확산에 따른 글로벌 리세션의 위협과 관련된 대외 조건의 변화를 언급했다. 러시아중앙은행은 루블화의 평가 절하로 인한 인플레이션의 일시적 상승이 내수 및 글로벌 수요의 둔화에서 비롯된 디스플레이션 압박을 상쇄시킬 것으로 예상하고 있다.

### 통화정책 의제

중앙은행	다음 회의
중국인민은행	4월 20일
인도중앙은행	6월 2일
브라질중앙은행	5월 5일
러시아중앙은행	4월 24일

출처: Amundi Research

## 거시경제 및 시장예측

### 거시경제적 예측 (2020년 3월 29일)

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년대비, %)		
	2019	2020 범위	2021	2019	2020	2021
미국	2.3	-3.1/-1.9	3.0/4.0	1.8	1.6	1.6
일본	1.2	-3.0/-1.9	1.0/2.0	0.7	0.7	0.6
유로통화권	1.2	-5.2/-3.0	3.2/3.8	1.2	0.8	1.3
독일	0.6	-5.5/-3.1	3.1/3.7	1.5	1.0	1.3
프랑스	1.2	-5/-3	3.2/3.9	1.3	0.9	1.3
이탈리아	0.3	-6.1/-4.9	3.1/3.6	0.7	0.3	1.0
스페인	2.0	-5.8/-4.2	3.0/3.7	0.7	0.6	1.0
영국	1.4	-5.0/-3.2	3.1/3.8	1.8	1.6	1.7
브라질	1.1	-3.2/-1.8	-0.1/0.9	3.7	4.2	4.5
멕시코	-0.1	-3.5/-1.5	-0.2/0.8	3.6	3.6	3.6
러시아	1.3	-1/1	1.0/2.5	4.5	3.5	4.0
인도	5.3	1.2/2.6	3.6/4.9	3.7	6.4	4.4
인도네시아	5.0	3.3/4.1	4.1/5.0	2.8	2.8	3.3
중국	6.2	2.3/3.3	5.0/5.6	2.9	4.0	2.0
남아공	0.2	-5/-3	0.8/1.0	4.6	4.1	4.4
터키	0.8	1.3/1.8	2.3/2.5	15.5	10.9	9.2
선진국	1.7	-3.4/-1.9	2.8/3.5	1.5	1.5	1.6
신흥국	4.1	0.8/1.7	3.3/4.0	4.0	4.6	3.5
전세계	3.1	-0.9/0.3	3.1/3.8	3.0	3.4	2.8

### 기준금리 전망

선진국					
	2020-03-31	Amundi +6개월	컨센서스 2020년 2분기	Amundi +12개월	컨센서스 2020년 4분기
미국	0.13	0.25	0.13	0.25	0.15
유로통화권	-0.50	-0.50	-0.64	-0.50	-0.66
일본	-0.1	-0.2	-0.16	-0.2	-0.28
영국	0.1	0.00	0.20	0.00	0.20

신흥국					
	2020-03-30	Amundi +6개월	컨센서스 2020년 2분기	Amundi +12개월	컨센서스 2020년 4분기
중국	4.05	3.85	-	3.85	-
인도	4.4	4.15	4.95	4.15	4.9
브라질	3.75	3.5	3.4	3.5	3.6
러시아	6	5.5	5.95	5.5	5.95

### 장기채권수익률 전망

2년물 채권수익률					
	2020-03-31	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	0.23	0.25/0.5	0.30	0.25/0.5	0.35
독일	-0.69	-0.8/-0.60	-0.74	-0.70/-0.50	-0.75
일본	-0.14	-0.30/-0.20	-0.13	-0.30/-0.20	-0.13
영국	0.15	0/0.25	0.15	0/0.25	0.14

10년물 채권수익률					
	2020-03-31	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	0.69	0.5/0.7	0.79	0.8/1	0.86
독일	-0.48	-0.8/-0.5	-0.45	-0.50/-0.30	-0.42
일본	0.02	-0.10/0.10	0.09	0/0.2	0.13
영국	0.37	0.20/0.4	0.36	0.4/0.6	0.43

### 통화 전망

	2020-03-30	Amundi +6개월	컨센서스 2020년 3분기	Amundi +12개월	컨센서스 2021년 1분기		2020-03-30	Amundi +6개월	컨센서스 2020년 3분기	Amundi +12개월	컨센서스 2021년 1분기
EUR/USD	1.107	1.06	1.12	1.15	1.14	EUR/SEK	11.02	11.55	10.59	10.25	10.54
USD/JPY	108	106	107	105	106	USD/CAD	1.41	1.46	1.35	1.30	1.36
EUR/GBP	0.89	0.92	0.86	0.85	0.86	AUD/USD	0.61	0.59	0.67	0.72	0.65
EUR/CHF	1.06	1.05	1.07	1.10	1.07	NZD/USD	0.60	0.55	0.64	0.68	0.63
EUR/NOK	11.69	11.83	10.27	11.01	10.65	USD/CNY	7.10	7.10	6.97	7.10	6.99

출처: Amundi Research

## 당사 예측에 대한 고지사항

거시경제적 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.

### 글로벌 리세션이 현재 우리의 기본 시나리오이다

#### 1. 강도는?

- 리세션의 강도는 영향을 받은 국가에서 바이러스가 확산되는 기간과 그에 따른 대부분 국가에서 시행되고 있는 전체 봉쇄 수준에 의해 좌우될 것이다. 내수수요와 무역 역동성에서 침체가 (컴포넌트 전체에서 서로 다른 강도로) 분명하게 나타나고 있다. 우리는 봉쇄가 수행되는 분기 동안에 가장 커다란 경기침체가 있을 것이고, 그 이후에는 경기침체의 수준이 온건해질 것이다. 우리는 감염병 확산 상황과 경제활동의 봉쇄/재개를 모니터링 하고 있다.

#### 2. 지속기간은?

- 리세션의 지속기간은 경제 붕괴의 강도 및 금융시장 혼란을 확대시키고 이에 따라 경제에 악영향을 주게 되는 크레딧 조건과 기업 채무불이행(부도율)의 상승에 의해 좌우될 것이다.
- 충격의 지속기간에 대한 예상은 확장되었으며, 전반적인 정점을 2020년 5월에서 6월까지에 지날 것으로 예상된다. 글로벌 경제는 2020년 4분기 동안에 성장 안정화의 징후를 보일 것이다.
- 이러한 지속기간은 기존의 취약성과 더불어서 바이러스 발생/확산의 구체적 상황에 대한 함수로도 작동한다.

#### 3. 재정적 영향

- 미시경제적 및 거시경제적 재정조치의 영향은 우리의 예측에는 포함되지 않았지만, 통화정책 당국이 주도하는 금융조건 및 유동성 조건의 정상화를 가정하는 것이 타당하다.

### 금융적 목표

- 금융적 목표는 동일 선 상에서 검토되고 일상적으로 이행되는 정책시행을 포함한다.

## 주요 간행물

### 투자대담



#### In search of the bottom in the Covid-19 crisis (2020.03.25)

- 시장이 실물경제를 이끌고 있으며, 따라서 감염병 대유행의 종료 이전에 시장이 바닥을 칠 것이다
- 하지만, 시장은 안정화될 것이며 (1) 감염병 확산의 속도에서 개선의 징후, (2) 재정당국과 통화당국의 '필요한 모든 조치 단행'이라는 전술, (3) 크레딧 곡선의 숏엔드와 향후 부채를 가격에 반영하는 핵심국 국채라는 세 가지 점에 기대감을 조정시킬 수 있을 때에 시장은 확신을 받게 될 것이다
- 새로운 금융체제가 시작되었다

Pascal BLANQUÉ, Group CIO, and Vincent MORTIER, Deputy CIO.

#### Policy action at the next level, but markets still in search of the "real" catalyst (2020.03.19)

- 휴먼 상태의 변동성이 마침내 깨어났으며, 리스크 패리티 펀드와 자동적인 매도 전략은 변동성 급상승으로 이어졌다. 하지만, 이는 금융위기가 아니라 경제위기이다
- 크레딧은 가장 긴밀하게 모니터링하고, 보다 심오한 함의의 가능성을 파악하면서 경제위기가 금융위기로 잠재적인 전파에 대해 평가해야 하는 분야이다
- 현재는 매도하기에는 너무 늦었고 매수하기에는 너무 이른 시간이다

Pascal BLANQUÉ, Group CIO — Vincent MORTIER, Deputy CIO and Monica DEFEND, Global Head of Research.

#### US: Covid-19 & Oil Wars Warrant Decisive Action. Fed moves to ease financial stress (2020.03.16)

- 글로벌 감염병 위기의 강도와 지속기간과 관련된 불확실성이 변동성을 견인하고 있으며, 전세계의 금융시장에서의 유동성을 테스트하고 있다.
- 석유관련 공급 상승의 충격이 코로나19 수요 하락의 충격과 결합되었다
- 미국 채권(Fixed Income)의 경우, 우리는 회사채 스프레드는 선별적으로 매력적이라고 느껴며, 질 높은 채권발행사와 유동성이 높은 채권에 대한 바이어스를 가진다

- 미국 주식의 경우, 우리는 관리 가능한 부채 수준, 높은 수익 마진, 안정적인 경쟁력을 확보한 기업에 투자함에 있어서는 가장 신중한 접근법이 필요하다고 믿고 있다

Christine TODD, Head of Fixed Income, US — Marco PIRONDINI, Head of Equities US and Paresh UPADHYAYA, Director of currency strategy, US portfolio manager.

#### ECB meeting: now, fiscal policy has to play its part (2020.03.13)

- 유럽중앙은행은 3월12일 회의에서 코로나바이러스 확산의 대응한 금리 인하를 단행하지 않아서 시장 기대감을 실망시켰다.
- 우리는 발표된 조치들을 재점검하고, 이러한 조치들이 유로존 경제와 금융시장에 미치는 영향과 관련된 주요 질문에 답변하고 있다.
- 우리는 일단 전염병이 사라지면 경기회복이 현실화되기 위해서는 재정적 조치가 선행되어야 한다는 사실을 강조하고 있다

Monica DEFEND, Global Head of Research — Valentine AINOUEZ, CFA, Deputy Head of Developed Market Strategy Research and Didier BOROWSKI, Head of Global Views.

#### US elections: The Democratic race to nomination and implications for markets (2020.03.10)

- 민주당 대통령후보 경선이 이제 두 명의 예비후보인 조 바이든 전부통령과 버니 샌더스 상원의원으로 좁혀졌으며, 확보된 대의원 수, 시장 기대감, 전국적 여론조사에서 바이든 전부통령은 앞서 나가고 있다
- 우리는 바이든이 후보로 선출되는 경로로 접어들었다고 생각하며, 정치적 리스크프리미엄은 계속 낮아질 것으로 예상한다
- 현재 코로나19에 관심 집중, 글로벌 리세션의 가능성, 미국 에너지 부문에 대한 피해 등을 감안하는 경우, 우리는 시장이 미국에서 정권교체의 리스크를 과소 평가하고 있다고 믿고 있다.

Kenneth J. TAUBES, CIO of US Investment Management and Paresh UPADHYAYA, Director of currency strategy.

### 토론 논문



#### ESG Investing and Fixed Income: it's Time to Cross the Rubicon (2020-01)

Mohamed BEN SLIMANE — Quantitative Research, Eric BRARD — Head of Fixed Income Théo LE GUENEDAL, Thierry RONCALLI, Takaya SEKINE — Quantitative Research

#### FX wars, currency wars & money wars

##### Part 2: Fiat Money vs. Cryptocurrencies Private vs. Public digital currencies... (2020-01)

Philippe ITHURBIDE — Senior Economic Advisor — Amundi

#### FX wars, currency wars & money wars

##### Part 1: FX wars vs. currency wars USD vs. EUR vs. RMB vs. ... (2020-01)

Philippe ITHURBIDE — Senior Economic Advisor — Amundi

## Amundi Research Center

### Amundi 간행물 찾아보기

research-center.amundi.com



Emerging Markets, Private Equity, Monetary Policies, Find, Top-down, Bottom-up, Foreign Exchange, Corporate Equities, Sovereign Bonds, High Yield, Real Estate, ESG, Quant Investment Strategies, Asset Allocation

#### 고지사항

MSCI 정보는 독자의 내부적 용도에만 사용될 수 있으며, 어떠한 형태로도 재생산되거나 재배포 될 수 없고, 어떠한 금융상품, 제품, 지수를 구성하는 자료로도 사용될 수 없다. MSCI의 모든 정보의 어떠한 투자결정을 위한 자문이나 권고를 위한 자료를 제공하게 의도되지 않았으며, 이러한 방식으로 사용되지 않는다. 과거 데이터와 분석은 향후 실적분석, 전망, 예측에 대한 지표나 보증으로 간주되지 않아야 한다. MSCI 정보는 “있는 그대로”의 원칙하에서 제공되며, 이러한 정보의 이용자가 이러한 정보의 이용에 따르는 리스크를 전적으로 감수해야 한다. MSCI 및 그 자회사와 모든 MSCI 정보의 분류, 계산, 작성에 관계하거나 관련한 다른 개인들(이하 “MSCI 당사자”)은 명시적으로 본 정보와 관련하여 어떠한 확인(독창성, 정확성, 완결성, 시의적절성, 비침해성, 상품적격성, 특정목적 부합성 등 대한 확인, 이에 한정되지는 않음)도 부인한다. 상기에 전술한 사항에 어떠한 제한도 없이, 그 어떠한 사건에 대해서도 MSCI 당사자는 직접적, 간접적, 특별적, 사교적, 징벌적, 결과적 또는 다른 유형의 손해(이익 상실 포함, 이에 한정되지는 않음)에 대해서 책임이 있지 않다. (www.msccibarra.com).

유럽연합에서 본 문서는 2004년 4월 21일자의 「유럽연합지침 2004/39/EC」(이하 “MIFID”)에서 정의된 금융상품시장 “전문”투자자, 투자서비스 제공업체 및 기타 금융업계의 전문가를 대상으로 한다. 각 국가별 규제는 이와 관련된 정의가 상이할 수 있으며, 특히 스위스의 경우에는 2006년 6월 23일자의 스위스 「집단투자운용법(CISA)」과 2006년 6월 22일자의 「스위스 집단투자운용시행령(CISO)」 및 2008년 11월 20일자의 「스위스 집단투자운용시행규칙」 하의 FINMA 규정번호 08/9의 공공광고와 관련된 규정에 의한 “유자격 투자자”를 대상으로 한다. 유럽연합 내에서 본 자료는 MIFID 정의나 국가별 법규에서 정의된 “전문” 투자자가 아닌 자, 또는 스위스 관련법규의 정의에 의해 “유자격 투자자”에 해당되지 않는 자에게는 어떠한 경우에도 배포되지 않아야 한다. 본 문서는 미국의 시민권자나 거주자 또는 미국의 1933년 「증권법」 하의 「증권거래위원회 규정」에서 정의된 “미국인(U.S. Person)”을 대상으로 하지 않는다. 본 문서는 특정 상품에 대한 구매제안 또는 판매권유를 구성하지 않으며, 비합법적인 투자권유나 투자자문으로 간주되지 않아야 한다. Amundi는 본 자료가 포함한 정보의 사용에서 비롯되는 그 어떠한 직간접적 결과에 대해서도 책임이 있지 않다. Amundi는 본 자료가 포함하고 있는 정보를 바탕으로 이루어지는 그 어떤 의사결정과 투자에 대해서도 책임이 있지 않다. 본 문서가 포함하고 있는 정보는 기밀의 형태로 독자에게 공개되고 있으며, Amundi의 사전 서면승인이 없이는 본 정보를 어떠한 국가나 재판관할권에 위치한 제3자 또는 제3의 기관에게 복사, 재생산, 변경, 번역, 배포될 수 없다. 또한 이러한 국가나 재판관할권이 Amundi 또는 모든 유형의 “펀드”가 반드시 등록해야 하거나 불법적인 것으로 간주하는 지역에는 배포될 수 없다. 따라서, 본 자료의 배포는 국가별 관련법규요건에 따라 배포가 허용된 지역에서 관련법규요건을 어기지 않고 이를 받을 수 있도록 허용된 자에게만 배포되어야 한다. 본 문서가 포함한 정보는 본 문서의 첫 번째 페이지에 표시된 발간일을 기준으로 정확한 것으로 간주되고 있다. 데이터, 의견 및 예상치는 사전통보 없이 변경될 수 있다.

귀하는 당사가 보유하고 있는 자신의 개인정보에 대한 내역을 요청할 수 있는 권한을 보유하고 있다. 당사가 보유한 귀하 정보의 사본을 원하는 경우 전자메일 info@amundi.com로 요청할 수 있습니다. 당사가 보유한 귀하의 정보가 부정확하다는 우려사항이 있는 경우에는 info@amundi.com로 연락해 주시기 바랍니다.

문서 발행자: Amundi, 자본금 €1,086,262,605의 “société par actions simplifiée” - 프랑스 금융감독기관 규제대상의 포트폴리오 운용사; 등록번호 GPO4000036 - 본사 주소: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com  
사진 저작권: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - krisanapong detraphiphat

#### 대표 편집인

BLANQUÉ Pascal, 그룹 최고투자책임자(CIO)

#### 편집인

DEFEND Monica, 글로벌 리서치 헤드

#### 부편집인

BLANCHET Pierre, 투자 인텔리전스 헤드

BOROWSKI Didier, 글로벌 견해 헤드

#### 개념정립 및 생산책임

BERGER Pia, 글로벌 리서치

PONCET Benoît, 글로벌 리서치

#### Amundi Insights Unit의 기여자

BERTINO Claudia, Amundi Investment Insights Unit 헤드

FIOROT Laura, Amundi Investment Insights Unit 부 헤드

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit