

제1호
2021년
1월

CROSS ASSET

투자전략

CIO 견해
커다란 충격, 커다란 희망, 커다란 환상
이번 달의 토픽
2021년 글로벌 전망의 재평가

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

제1호 - 2021년 1월

차례

글로벌 투자견해

CIO 견해

커다란 충격, 커다란 희망, 커다란 환상

p. 3

2020년은 근대의 역사 상 그 전례를 찾아볼 수 없는 한 해였으며, 이를 통해서 겪었던 충격은 향후에도 완전하게 회복되지는 않을 것이다. 2021년에 진입하면서 리플레이션 국면이 계속될 수도 있지만, 투자자는 4가지의 핵심 요인들-대규모 백신 보급, 재정적 및 통화적 부양책의 지속 여부, 중국이 선도하는 글로벌 경기회복, 컨센서스 자체와 관련된 리스크-를 평가해야만 할 것이다. 저금리 및 크레딧 스프레드 하락의 환경에서 채권 기대수익률의 하락은 투자자가 수익률 목표를 달성하기 위해서는 더 높은 리스크(주식 비중의 확대)를 포괄해야 함을 의미한다. 이렇게 함에 있어서, 투자자는 분산투자 및 강력한 헤지의 중요성을 과소평가하지 않아야 할 것이다.

매크로

유럽중앙은행: 2021년 유로 채권에 대한 강력한 지원

p. 4

경기부양책의 강화는 유로통화권에서 저금리 장기화와 수익률 추구라는 시나리오에 부합된다.

멀티에셋

상대적인 가치주와 헤지로 경기민감성을 강화할 것

p. 5

우리는 경기민감성 친화적인 치우임을 유지하고 리플레이션 거래가 계속될 수 있지만, 투자자는 견고한 헤지를 통해서 주식과 크레딧 익스포저를 보호해야만 한다고 믿고 있다.

채권

크레딧에서 “거대한 차별”

p. 6

경제 재개는 미국에서 인플레이션 기대감을 상승시켜서 실질 수익률에 영향을 줄 수 있다. 투자자는 높은 수익률과 높은 퀄리티 사이에서 균형을 찾기 위한 수단으로 크레딧 리서치를 활용해야 한다.

주식

가치주가 캐치업 할 여지가 여전히 있다

p. 7

최근의 성장주에 대비한 가치주의 아웃퍼포먼스에도 불구하고, 가치주의 캐치업 잠재력이 여전히 현저하며, 이러한 잠재력의 발현은 기업이익 성장과 경제 정상화에 의해 좌우될 것이다.

이번 달의 토픽

2021년 글로벌 전망의 재평가

p. 8

2020년 4분기가 이제 마감됨에 따라, 우리는 2020년 3분기보다 투자확신이 높은 2021년의 중심 시나리오로써 “회복적 금융레짐”을 확인하고 있다. 우리는 향후에 기업 펀더멘털이 글로벌 수준에서 개선될 것으로 예상한다. 주당순이익(EPS) 성장률의 반등이 저금리 환경에서 현재의 자산가격 수준의 정당성을 궁극적으로 검증해 줄 것이다. 이는 우리가 취하는 신중한 낙관론을 설명해 준다. 또한, 우리는 크레딧 HY에서 가치주/경기민감주로 진행 중인 리스크 로테이션의 지속 가능성도 분석했다. 우리는 회복적 금융레짐의 지속화 및 원숙화와 더불어 나타난다는 우리의 건설적인 중기적 견해를 확인할 수 있다.

시장 시나리오 및 리스크

> 중심 및 대안 시나리오

p. 14

> 상위 리스크

p. 15

16

> 글로벌 리서치 클럽

p. 17

> Amundi 자산 종목 견해

p. 18

거시경제적 현황

> 매크로 및 시장 예측

p. 21

> 당사 예측 / 방법론에 대한 고지사항

p. 22

> 주요 간행물

p. 23

CIO 견해

커다란 충격, 커다란 희망, 커다란 환상



BLANQUÉ Pascal
그룹 최고투자책임자(CIO)



MORTIER Vincent
그룹 최고투자부책임자

2020년은 1870년 이래로 대다수의 국가들에게 동시에 영향을 미친 2차 세계대전 이후 최악의 글로벌 리세션(세계은행)으로 이어진 코로나19 팬데믹과 더불어서 근대 역사상 전례를 찾을 수 없는 한 해였다. 이러한 커다란 충격은 **완전하게 향후에도 회복되지는 않을 것이며, 이전의 정상은 과거와 같은 상태로 돌아오지 않을 것이다.** 신속한 백신의 보급·접종에 대한 희망, 추가적인 재정적 지원책 및 지정학적 긴장의 감소 등은 모두 리플레이션의 담론을 견인하고 있다. 그 결과, 현재의 리세션에도 불구하고, 대다수의 시장들은 플러스 성과로 지난 해를 마감했다. 2021년에 진입하면서도 리플레이션 국면이 계속될 수도 있지만, 투자자는 로테이션에 플레이하고, 거품을 피하면서 탄력적인 포트폴리오를 구축하기 위해서는 다음과 같은 4가지 요인을 평가해야 할 것이다.

요인 1. 최근의 시장 랠리는 백신의 성공에 대한 맹목적인 믿음과 모든 상황이 이전으로 돌아갈 것이라는 과감한 가정에 기반하고 있다. 이것이 첫 번째의 리스크 원인이다 - 이는 백신의 대규모 생산 및 보급이 손쉽게 이를 수 있는 사안이 아닐 뿐만 아니라, 시장은 인구 대다수가 접종을 받게 될 것이라고 가정하고 있기 때문이다. 조만간 정상으로 복귀할 것이라는 아이디어는 망상이며, 이는 경제 재개와 관련된 모든 이슈를 발생시키게 된다. 투자자의 경우, 백신의 보급은 추가적으로 경기회복 및 HY 크레딧에 대비하여 주식에 우호적인 환경을 뒷받침하게 된다. 이러한 로테이션에서는 가치주는 가장 혜택을 받을 것이지만, 투자자는 리플레이션 환경에서 현저한 거품으로 압박을 받을 수 있는 가장 과밀한 성장주 분야에서는 신중함을 유지해야 한다.

요인 2. 재정정책과 통화정책이 경제체제를 돌아가도록 유지시키고 있지만, 지금까지는 시행된 정책(특히 재정정책)은 규모에서 불충분하고, 그 방향성이나 비중에서 항상 양호하지는 않았다. 이러한 조치들의 그 어떠한 중단도 상상할 수가 없고 오히려 중앙은행들은 이를 더 강화할 것으로 보이지만, 정책실수의 리스크가 시장에 의해 과소평가되고 있다. 반면에, 일부 인플레이션 압박은 궁극적으로 현실화될 것으로 보인다. 2021년 초반을 기준으로, 10년물 미국 재무성증권 수익률은 이제 1%를 넘어섰으며, 이는 작년 3월 이후로 최고 수준이다. 경기회복이 일부 인플레이션 상승 요인을 견인하는 경우, 이러한 수익률은 추가적으로 상승시켜서 시장에서 일부 도미노 효과의 동반을 유발시킬 수도 있다. 또한 우리는 인플레이션 상승이 즉각적으로 발생할 것으로 예상하지는 않지만, 활성화된 주택시장, 공급망의 재배치, 억눌린 수요를 충족시키기 위해 기다리고 있는 엄청난 저축 금액은 영원히 인플레이션 제로라는 담론을 빠르게 변화시킬 수도 있다. 수익률에서 빠른 움직임이 있는 경우에 미국 연준은 일종의 곡선 제어 모드로 이에 개입할 가능성이 크다. 투자자는 롱듀레이션 거래에 갇히는 것을 피하기 위해서 리스크가 점차 커지고 있는 인플레이션에 면밀하게 주목해야 할 것이다. 우리는 밸런스 잡힌 접근법을 권장하며, 투자자는 달러화 약세 시나리오에서 우선적으로 현실화될 수 있는 미국 인플레이션에 대한 익스포저를 고려해야 할 것이다.

요인 3. 경기회복 경로는 중국에 의해 이끌어 지고 있다. 중국 경제는 2020년 전체적으로 회복된 유일한 국가이기 때문에, 중국이 이번 위기를 벗어나는 길을 이끌고 있다. 2021년에 중국은 전세계 나머지 국가들(RoW)과 비교하여 더 빠른 성장률의 이러한 궤적을 계속 유지하여 아시아 신흥국을 부양시키고, 특히 중국과 아시아에 대해 강력한 교역 연계를 가지고 있는 유럽에 긍정적인 피드백 루프를 가져올 것이다. 투자자는 2021년을 시작함에 있어서 신흥국 및 중국/아시아 주식에 대한 투자배분을 고려해야 할 것이다. 실제로, 2020년에 강력한 성과에도 불구하고 여전히 추가적인 성장의 여지가 있으며, 우리의 견해로는 특히 내수수요와 더욱 연계된 분야에서 더욱 그럴 것으로 보인다.

요인 4. 현 시점의 시장에서 핵심 리스크는 컨센서스 그 자체이다. 마이너스 수익률의 채권의 급속한 증가는 극단적으로 수익률을 추구하도록 압박할 것이다. 퀄리티를 희생시키려는 유혹 및 초저금리의 동일하게 영원할 것이라고 베팅하려는 유혹도 크다. 하지만, 시스템의 희소한 시장 유동성을 고려하는 경우에 이는 위험스럽다. 투자자에게는 크레딧 선별이 최우선적 사안이지만, 수익률 추구를 위해서는 종목 전체를 살펴보는 것이 핵심이다. 적절한 투자기간을 확보한 투자자에게는 사모시장에 대한 투자를 포함시키는 것은 기회를 스펙트럼을 넓히고 분산시킬 수 있게 만들어 준다. 이와 더불어서 투자자는 HY 및 신흥국 채권(현지화표시 포함)과 자산배분에서 유동성 보완/분산 종목으로서 국제에 대한 익스포저를 가진 크레딧 사이에서 그 밸런스를 유지해야 한다.

투자자는 주식의 긍정적인 배경을 바탕으로 2021년에 진입하게 된다. 저금리 및 크레딧 스프레드 하락의 환경에서 채권 기대수익률의 하락은 투자자가 수익률 목표를 달성하기 위해서는 더 높은 리스크(주식 비중의 확대)를 포괄해야 함을 의미한다. 변동성이 백신 보급과 관련된 ‘스톱 앤 고’의 국면에서는 되돌아올 수도 있다. 이는 **무연관 투자전략으로 분산투자에서 추가적인 소스를 추가하는 것과 이미 시행되고 있는 일부 헤지를 유지하는 것에 대한 중요성을** 상기시켜 준다. 전망은 긍정적이지만, 경기회복의 경로는 험난할 가능성이 크다. 안전벨트를 착용하고 기회가 가득 찬 2021년을 주목해야 할 것이다.

전반적인 리스크 분위기



인플레이션 및 헤지와 듀레이션 익스포저의 필요성에 의해 균형을 이룬 주식으로의 선별적인 로테이션에 주목할 것

이전 달 대비의 변화

- ▶ 경기민감 부문, 가치 부문에서 로테이션 기회를 모색할 것
- ▶ 영국 자산 상향 수정됨 (주식 및 GBP)
- ▶ 분산투자 및 인플레이션 보호를 위해 TIPS를 활용할 것

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

매크로

유럽중앙은행: 2021년 유로 채권에 대한 강력한 지원

DEFEND Monica
연구원 글로벌 헤드AINOUZ Valentine
선진국시장 전략연구, 부헤드BERTONCINI Sergio
선임 채권 스트래티지스트

경기부양책의 강화는 유로통화권에서 저금리 장기화와 수익률 추구를 시나리오에 부합된다

유럽중앙은행이 지난 해 12월 회의에서 밝힌 패키지는 양적완화의 부가적인 조치들과 결합하여 금융시스템의 추가적인 지원이 필요하다는 컨센서스와 시장 기대감에 매우 부합되는 수준이었다. 팬데믹 프로그램(PEPP)은 그 기간이 연장되었으며 그 규모도 5,000억 유로 증액되었으며, APP(자산매입 프로그램)도 월별 20억 유로 매입의 현재 수준으로 계속 진행되는 것(즉, 15개월 동안 추가적으로 늘어난 금액 3,000억을 의미함)이 확인되었다. TLTRO¹ 프로그램을 통해 이루어진 금융시스템에 대한 지원조치도 역시 연장되고 그 규모가 확대되었으며, 유럽중앙은행의 대출운영에 부과되는 조건의 측면에서 매우 우호적임을 확인시켜 주었다. PEPP의 2022년 1분기까지 9개월 연장은 컨센서스에서 일반적으로 기대하던 6개월 연장(2021년까지)보다 길게 이루어진 것이지만, 이러한 결정은 유럽중앙은행 위원들의 경기부양책 규모와 기간의 중요성에 대한 최근의 메시지와 부합하는 것으로 보인다. 만기가 돌아오는 채권의 재투자기간의 연장도 역시 동일한 방향으로 진행되고 있다.

유럽중앙은행의 강조점은 팬데믹 위기에서 회복함에 있어서 경제성장의 지원에 필요한 기간 동안에 우호적인 자금조달의 조건을 제공하고 유지하는 것에 대부분 집중되고 있다. 회의를 마친 후에 질의응답 시간 동안에 라가르드 총재는 유럽중앙은행의 전략이 “우호적인 파이낸싱 조건을 보존”함에 있다고 강조하면서, 이러한 조건을 “매우 총체적인 방식”, 소위 “경제의 모든 부문들을 위한 것”이라고 정의했다. 따라서, 유럽중앙은행은 크레딧의 경제로의 원활한 유입과 더불어서, 가구 및 기업에 대한 대출금리와 국채금리 수준 모두가 지원의 범위 내에 있어야 한다는 점을 분명히 했다. 이러한 목표를 달성하기 위해서 유럽중앙은행은 양적완화(QE)의 매우 강력하게 증가하도록 조정을 하여, 양적완화의 관리에서 필수적인 유연성을 유럽중앙은행에 제공하는 “유의적인 일정한 시장 영향력”(significant constant market presence)을 확보하게 되었다. 이러한 관점에서, 유럽중앙은행 총재는 조정의 궁극적인 속도에서 대칭성도 역시 강조했다. 즉, 한 쪽 측면에서 허용한계(envelop)는 최고상한선(ceiling)을 나타내고 “미리 정해진 방식이나 전부 다 쓰일 필요는 없지만”, “이와 마찬가지로 이러한 허용한계(envelop)는 증가될 수 있다”는 점을 강조하고 있다.

우리는 경기부양책의 증가가 2021년에 채권(fixed income)시장과 관련된 기술적 요인을 계속 뒷받침 하는 목적에 부합해 보인다고 평가하며, 이는 현재의 저금리 장기화와 수익률 추구의 시나리오를 떠받치게 될 것이다.

현재의 증가된 PEPP와 APP를 통해서 유럽중앙은행은 2022년 3월까지 실질적으로 1.4조 유로 이상 규모로 순 매입할 수 있는 여력을 확보하게 된다.

유럽중앙은행 양적완화도 현재의 이동 제한에서 비롯된 부정적인 영향에 대응하고 유럽연합 국채발행의 발행 강화 및 초국가적 세그먼트에서 그 영향력을 증가시키기 위해서 필요할 수도 있는 유로 국채를 통한 추가적인 순 자금조달이 발생하는 경우에 이를 충당하기에 충분한 것으로 보인다. TLTRO 측면과 더불어서, 우리의 예상으로는, 이러한 새로운 조치들이 금융시스템에서 가용 유동성을 높은 수준으로 유지 시키기에 있어서 효과적인 것일 것이고, 간접적으로는 채권(bond)의 기술적 요인을 떠받치게 될 것이다.

은행에 대한 극도로 저렴한 크레딧은, 비록 강력한 조건이 붙어 있더라도, 은행의 기업에 대한 대출조건 강화를 피하기에는 충분하지 않을 것이다. 이번 위기는 중앙은행들과 정부의 조화된 조치를 덕분에 경기사이클 대응적인 크레딧 조건을 그 특징으로 보이고 있다.

최근 수개월 동안에, (1) TLTRO를 통한 강력한 유동성 주입과 (2) 정부의 대출보증 덕분에 은행의 크레딧 조건은 완화적으로 유지되었다. 모든 기업들에 대한 대규모 크레딧 공급은 기업 디폴트(도산율)와 이번 위기에 비롯되는 장기적 경제적 피해를 제한 시켰다. 우리는 정부의 대출보증만 만료된 후에 은행 대출조건이 현저하게 강화될 수 있다고 우려하는 견지를 유지한다. 은행은 3분기에 기업 크레딧에 대한 접근성을 이미 줄였으며, 향후 3개월 동안에 추가적으로 더욱 강화될 것으로 예상된다. “은행은 기업 및 가구의 대출에 대한 크레딧 기준의 강화에 대한 관련 요인들로 전반적인 경제전망의 악화, 대출자의 크레딧 리스크 증가, 리스크 감내도의 하락을 언급했다”.

통화적 지원의 기간은 완화의 정도 만큼이나 핵심적이다. 수많은 통화적 및 재정적 지원은 현재 팬데믹으로 정당화되고 있다. 하지만, 매우 완화적인 통화정책이 2022년 이후에도 여전히 필요하게 될 것이다. 향후 수년 동안에, (1) 인플레이션은 2% 목표수치에 크게 상회하여 유지할 것으로 예상되고, (2) 유로통화권 국가들 사이에서 경제적 파편화는 어려움으로 계속될 것이다.

2021년에는 일단 코로나바이러스 위기가 종식되면 어떠한 유형의 통화적 지원이 필요할지에 대한 의문 및 우려가 부상하게 될 것이다. 이 사안에 대한 의견을 적극적으로 제기하는 유럽중앙은행의 매파적인 위원들의 수가 늘어날 가능성이 크다.

¹ TLTRO= 특정장기대출프로그램(targeted longer-term refinancing operations).

멀티애셋



GERMANO Matteo

멀티애셋 헤드

우리는 경기민감성
친화적인 치우임을 유지하고
리플레이션 거래가 계속될
수 있지만, 투자자는 견고한
헤지를 통해서 주식과 크레딧
익스포처를 보호해야만
한다고 믿고 있다

상대적인 가치주와 헤지로 경기민감성을 강화할 것

우리는 2021년이 진입함에 있어서 경제의 역성장 국면에서 경기회복 국면으로의 전환을 배경으로 위험자산에 대한 떠받침이 계속되고 있음을 목격하고 있다. 중요한 점은 미국 민주당이 승리한 상원의원 결선투표의 결과가 리플레이션 거래 내러티브와 경기민감 세그먼트에 긍정적인 환경을 강화하고 있다는 사실이다. 이러한 상황에서는 **주식이 채권보다 더 높은 매력성을 유지**하며, 우리는 1년 기간 동안에 대한 일부 업사이드를 포착하고 있다. 우리는 이러한 경기회복이 본격적인 국면으로 진입함에 있어서 주식 밸류에이션이 이미 높은 상태이고 코로나 백신의 효과적이고 대규모 보급·집중에 의해 좌우될 것이라는 측면에서 과거와는 상이할 것이라는 사실에 유념하고 있다. 그 결과, **우리는 투자자들이 전체 자산 스펙트럼에서 매우 선별적이고 밸류에이션을 의식해야 한다고 권고한다.**

투자확신감이 높은 아이디어

PMI에서 긍정적인 모멘텀과 강력한 펀더멘털로 인해 선진국 주식에 전반적으로 건설적인 포지션을 취하면서, 현재의 '브렉시트 할인'과 개선되고 있는 기업이익 조정의 상황에서 **우리는 영국에 대한 견해를 상향 수정**했지만 관련된 상황에 대한 경계를 늦추지는 않는다. 반면에, 우리는 **일본 및 일본 이외의 태평양 지역 국가(호주) 주식**이 경기반등세에서 혜택을 받을 것이라고 계속 믿고 있다. 이러한 국가들의 영업레버리지는 수익마진에 2021년에 예상되는 판매 증가와 비례하여 성장할 수 있음을 의미한다. 신흥국의 경우, 우리는 전반적으로 낙관적인 포지션을 유지하며, **아시아에 긍정적인 견해**이다. 특히, 상대적 가치에서 살펴보면, 우리는 이제 중국의 A-주식 시장(대체적으로 금융주 및 전통적인 소비재주)이 MSCI China(즉, 인터넷주, 전자상거래주 및 이동통신주)에 대비하여 우량한 수익을 낼 것이고 금융주는 가치주와 소외주로의 요인 로테이션을 떠받치는 경기 모멘텀의 개선에서 혜택을 받을 것이라고 믿고 있다 - 인터넷 관련 세그먼트는 규제에 의해 발생하는 오버행(역주: 대량의 대기 매물)로 인해 압박을 받을 수도 있다. 금융주도 역시 우호적인 기술적 요인, 투자자 심리(MSCI 지수에 잠재적 포함) 및 기업이익에서 시장에서 혜택을 받을 것이다.

듀레이션의 경우에 2021년 테일리스크(역주: 예측할 수 없는 이례적이고 극단적인 변화)는 미국의 정치적 변동상황과 리플레이션

환경의 영향(특히 연준이 대응을 늦게 한다고 인식되는 경우)으로 인해 업사이드로 치우쳐 있기 때문에, 전술적인 관점에서 **우리는 10년물 미국 재무성증권(UST)에 긍정적인 포지션을 유지한다.** 또한, 우리는 미국 인플레이션에 긍정적인 포지션을 유지한다. **유로통화권 주변국 채권**의 경우, 우리의 견해는 건설적으로 유지되며, 이제 스프레드 하락이 줄어들 잠재력을 가지고 있는 5년물 이탈리아국채(BTP)에서 특히 건설적인 포지션이지만, 아직까지는 여전히 강력한 기술적 요인에 의해 뒷받침되고 있다. 캐리에 대한 수요와 양적완화가 크레딧을 떠받칠 것이기 때문에 **우리는 크레딧에 긍정적인 포지션을 유지**하지만, 매력적인 밸류에이션, 유럽중앙은행에서 최근 발표한 매입 프로그램의 연장 및 유로 IT의 상대적으로 낮은 레버리지로 인해 우리는 미국 IG에 대비하여 유로 IG를 선호한다.

투자자의 수익률 추구는 우리가 건설적인 포지션을 유지하는 신흥국 경화표시 채권의 '스마트 수익' 전략을 뒷받침하겠지만, IG와 비교하여 HY에서 스프레드 하락의 가능성이 더 높다고 믿고 있다. FX의 경우, 우리는 러시아 루블화, 멕시코 페소화, 인도네시아 루피아화에 대해 긍정적인 견해를 유지한다.

선진국 FX의 경우에, 이미 과대 평가된 것으로 보이는 달러화에 대해서 경기회복이 압박을 줄 수 있다고 생각되기 때문에 **우리는 USD에 대비하여 CAD에 긍정적이다.** 다른 한 편으로는, 캐나다의 경제성장률이 예상보다 강세인 것으로 나타나고 있고 CAD는 2020년 하반기 기준으로 다른 원자재 수출국의 통화에 비해서 낮은 상태이다. CAD를 떠받치는 또 다른 요인은 G10 중에서 캐나다의 캐리가 가장 높기 때문이다. 두 번째로, 우리는 USD/EUR에 대비한 **GBP에 대한 견해를 브렉시트 합의라는 관점에서 중립적으로 상향 수정**했지만, 관련된 상황을 면밀하게 모니터링하고 있다.

리스크 및 헤징

추가적인 코로나바이러스의 재확산과 이에 따른 봉쇄조치의 시행, 경기부양책의 시기상조적인 중단, 지정학적 긴장은 경기회복에 실질적인 리스크로 작동하게 된다. 그 결과, 투자자는 크레딧과 주식 익스포처를 보완하기 위해서 파생상품, JPY, USD, 미국 재무성증권(UST) 등과 같은 형태의 견고한 헤징 구조를 유지해야 한다. 우리는 현재의 환경에서 금이 강력한 헤지로서 계속 역할을 할 것이라고 믿고 있다.

Amundi Cross Asset 투자확신	1개월 변화	---	--	-	0	+	++	+++
주식								
크레딧								
듀레이션								
석유								
금								

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

UST = 미국 재무성증권, DM = 선진국 시장, EM/GEM = 신흥국 시장, FX = 외환, FI = 채권(Fixed Income), IG = 투자등급, HY = 하이일드, CB = 중앙은행, BTP = 이탈리아 국채, EMBI = 신흥국 채권지수.

채권

크레딧에서 “거대한 차별”



BRARD Éric
채권 헤드



SYZDYKOV Yerlan
신용국 시장 글로벌 헤드



J. TAUBES Kenneth
미국투자관리 CIO

경제 재개는 미국에서 인플레이션 기대감을 상승시켜서 실질 수익률에 영향을 줄 수 있다. 투자자는 높은 수익률과 높은 퀄리티 사이에서 균형을 찾기 위한 수단으로 크레딧 리서치를 활용해야 한다

3분기 GDP 수치의 반등세는 예상보다 강세를 나타냈지만, 코로나19 감염병의 2차 대확산으로 인한 재시행된 봉쇄조치는 2020년 4분기와 2021년 1분기의 경제활동에 영향을 줄 수도 있다. 백신의 대규모 보급-접종과 유럽중앙은행이 가장 최근의 정책검토 회의에서 결정한 완화적 정책은 2021년 하반기의 글로벌 GDP의 회복을 견인하여, 위험자산을 뒷받침하는 환경을 제공하게 될 것이다. 하지만, 크레딧에서는 벨류에이션과 펀더멘탈 사이의 간격이 커지게 될 것이다. 따라서, 우리는 투자자가 수익률 추구를 강력한 리서치와 선별을 통한 퀄리티 크레딧으로 균형을 이루어야 한다고 권고한다.

글로벌 및 유럽 채권(fixed income)

듀레이션에 대해 전반적으로 신중한 견지와 더불어서, 우리는 미국 국채에 대한 견지를 경미하게 하향 수정하여 중립에 가깝게 이동했고, 유럽 핵심국 국채에서 방어적인 포지션을 유지한다. 우리는 주변국 국채, 주로 이탈리아 국채(유럽중앙은행의 뒷받침, 강력한 유럽연합 정책대응)를 통해서 건설적인 포지션을 유지하지만, 이탈리아 국채의 스프레드가 향후 하락할 가능성은 이제 낮아진 것으로 보인다. 미국 국채의 수익률 곡선의 경우, 우리는 2년물, 10년물, 30년물 세그먼트에 대해 경계를 늦추지 않는다. 마지막으로, 우리는 미국에서는 10년물에 대비하여 5년물을 선호하면서 브레이크이븐에 대한 견해를 상향 수정했고, 유로통화권에서는 벨류에이션이 매력적이라고 믿고 있다. 브레이크이븐의 업사이드 잠재력이 시장에 의해 가격에 현재 가격에 반영되지는 않았다. 우리는 크레딧, 특히 경기민감 분야에 건설적인 포지션을 유지하며, 최근의 랠리를 우리의 견지를 변경시키지 않으면서 일부 차익을 실현하는 기회로 보고 있다. 추가적인 스프레드 압착의 범위는 IG에 대비하여 HY에서, A 등급에 대비하여 BBB 등급에서, 선순위채권에 대비하여 후순위채권에서 더 높다. 하지만, 시장은 스프레드가 관련된 리스크에 적절하게 보상하지 않는 상황에서 멀지 않다. 따라서, 우리는 매우 액티브한 포지션을 유지한다. 부문별 수준에서, 우리는 금융 및 이동통신 부문에 긍정적이지만, 기본 유틸리티, 의료건강, 수송 부문에 대해서는 신중한 포지션이다.

미국 채권(fixed income)

팬데믹을 점차 벗어나고 대규모 백신 보급이 시작되는 상황으로 진입함에 따라, 미국 소비자의 (저축으로 뒷받침된) 상품과 서비스에 대한 억눌린 수요가 연준의 저금리 장기화의 견지와 결합하여 인플레이션을 밀어 올릴 것이다. 따라서, 우리는 미국 물가연동국채(TIPS)은 포트폴리오를 분산시키고 인플레이션에서 보호할 수 있는 좋은 방안이라고 믿고 있다. 반면에, 적자의 재정지출 및 재무성증권 발행 증가는 수익률에 상방 압박하여, 일부 스티프닝으로 이어질 수 있다. 따라서, 우리는 방어적인 포지션을 유지하지만, 미국 재무성증권(UST) 선물은 강력한 유동성을 제공한다고 믿는다. 크레딧의 경우, 액티브한 선별과 리서치가 투자자가 포트폴리오에서 리스크를 줄이도록 하는 데 있어서 핵심적 사안이다. 우리는 투자자가 완전하게 정상화된 부문들은 피해야 한다고 생각한다. 실제로, 현재의 조건은 전체 시장 베타 익스포저가 아니라 고유한 리스크적 특성에 무리익은 시기이다. 특히, 소비자 부문(에소테릭 자산저당증권(esoteric ABS)과 주택저당증권 시장(정부기관 발행의 주택저당증권)은 강력한 소비자 전체적인 소득/저축/부채상환의 관점에서 매력적인 상태를 유지하고 있다.

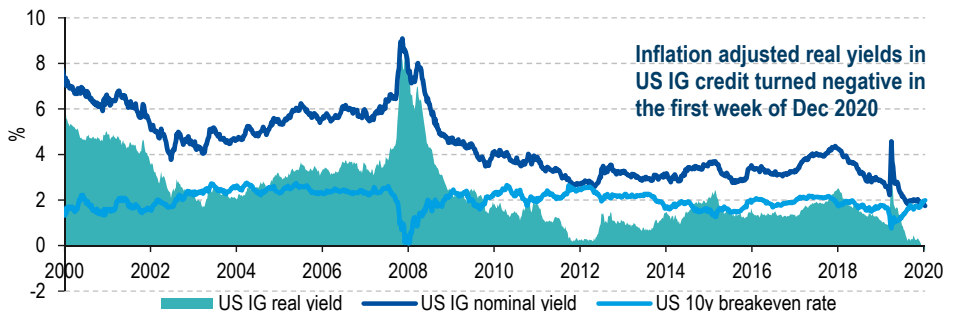
신용국 채권

신용국 FI에 전반적인 긍정적 포지션을 취하면서, 우리는 HY 스프레드가 압착될 여지가 여전히 존재한다고 믿고 있다. 현지통화 FX는 글로벌적으로 낮은 수익률, 우호적인 인플레이션, 안정적인 미국 정책 및 성장환경의 초반 경기사이클 국면에 의해 뒷받침을 받고 있다. 아시아 경제성장률은 2021년 상반기에 다른 지역을 앞설 수 있으며, 이는 선별적인 기회를 제공한다. 터키의 경우에 우리는 국제수지(BoP)와 리라화와 관련된 리스크를 인지하고 있지만, 경제정책의 신뢰할 수 있는 정상화와 싼 가격의 벨류에이션을 바탕으로 기회가 존재한다고 믿는다.

FX

경기민감 FX에 대한 환경이 개선되고 있음을 감안하여 우리는 USD/JPY 및 USD/CNY에 신중한 포지션이다. NOK/EUR에 대한 우리의 건설적인 견해도 역시 유지된다.

인플레이션 및 미국 IG 크레딧



Source: Amundi, Bloomberg at 14 December 2020. Yield to worst for Bloomberg Barclays US Total Return Index.

GFI= 글로벌 채권(Global Fixed Income), GEM/EM FX = 글로벌 신용국 외환, HY = 하이일드, IG = 투자등급, EUR = 유로화, UST = 미국 재무성증권, RMBS = 주택저당증권, ABS = 자산유동화증권, HC = 경화, LC = 현지통화, CRE = 상업용 부동산, CEF = 중부 및 동부 유럽, JGB = 일본국채, E = 유로통화권 BoP = 국제수지.

주식

가치주가 캐치업 할 여지가 여전히 있다



ELMGREEN Kasper
주식 헤드



SYZDYKOV Yerlan
신흥국 시장 글로벌 헤드



J. TAUBES Kenneth
미국투자관리 CIO

최근의 성장주에 대비한 가치주의 아웃퍼포먼스에도 불구하고, 가치주의 캐치업 잠재력이 여전히 현저하며, 이러한 잠재력의 발현은 기업이익 성장과 경제 정상화에 의해 좌우될 것이다

종합적 평가

전세계적으로 백신 관련사안에서 진전과 영국 및 미국에서 각각 백신 허가 1건 및 2건 승인은 팬데믹의 종식의 시간이 얼마 남지 않을 것으로 보이도록 하여, 시장이 그 이후의 미래를 바라보도록 만들었다. 기업의 경우, 이익 성장이 2021년에 현저하게 높아질 것으로 기대되며, 이는 계속되는 부양책과 경기회복에 의해 견인될 것이다. 하지만, 일부 세그먼트에서 밸류에이션 확대, 코로나19의 여러 차례 재확산의 리스크 및 기업 지급불능(부도)에 대한 우려로 인해 선별적인 접근법이 필요하다. 우리는 질 높은 재무제표를 가진 기업에 대한 바텀업 방식의 실체요인분석이 지속가능한 수익성에서 핵심적 사안이 될 것이라고 믿고 있다.

유럽 주식

경제 재개의 여부는 대규모 백신의 보급-접종에 크게 좌우된다는 사실을 감안하여, 우리는 **경제 정상화 및 경기회복에 바이어를 가지면서 균형 잡힌 견지를 유지한다**. 이러한 상황은, 한편으로는 의료건강 및 이동통신 서비스와 같은 방어적 부문에, 다른 편으로는 산업 부문과 소재 부분의 경기민감 우량주에서 기회를 포착하는, 우리의 바벨형 접근법을 뒷받침한다. 우리는 마지막 두 부문(산업 및 소재)에 대해서 낙관적인 포지션이만, 가치주의 로테이션에서 혜택을 입게 되는 금융주에 대해서는 경미하게 긍정적으로 되었다. 흥미로운 사실은, 지난 날 동안에 **성장주에 비교한 가치주 투자에 대한 선호도가 돌아오고 있다**는 점이다. 하지만, 보다 긴 역사적인 관점에서는 파악하면 **성장주 vs 가치주의 프리미엄은 여전히 높다**. 우리는 가치주가 아웃퍼포먼스 할 잠재력이 여전히 현저하지만, 이러한 잠재력의 현실화 여부는 상기에서 언급한 백신의 보급접종, 경기회복, PMI의 개성 및 금리의 방향에 달려있다고 믿고 있다. 따라서, 우리는 시장 및 스타일 리스크를 관리하면서 프로세스 규율과 종목 선별에 우선순위를 둔다. 이와는 반대로, 우리는 경기소비재주에 대해 신중한 포지션을 증가시켰지만, 기술주에 대해서는 부정적인

견해를 유지한다. 하지만, 모든 경우에 있어서 우리는 복원력이 높은 기업에 포커스를 둔다.

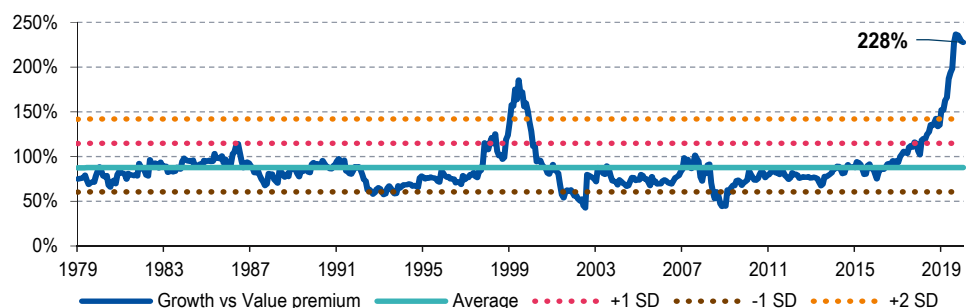
미국 주식

우리는 수익의 관점에서 크레딧보다는 주식이 더 매력적이라고 믿고 있지만, 이것이 액티브하게 유지할 필요성을 없애지는 않는다. 실제로, 시장에는 극단적인 밸류에이션의 포켓이 존재하기 때문에 현재 선별이 더욱 중요해 졌다. 하지만, 보다 자세히 들여다보면, 투자자는 초고속성장주를 피하고 재정부양책, 2021년의 경기회복 및 기업이익의 개선이 **대형 성장주로부터 경기민감 성장주와 및 경기민감 가치주의 로테이션**을 더욱 견인하는 지의 여부를 확인해야 할 것이다. 경기민감 가치주는 낮은 금리 민감도에서 혜택을 받을 것이다. 성장주 종목은 미래의 기업이익에서 더 높은 의존성을 가지고 할인을 상승에 보다 부정적인 영향을 받을 수 있기 때문에, 금리 민감도가 더 높다. 이와는 반대로, 가치주 유니버스에서 커다란 비중을 차지하고 있는 금융주는 수익률곡선 스티프닝에서 혜택을 받을 것이다. 그 결과, 투자자는 (1) 초고속성장주와 하이모멘텀주를 피하고 합리적인 가격의 안정적인 성장주 종목(예, 의료기기)를 고려하고, (2) 초우량 가치주(즉, 산업자동화, 소포 배송)를 선호하는 로테이션에서 혜택을 보는 것을 목표로 삼고, (3) 환경·사회·거버넌스(ESG) 공간에서 기회를 모색해야 할 것이다.

신흥국 주식

신흥국 자산과 관련하여 지정학적 리스크에 대한 모니터링을 유지하는 반면에, 우리는 경제활동이 반등한 국가에서 주식종목을 모색하는 것에 대해 계속 건설적인 포지션이다. 부문별 수준에서, 우리는 기술 및 인터넷, 경기소비재, 산업 부문들에 대해서 선별적으로 긍정적인 포지션이지만, 이러한 분야의 극단적인 밸류에이션에 대해 유념하고 있다. 우리는 정부 조치로 인해 수익성이 제약 받는 부문들은 선호하지 않는다. 스타일적인 측면에서, 우리는 충분한 경기민감적 성장성과 퀄리티 특성을 가진 가치주를 추구하는 경향성을 띤다.

MSCI World 성장주/가치주 - 밸류에이션 종합지수 (CVI)*



Source: Amundi Research, Datastream on 15 December 2020.
*CVI: based on a basket of criteria in absolute terms – trailing price-to-earnings ratio (PE), price-to-book value (P/BV) and dividend yield (DY), and ranked in percentile, ranging from 0% to 100% (the percentage of time this basket was cheaper since 1979: 0% never been cheaper; 100% never been more expensive).

이번 달의 토픽



DEFEND Monica
연구원 글로벌 헤드

협력 기여자:

BERARDI Alessia,
신흥국 매크로 및 전략 연구 헤드

PORTELLI Lorenzo
Cross Asset Research 헤드

USARDI Annalisa,
선임 이코노미스트, CFA

2021년 글로벌 전망의 재평가

2020년 4분기가 이제 마감됨에 따라, 우리는 2020년 3분기보다 투자확신이 높은 2021년의 중심 시나리오로써 “회복적 금융레짐”을 확인하고 있다. 우리는 향후에 기업 펀더멘털이 글로벌 수준에서 개선될 것으로 예상한다. 주당순이익(EPS) 성장률의 반등이 저금리 환경에서 현재의 자산가격 수준의 정당성을 궁극적으로 검증해 줄 것이다. 이는 우리가 취하는 신중한 낙관론을 설명해 준다. 또한, 우리는 크레딧 HY에서 가치주/경기민감주로 진행 중인 리스크 로테이션의 지속 가능성도 분석했다. 우리는 회복적 금융레짐의 지속화 및 원숙화와 더불어 나타난다는 우리의 건설적인 중기적 견해를 확인할 수 있다.

I - 2021년 경제전망 최신 현황

성장전망 재장전

▶ 2020년 4분기의 함의

우리의 이전 분기 평가와 비교하면, **2021년 경제성장 전망은 신흥국 경제를 선호하는 온건한 전환이 나타나고 있다.**

경제성장은 미국에서는 현저하게 강화된 재정적 지원계획으로 견인되고 훨씬 견고해 졌으며, 일본에서는 2020년보다 강력해진 기저효과로 인해서 경미하게 향상되었다. 유럽의 경우, 2021년 기대성장률은 현재의 팬데믹 확산과 2020년보다 약세인 기저효과(2020년 3분기의 예상보다 높은 성장률에 기인함)로 인해서 낮아질 것으로 보인다.

예상보다 강세였던 3분기에 대비하여 2020년의 신흥국 경제성장률은 온건하게 상승한 반면에, 브라질과 남아공의 예외로 하면 **2021년의 신흥국 기대성장률은 안정세를 유지하고 있다.** 브라질과 남아공 두 국가 모두에 대해서 우리는 2020년보다는 약세의 기저효과가 2021년에 있을 것으로 예상한다. 또한, 브라질에서 재정상황 해결의 지체 및 남아공에서 새로운 봉쇄조치의 시행과 더불어 연말연시 동안에 글로벌 경제의 활성화 부족도 이 두 국가의 경제성장률을 압박할 것이다.

현재 시행 중인 경기부양적 정책조합(폴리믹스)가 우리가 선진국과 신흥국 모두에서 건설적인 전망을 가지게 뒷받침하는 주요 동인이다. 백신의 효능과 2021년 동안 백신의 대규모 보급·접종을 통한 집단면역이 이러한 전망이 의존하고 있는 중추적 가정이다.

선진국 경제의 인플레이션은 대체적으로 억제되거나 침체를 유지할 것으로 보이고, 역전적인 기저효과와 연계된 일부 일시적인 상승이 있을 수도 있다. 선진국 중앙은행들의 인플레이션 목표수치에 일부 진전이 있을 것으로 보고 있지만, 가까운 미래 동안에는 관리되지 않은 인플레이션이 있을 것으로 예상하지 않는다. **신흥국의 인플레이션 추이는 보다 혼재된 양태이다.** 대부분의 경우에, 최근의 인플레이션 역동성은, 특히 중국의 경우에, 특정하고 계절적인 요인에 의해 유발된 것으로, 이는 일시적인 경우이다. 하지만, 터키와 같이 고유리스크적인 스토리도 여전히 존재한다. 터키의 경우에는 강력한 통화 평가절하, 전기요금의 인상, 2020년에 도입되었던 부가세

감세의 단계적 폐지로 인해서 매우 높게 유지될 것이다. **전반적으로, 신흥국 경제의 인플레이션은 중앙은행의 목표수치를 이미 달성했거나 선진국 경제보다 그 목표수치에 더 근접한 상태이다.**

▶ 우리의 2021년 글로벌 경제예측 요약

경제성장률의 관점에서, **우리의 2021년 글로벌 성장전망은 대체적으로 안정적으로 유지된다는 것이다** - 기저효과가 우월적인 요인으로 작동하겠지만, 분기별 성장유형은 온건하게 강세를 띠는 것으로 감안하고 있다. 2020년 12월 31일 기준으로 우리의 글로벌 성장률 예상은 **4.9%~5.7%** 사이이다. **재정적 부양책이, 특히 선진국에서, 경기회복을 뒷받침하는 핵심적 동인이 될 것이다.** 미국의 경우, 백신 접종이 진척을 보이고 있지만 코로나바이러스 억제대책 조치는 여전히 경제활동을 저해할 수 있다. 새로운 재정적 패키지는 올해 상반기 동안에 경제를 뒷받침(우리의 계산에 따르면, 2021년 GDP 성장률의 거의 1%에 해당되는 영향을 줄 것으로 나타남)할 것이다. 우리의 원래 예측에서는 작년 12월 27에 대통령이 서명한 미화 9,000억 달러의 패키지보다 그 규모를 보수적으로 적게 상정했기 때문에, 우리의 예상에서는 업사이드가 있을 수 있다. 게다가, 조지아 주의 상원의원 결선투표에서 승리하여 민주당이 상원의회의 다수당이 됨에 따라, 조 바이든 신임대통령은 부가적인 재정적 부양책을 추가할 수 있을 것이다. 유로통화권의 경우, 「차세대 유럽연합」(NGEU) 계획이 올해 하반기에 경제성장률을 잠재성장률 이상으로, 특히 주요 취약한 국가들에서, 견인할 것으로 기대하는 핵심적 요인이다. 우리는 유로통화권 성장률이 꾸준한 추이를 보이면서 2021년 4.3%~5.1%, 2022년 3.6%~4.2%를 범위로 나타내서 미국 성장률을 앞설 것으로 예상된다. (다음 페이지의 표 참조) 「집단 면역」 수준에 이르는 백신 보급·접종 활동과 일종의 선순환 주기를 생성시키는 「차세대 유럽연합」 계획의 영향이 억눌린 수요 분출의 강화가 결합되는 것이 이 시나리오의 핵심적 특징이다. 따라서, 우리는 이러한 계획의 이행 리스크에 대해서 경계를 늦추지 않아야 할 것이다.

약간 빠르게 회복되는 성장률을 보이지만 인플레이션 전망은, 특히 선진국에서 2020년 하반기에 광범위한 감속화로 인해서, 대체적으로 침체된 상태를 보이고 있다. 4분기의 코로나바이러스 재확산은 특히 서비스 부문의

이번 달의 토픽

경제활동에 영향을 주는 새로운 제한조치의 시행으로 인해 변동성의 추가적 원 원인을 매크로 데이터에 제공했다. 단순한 대체지표에 불과하지만, 이동성 데이터와 전력 사용량과 같은 광범위한 세트의 고차 주기의 지표는 봉쇄조치의 시행이 강화된 지역(예: 유로통화권)에서 4분기의 새로운 하락세를 나타내는 경향이 있으며, 이는 점진적이지만 불균등한 경기회복이라는 시나리오에 부합되는 형태이다.

실물경제의 경기악화 재발이 코로나바이러스 재확산으로 발생하게 될 것이며, 정책개입은 경기회복을 더 빨리 진행하는 데에 도움을 줄 수

있는 희망적인 옵션이 될 것이다. 또한, 전세계의 중앙은행들은 보다 장기간 동안에 비전형적인 통화정책을 유지하고 금융조건을 완화하겠다고 약속하고 있다. **기업 펀더멘탈이 반등할 때에, 이러한 중앙은행의 약속은 금융시장을 떠받치게 될 것이다.**

결론적으로, 감염병 재확산과 각종 지역의 여러 국가에서 시행한 일부 봉쇄조치들은 글로벌 경기회복을 더욱 불균등적이고 이질적이 되도록 만들었다. 백신 보급·접종 활동의 속도와 그 효과는, 재정정책/통화정책의 풀리시믹스와 함께 결합되어, 억눌린 수요를 분출시키고

¹ 우리는 중심 시나리오에서 이러한 상황이 수분기 동안에는 코로나19 위기 이전의 경제수준으로 도달하지는 않을 것(중국은 예외적으로 진정한 V형 경기회복을 보일 것으로 예상됨)으로 해석하고 있다.

2020년 4분기의 서프라이즈 사안들

불확실성이 만연하게 유지되고 있는 반면에, 우리의 단기적인 신중한 난관론은 다음의 사항을 고려하고 있다.

- ⚠️ **백신 가용성에 대한 진전이 예상보다 빠르게 이루어지고 있는 반면에, 지역별로, 특히 미국과 유럽에서 발생한 코로나 감염병의 새로운 재확산은 백신 접종활동의 초기 시작에서 나타났던 자신감을 상쇄시킬 수도 있다.** 감염병의 새로운 재확산에 대응하기 위해 지역별로 다른 수준의 강도와 이동성 제한으로 시행된 방역조치들은 고차 주기 데이터에 현저한 감속화를 발생시켰으며, 일부 지역에서는 경제역성장을 유발시켰다. 미국의 경우에는 이러한 변동상황은 4분기 성장을 현저하게 둔화시켰지만 역성장으로 이어지지는 않은 것으로 보이지만, 유럽의 경우에는 즉각적인 역성장의 징후(2분기에 비해서는 역성장의 수치가 크지는 않음)가 존재한다. 경기회복은 2021년 1분기 동안에 점진적이고 불균형적으로 재개될 것이다. 올해 동안의 성장률은 이례적인 기저효과로 견인될 것이며, 이를 통해 2020년 2분기의 사상 유례가 없었던 손실을 상쇄시키게 될 것이다.
- 👍 미국의 경우에, **초당적인 재정 패키지가** 지난 수개월 동안의 집권 후반기 레임덕 기간에 이루어질 확률은 낮은 것으로 보였지만, 하원 의회는 작년말이 지나기 전에 미화 9,000억 달러 규모의 재정 패키지를 통과시켰으며, 이는 작년 4분기에 나타났던 약세 모멘텀을 상쇄하고, 올해 상반기 동안에 가구의 처분가능소득을 향상시키고, 성장 모멘텀을 되살릴 것이다.
- 👍 유럽연합의 경우에, 「**차세대 유럽연합**」(NGEU) **다년간의 예산**에 대한 최근의 합의는 난해했던 협상과정과 그 내용과 시기에 대한 불확실성을 증가시켰던 이전의 폴란드와 헝가리의 반대를 극복하고 이를 본격적으로 시행하는 것에 대한 청신호를 주었다.
- 👍 금융시장은 팬데믹 상황에 계속 면밀하게 주시하고 있었으며, 긍정적인 백신 관련 뉴스의 흐름, 재정 계획, 정치적 리스크의 감소를 배경으로 장미 빛 기대감보다 더 크게 업사이드로 움직여서 서프라이즈를 제공하고 전술적인 리포지셔닝의 합의를 제공했다.

거시경제적 예측(2020년 12월 31일 기준으로 이용 가능한 정보 기반)

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 (%)			인플레이션 (CPI, 전년동기대비,%)		
	2020	2021 범위	2022	2020	2021	2022
선진국	-5.7/-5.3	3.7/4.5	2.8/3.4	0.7	1.3	1.6
미국	-3.7/-3.3	3.7/4.7	2.4/3.0	1.3	1.9	2.0
일본	-5.6/-5.0	2.3/2.9	1.3/1.9	0.0	0.1	0.2
유로통화권	-7.6/-7.0	4.3/5.1	3.6/4.2	0.2	0.9	1.4
영국	-11.5/-11.1	3.5/4.1	4.4/5.0	0.9	1.7	1.9
신흥국	-2.9/-2.2	5.7/6.5	3.9/4.9	3.9	3.6	3.7
중국	1.4/2.0	7.9/8.5	4.9/5.5	2.5	1.4	2.2
전세계	-4.1/-3.5	4.9/5.7	3.5/4.3	2.6	2.7	2.8

출처: Amundi Research

이번 달의 토픽

우리는 내년의 인플레이션이 상승의 추이가 될 것이고, 주로 기저효과로 인해 간헐적으로 급상승도 발생할 것으로 확신한다

회복성장의 경로를 형성함에 있어서 핵심적 동인이 될 것이다.

인플레이션: 방 안의 코끼리

2021년 인플레이션과 기대인플레이션이 논의의 중심으로 부각될 가능성이 크다.

작년 4분기 동안에, **인플레이션은 관련된 요인이었지만 시장동인은 아니었다.** 미국 인플레이션은 구호 및 의료 서비스와 같은 핵심 동인이 현저하게 감소화 함에 따라 약세였으며, 유럽연합 인플레이션은 마이너스 대를 유지했다. 따라서, 우리는 기대인플레이션이 상승 수준으로 고정되어 있다고 가정하는 것은 시기상조라고 느낀다.

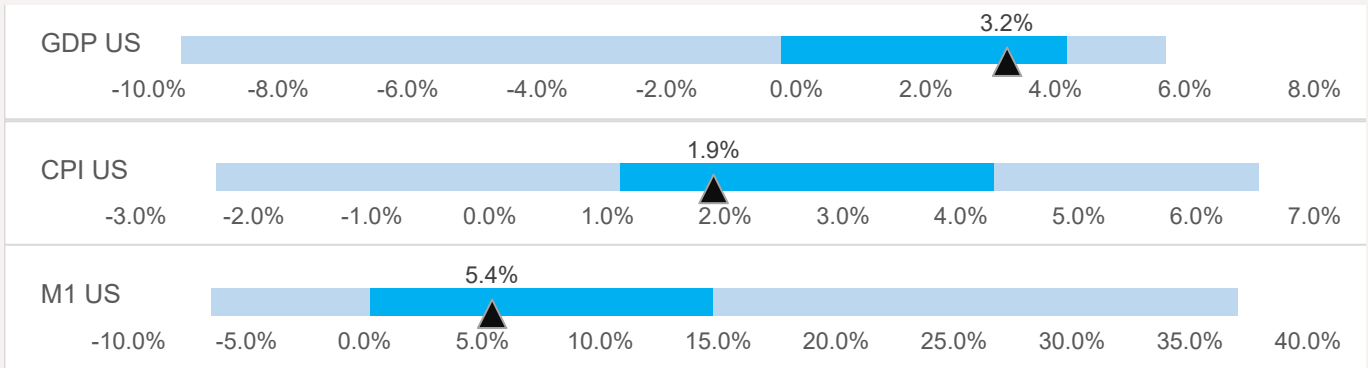
일반적으로, 우리는 **단기적인 인플레이션 압박과 상관없이 재적확장을 촉진시키는 통화정책과 더불어 재정정책/통화정책의 조화가 계속될 것으로** 예상한다. 실제로, 주요 선진국 중앙은행들은 지속적으로 인플레이션 목표수치를 달성하지 못한 이후에 자신의

장기예상 정책 가이드라인에서 수정하고 있으며, 이를 통해 인플레이션이 온건하게 상승하는 경우에도 완화적인 정책의 기간을 연장할 수 있도록 허용하고 있다. 이와는 반대로 선홍국의 경우에는 통화정책 당국은 매우 상이한 인플레이션 역동성이라는 관점에서 정책에 균형을 더욱 신중하게 유지해야만 하며, 우리는 선홍국 중앙은행들은 향후의 점진적인 경기회복을 바탕으로 안정적인 통화정책의 견지를 취할 것으로 예상한다.

결론적으로, 우리는 선진국의 인플레이션은 향후 수개월 동안에 봉쇄조치가 가져온 왜곡과 기저효과(이러한 효과는 2021년에 역전될 것으로 보임)로 인해서 이례적인 변동성을 경험할 수 있다고 믿고 있다. 아웃풋갭(output gap, 역주: 경제성장률과 잠재성장률의 차이)가 존재하는 한, 글로벌 및 로컬의 디플레이션의 힘이 인플레이션을 억제할 수도 있는 반면에, 유가 기저효과와 부정적인 저해요인이 열어 짐에 따라, 부가세를 인하했던 국가(예: 독일)에서

미국 경제 예상의 도식화

2021년 4분기를 살펴보면, 여태까지 시행된 통화정책에도 불구하고, 강력하고 중위값 이상의 성장률이 지속적인 인플레이션 과열로 이어지지 않는다. 예상과는 반대로, 인플레이션은 목표수치 방향으로 이동하지만 침체된 상태를 유지한다.



Source: Amundi Global Research, Bloomberg, Eikon - Datastream, January 2020.

방법론: 표는 2021년 4분기에 대해서 다음의 두 범위와 비교한 각 변수(예: 전년동기대비 미국 GDP, 전년동기대비 미국 CPI, 미국 M1 통화증가량) 기대값(검은색 삼각형)을 나타낸다.

- 밝은 파란색: 샘플 기간(1988년 시작) 동안의 시리지가 도달했던 역사적인 최소값과 최대값.
- 어두운 파란색: AIP 프레임워크로 계산된 각 매크로-금융적 단계의 기대확률의 조건에 따른 변수분포의 최소값과 최대값.

이러한 표를 통해서, Advanced Investment Phazer에 따라 향후 12개월에 대해 예상된 금융레짐의 전형적인 분포와 비교된 예측 포지션을 평가할 수 있다.

이와 관련된 기저효과와 사라짐과 결합하여, 향후 12개월 동안에 인플레이션의 점진적인 상승에 도움을 줄 것이다. **선홍국의 경우, 전반적인 상황은 온건하게 유지하여 헤드라인 인플레이션이 중앙은행들의 목표수치 이내나 근접하게 유지할 것으로** 보이지만, 대다수의 중앙은행들이 시행한 대규모의 비둘가파적인 조치들을 감안하여 물가의 역동성과 그 기대감을 모니터링할 필요가 있다.

II - 시나리오 확률의 균형 조정

우리는 2021년의 경기회복은 한 편으로는 **대규모의 백신 접종활동의 진척상황**과 연계된

낙관적인 분위기와 다른 한 편으로는 3분기 이전에는 완전하게 종료되지는 않을 것으로 예상되는 **코로나바이러스 억제조치**의 결합으로 인해서 **그 경로는 험난할 것으로** 예상한다.

우리는 중심 시나리오와 대안 시나리오에 부여한 확률을 이전 분기와 비교한 예상되는 금융레짐 변화의 측면에서 검토했다. **우리의 시나리오는 대규모 백신 보급-접종의 속도를 바탕으로 하고 있으며,** 이러한 백신 보급-접종은 비선형적이고 불균형적일 것으로 예상한다.

▶ **중심 시나리오의 확률 75%로 증가시킬**

이번 달의 토픽

감염병의 새로운 재확산이
유발하는 봉쇄조치를
시행함에 따라 예상보다
이른 시작을 보인 백신 접종
활동으로 생성된 시장분위기
향상을 부분적으로
상쇄시킴에 따라 4분기
경기회복 경로는 지역별로
분화되어 나타난다

2020년 4분기에 시작된
리스크 로테이션은 향후
수분기 동안에 계속될 것이다

우리는 **중심 시나리오**에 대한 확신도가 높아졌으며, 그 확률을 65%에서 75%로 올렸다. 이 시나리오는 전세계의 정상으로 복귀에는 수년이 소요될 수 있으며 바이러스 재확산으로 인해 실물경제에서 경기악화가 재발할 수 있고 여기에서 정책개입이 회복의 진행을 빠르게 하는데 도움을 줄 수 있는 옵션이라고 가정하고 있다.

우리의 추산에 따르면, 경제활동이 재개됨에 따라 기업이익은 탄력성을 보이면서 2020년의 저점에서 반등할 것이다. 관리되고 있는 저금리는 주식시장을 추가적으로 부양시킬 것이며, 이는 2020년 동안에 부상되었던 금융시장과 경제 사이의 현격한 간극은 견고한 정책이 뒷받침되어 계속 유지되는 데에 도움이 될 것이다.

우리는 중기적으로 경기회복이 계속되고 원숙화 된다는 건설적인 견해를 확인하며, 여기에 금융시장에 한정하여 단기적으로 신중한 낙관론을 증가시켰다.

우리의 낙관론은 다음과 같은 작년 4분기의 핵심적 성취에 기반하고 있다.

- 1) 작년 11월 이후에 **코로나19 백신의 측면에서 실질적인 진전**이 이루어져서 “백신으로 가능하게 된” 경기회복에 대한 자신감이 높아졌다.
- 2) 이는 **재정적 지원의 점진적인 진전**으로 뒷받침되어 우리가 경기예측을 개선하도록 만들었다². 우리는 재정적 지출은 방역 제한조치로 가장 크게 타격을 받은 부문에 대해서 선별적으로 이루어지는 (복지) 지원이라는 방식이 가장 커다란 효과를 낼 것으로 믿고 있다. 모든 G4 중앙은행들은 금융시장을 안정화 시키고 경제성장의 활성화를 위한 국채발행을 화폐화 시키기 위해 파이낸싱의 조건을 완화적으로 유지하겠다는 추가적으로 약속했다.
- 3) 주요한 **정치적 리스크**(미국 대통령선거, 브렉시트 경착륙)가 해소되었으며, 이에 따라 금융시장 변동성이 줄어들었다.

▶ **다운사이드 시나리오의 확률은 15%로 유지됨**

시장참여자들은 “백신으로 가능하게 된” 경기회복을 이미 가격에 반영했다. 15%(25%에서 낮추어 짐)의 확률로 가격에 반영된 우리의 하방 리스크는 역사적인 추이를 상회하여 높게 유지되고 있으며, 이는 단기적인 시장 움직임에 대한 우리의 신중함을 반영하고 있다.

우리는 다운사이드 시나리오를 유발할 수 있는 세 가지의 촉매요인을 다음과 같이 파악하고 있다.

- 1) 팬데믹을 통제할 수 없게 만들어 역성장의 충격으로 이끌 수 있는 **코로나바이러스의 유전적 변종 발생**.
- 2) 재정계획의 시행에서 리스크나 통화정책 중단 리스크 또는 완화적 견지에서 일부

² 이번에는, 재정지출을 명시적으로 추가했다. (즉, 미국 의회예산처(COB)의 추산에 따르면, 주로 올해 1분기와 2분기 동안에 재정승수 효과가 약 미화 5,000억이 이를 것으로 보이는 미국 추가적 재정지출, 유로통화권의 각 수혜국가에 배정된 경기회복여신(RRF) 지원금의 15% ~ 20% 사이의 효과(유럽연합 집행위원회에 제시된 각 DBP에 부합되는 승수로 추산됨))

수정과 같은 **정책실수**. 예를 들면, 미국 연준은 USD 급락, 금리의 디엔커링, 인플레이션 기대감으로부터 압박을 받을 수 있다. 후자는 컨센서스가 이루어진 사안으로 그 자체로써 리스크를 나타내며, 시나리오에서 게임체인저로서 역할을 할 수도 있다.

- 3) 기업과 소비자의 신뢰도에 영향을 미치고 이번 위기에서 아직 본격적인 영향을 받지 않았던 부문(즉, 금융부문)까지 충격을 받게 되어 예외적인 경제위기가 전반적인 금융위기를 유발하게 되는 **경기하락세의 장기화**.

▶ **10% 확률의 업사이드 리스크**

우리의 업사이드 리스크는 2021년 상반기에 방역 위기의 해소된다는 사실과 이를 통해 “**백신으로 가능하게 된**” 경기회복의 지속을 상정하고 있다. 경제활동의 활성화와 더불어서 정책조합(폴리시믹스)에서 정렬된 균형의 재설정(경기회복의 선순환적 경로를 개시할 수 있으며, 이는 새로운 디지털/그린 발전을 바탕으로 한 생산성향상과 더 빠른 정상화를 촉진시키게 된다. 민간 수요가 재부상하여, 수요가 주도하는 우호적인 인플레이션으로 이어지게 된다.

투자함의

중심 및 대안 시나리오에서 대한 새로운 확률을 감안하여, 우리는 성장이나 기관의 정책과 관련된 부정적인 충격이 발생하는 경우에 상승하는 변동성에 탄력적이라도 균형 잡힌 리스크 익스포저를 가진 잘 분산 투자된 포트폴리오를 권장한다. 우리는 기업이익이 반등하고, 이는 중앙은행이 통제하는 금리를 배경으로 하여 심지어는 리스크가 더 높은 위험자산의 가격도 떠받칠 것으로 예상한다. 이는 현재 진행 중인 크레딧 HY에서 가치주/경기민감주 및 신흥국 자산으로의 리스크 로테이션을 지속시키게 될 것이다.

III - 중기적 투자전망

우리의 **따다운 평가를 Advanced Investment Phazer 프레임워크로 연결시키기**

우리의 중기적 투자견해를 뒷받침하는 경기사이클 지표의 모든 요인들인 Advanced Investment Phazer가 기술되었다. 이러한 프레임워크 내에서, 매크로 전망에 대한 우리의 견해와 기대감을 우리의 투자확신감과 투자전략으로 연결시키도록 하겠다.

우리는 성장 및 매크로 결정요인이 최우선적으로 유지되는 “회복적 금융레짐”을 (75% 확률의) 중심 시나리오로 확인하고 있다. 우리의 경제적 모니터링에 따르면, 2020년 4분기에 나타난 경제활동의 연성화가 2021년의 경기반등세를 저해하지는 않을 것이다. 하지만, 팬데믹이 유발한 노동집약적인 부문에 대한 심각한 구조적 손상으로 인해 경제성장률의 위기 이전 수준으로 수렴은 느리고 난관이 많은 경로를 거칠 것이다.

이번 달의 토픽

장기적 성장 결정요인에 기반한 우리의 분석에 따르면, **잠재성장률이 팬데믹으로 인해 3가지의 모든 성장 채널(생산성 하락, 자본투자 저하, 경제활동참가율 축소)에서 심각하게 타격을 입었으며**, 이로 인한 부정적인 효과는 중기적으로 점진적으로만 회복될 것으로 나타났다. 하지만, 기업이익은 보다 탄력적일 것이며 위기 이전 수준으로 더 빠르게 회복될 것이다. (우리는 미국의 경우에는 2021년 주당순이익(EPS)이 2019년 12월 수준보다 심지어 더 높게 상승할 것으로 예상함) 더욱 중요한 사실은, **자산가격 역동성이 중앙은행의 통화정책의 게임체인저가 되지 않을 것**이라는 점이며, 유동성 주입은 견고하게 유지되어 자산 리플레이션을 떠받치고 긍정적인 파이낸싱조건/금융조건을 보전할 것이다.

경기를 가속시키는 **책들은 위험자산을 떠받치지만, 펀더멘탈로부터 디커플링은 하방 리스크를 증가시킨다.** 우리가 부여한 다운사이드 시나리오의 확률(15%)에 이러한 점이 반영되어 있으며, 이는 잠재적인 시장조정 10%(역사적인 평균적인 수치) 이상을 포함하고 있다.

▶ 수익률 추구와 분산투자

이러한 환경 내에서, **수익률 추구가 채권(fixed income) 스펙트럼에서 여전히 압도적인 테마를 구성하고 있다** - 하지만 포커스는 **분산투자의 목적 및 기대수익률의 관점에서 신흥국 채권**으로 전환되었다. 실제로도 미국 달러화 약세의 결합, 시간 프리미엄 조정 이익, 신흥국에서 경제조건 개선은 글로벌 신흥국 채권에 호재가 되고 있다. 또한, 중앙은행이 주도하는 금융조건 완화도 신흥국 수익률곡선의 변동성 급상승을 방지하고 있다. 우리는 국채에 대비하여 **인플레이션 연계채권**에 대한 선호를 유지한다. 기대인플레이션은 낮은 수준에 고정되어 있고, 따라서 이는 인플레이션이 향후 상승할 경우에 대비하여 보유할 수 있는 저렴한 헤지가 된다.

▶ 주식은 위험자산 내에서 선호 대상 종목이다

관리되고 있는 금리를 감안하면 기업이익의 탄력성은 멀티플 수준이 급상승을 가정하지 않으면서도 주식이 2021-2022년에 신고점을 찍도록 도울 것이다. 우리는 추가수익률이 역사적 중위값으로 점진적으로 되돌아 갈 것으로 예상한다. 따라서, **리스크/보상 프로파일의 관점에서 주식시장은 위험자산 종목 내에서 선호 대상이다.**

또한, 우리는 현재 진행 중인 크레딧 HY에서 주식으로의 로테이션이, 적어도 선진국 시장에서는, 계속될 것으로 예상한다. HY의 변동성은 2020년 현저하게 낮아졌지만, 극단적이고 인위적으로 낮아진 스프레드 수준에서 잠재적인 업사이드는 과거의 경기회복 시기보다 더욱 제한적이다.

4분기 자산종목 로테이션과 위험자산의 성과는 시장전위와 소외주에서 저평가된 밸류에이션(수익률, 경기민감 자산, 원자재 및 일반적으로 모든 리플레이션 거래에 대비한 글로벌 주식 리스크 프리미엄)을 현저하게 감소시켰다.

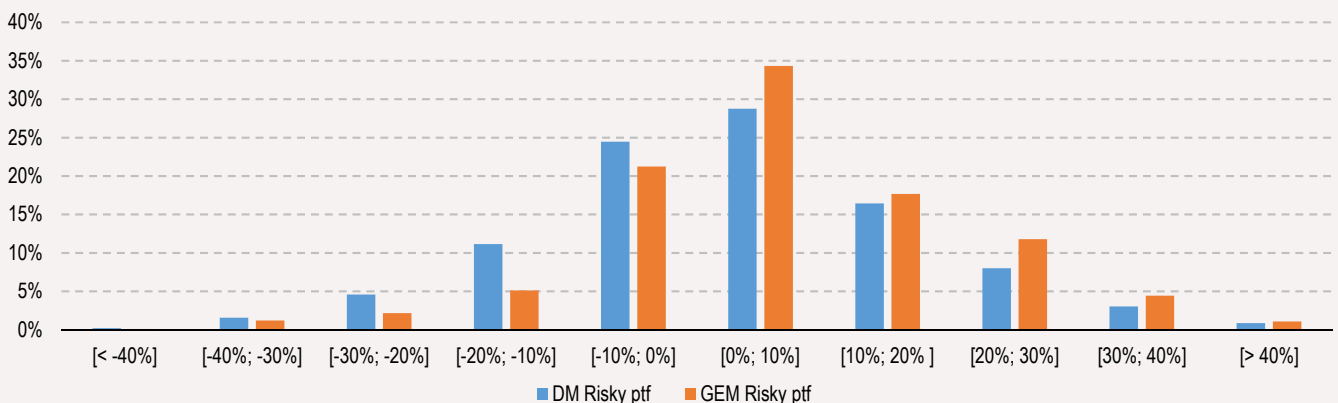
▶ 로테이션의 연속성과 지속성에 대한 현실성 점검

우리의 분석에 따르면, 이번 로테이션은 시간의 경과에서도 **지속 가능하다.** 우리는 HY에서 주식으로 전환될 때에 유로통화권에서 잠재력이 상승함을 인지하고 있다 - 미국의 이러한 거래에서 최근 캐치업은 미국 지역에서 상대적 매력을 거의 소진시켰다. **신흥국 위험자산 스펙트럼에서 투자기회는 2021년 상반기에도 계속 존재할 것이다.**

이를 고려하는 관점에서 우리는 **정확한 리스트 분산을 보장하기 위해서 소외된 자산종목에 대해서 더욱 포커스를 두고 이러한 테마를 크로스애셋 수준에서 플레이 하면서 로테이션 거래를 유지하는 것이 적절하다고 느낀다.**

회복적 금융레짐을 상정하고 있는 우리의 중심 시나리오에서는 글로벌 신흥국 위험자산(HY+주식)은 더욱 저렴한 톱다운 밸류에이션 덕분에 평균적인 선진국 위험자산보다 아웃퍼포먼스를 보인다.

1/ 기대수익률 - 선진국 위험자산 포트폴리오 vs 신흥국 위험자산 포트폴리오

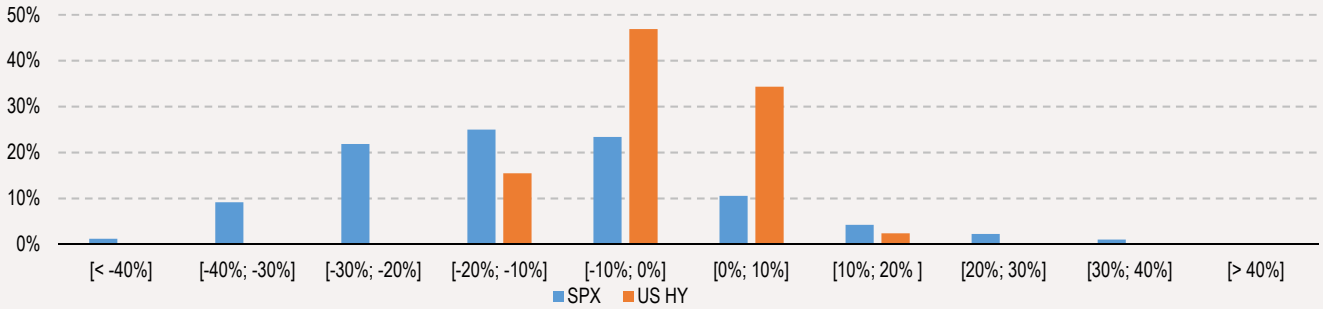


Source: Amundi Research, Bloomberg, Standard & Poor Website, January 2021, X axis reports portfolios expected return range, y axis reports the frequency of the probability distribution.

이번 달의 토픽

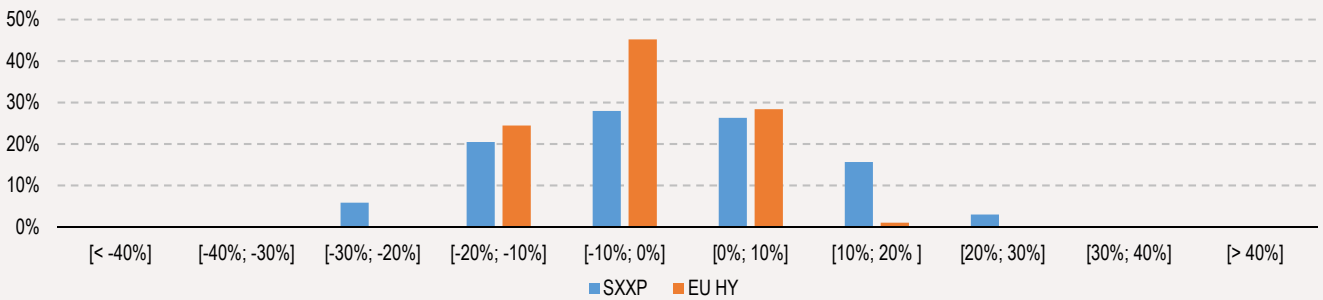
크로스애셋 포트폴리오의 경우, HY에서 주식으로의 로테이션 시나리오는 유로통화권(EZ)과 미국 모두에 있어서 유효하다. 하지만, 상대적인 측면에서 지역을 비교하는 경우, 유로통화권이 더 큰 업사이드를 나타내고 있다.

2/ 공정가격 - 미국 HY vs US 주식



Source: Amundi Research, Bloomberg, Standard & Poor Website, January 2021, X axis reports portfolios expected return range, y axis reports the frequency of the probability distribution.

3/ 공정가격 - 유럽연합 HY 유럽연합 주식



Source: Amundi Research, Bloomberg, Standard & Poor Website, January 2021, X axis reports portfolios expected return range, y axis reports the frequency of the probability distribution

방법론: 기대수익률 (및 공정가격)은 우리의 내부 매크로 예측 및 Advanced Investment Phazer 결과의 금융레짐 확률에서 생성된 시나리오 시뮬레이션을 바탕으로 분포를 예측하고 있다. 시뮬레이션 된 분포는 고려되고 있는 모든 자산종목 유니버스에 대해서 중심 시나리오에서 바탕으로 하는 비대칭성, 상방/하방 리스크를 포착한다. 마지막 도표에는 두 가지의 균형 포트폴리오(선진국 및 신흥국의 위험자산 포트폴리오)를 50% 선진국 HY + 50% 선진국 주식의 분포 및 50% 신흥국 HY + 50% 신흥국 주식의 분포를 각각 표시하고 있다. 우리의 계산에 따르면, 신흥국 자산종목에 대해 강력한 익스포저를 나타내는 포트폴리오가 신흥국 기반 익스포저를 아웃퍼포먼스 하는 것으로 나타났다.

결론

2020년 4분기는 경기사이클 및 금융사이클의 양복 여행을 확신시켜 준 반면에, 2021년 회복적 금융레짐은 위험자산 종목 로테이션의 추가적인 여지를 확보해 줄 것이다. 우리는 경기회복이 점진적이지만 불균형적인 캐치업의 프로세스를 동반할 것으로 생각한다. **실물경제의 경기악화 재발이 코로나바이러스 재확산으로 발생하게 될 것이며, 정책개입은 경기회복을 더 빨리 진행시키게 될 것이다.** 이러한 환경에서는, 성장, 금리, 인플레이션, 통화정책과 재정정책은 강력하게 상호 연관되어 있으며, 비록 우리의 다운사이드 리스크 시나리오에 제한적으로 유지되더라도 이는 고유리스크가 시스템리스크로 전이될 수 있음을 의미한다.

우리의 중심 시나리오에서 가장 확연한 리스크는 (1) 2021년 분기의 팬데믹의 변종 발생으로 인해 추가적인 성장에 대한 부정적인 충격, 기업 및

소비자의 신뢰도에 영향을 주는 경기하향세의 장기화 결과로 인해 채무불이행률(부도율)과 파산의 증가 및 (2) 재정부양책 계획의 시행과 관련된 리스크와 여전히 연관되어 있다.

단기적인 시장조정을 감안할 필요는 있지만, 우리의 분석에 따르면, 리스크 로테이션 스토리는 중기적으로는 지속되어 유지될 것이다. 미국에서 최근에 목격된 캐치업 이후로, 우리는 크레딧 HY에서 주식으로 전환될 때에 유로통화권에서 잠재력의 상승을 예상한다. 2021년 상반기 동안 신흥국 시장에서 투자기회는 계속될 것이다. 이를 고려하는 관점에서 우리는 **정확한 포트폴리오 분산을 유지**하고 위해서 소위된 자산종목에 대해서 더욱 포커스를 두고 이러한 테마를 크로스애셋 수준에서 플레이 하면서 로테이션 거래를 유지하는 것이 적절하다고 믿고 있다.

2021년 1월 6일 작성 완료

중심 시나리오 및 대안 시나리오.

월별 현황

이번 달에 우리는 2020년 4분기의 백신 접종, 재정정책/통화정책 및 (지정학)정치적 변동상황을 반영하여 중심 시나리오 및 대안 시나리오의 확률과 내러티브를 수정했다. 우리는 중심 시나리오에 대한 확신도가 높아졌으며, 그 확률을 65%에서 75%로 올렸다. 우리는 다운사이드 시나리오의 확률을 25%에서 15%로 낮추었으며, 이러한 15%도 역사적 수준보다는 상회하도록 유지했다. 우리는 “회복적 금융레짐”을 중기적인 건설적 견해를 확인하고 있지만, 바이러스 관련된 뉴스 흐름을 감안하여 단기적으로는 금융시장에 대해 신중한 포지션을 증가시켰다.

다운사이드 시나리오 15%	중심 시나리오 75%	업사이드 시나리오 10%
장기 침체	다년간 및 다양한 속도의 경기회복	V형 경기회복
분석	분석	분석
<ul style="list-style-type: none"> - 팬데믹을 통제할 수 없게 만들어 역성장의 충격으로 견인하는 코로나바이러스의 유전적 변종 발생 - 정책실수 및 재정계획의 시행과 관련된 리스크 - 내부적 제약요인(자산 거품)이나 외부적 제약요인(FX)으로 인한 완화적인 통화정책의 중단 또는 축소 - 불확실성으로 인한 경기하향세의 장기화 (가시성 부재), 기업 및 소비자 신뢰도에 악영향 - 경제위기의 금융위기로 전환 - 보호무역주의와 탈글로벌화의 가속화, 교역 및 글로벌 가치망에 부정적인 영향 	<ul style="list-style-type: none"> - 세계경제를 제 궤도로 복귀시키기 위해서 필요한 다년간의 프로세스, 경기회복에 험난한 여정 동반 - 코로나바이러스 재확산과 그에 따른 봉쇄조치로 인해 2021년 4분기까지 경제성장의 악화 반복 - 상반기 동안의 대규모의 백신 보급·접종, 지역별로는 불균등한 양태 - 선진국에서 재정정책을 동원하겠다는 강력한 정치적 약속, 하지만 시의 적절한 시행 여부가 리스크가 됨 - 디플레이션 리스크와 공공부채 상승을 대처하기 위한 완화적인 통화정책이 계속됨 - 기업이익 및 지급불능 리스크 하락에서 긍정적인 모멘텀 - 글로벌 GDP 대비의 글로벌 무역의 비율이 추가적으로 하락하지만 미국 대통령선거 이후에 지정학적 긴장은 낮아짐 - 코로나 위기로 악화되는 소득 및 부의 불평등 (사회적 긴장 상승의 리스크) 	<ul style="list-style-type: none"> - 대규모 백신 접종과 봉쇄조치의 효과 덕분에 2021년 상반기 말까지 방역 위기의 해결 - “백신으로 가능하게 된” 경기회복의 지속 - 새로운 디지털 및 그린 환경을 바탕으로 생산성 향상 - 신속한 경제활동 정상화 - 불확실성이 낮아짐과 더불어서 정책적 지원이 실물경제와 금융시장에 효과를 나타냄에 따라, 제조업과 서비스업 부문 사이의 간극이 줄어들음 - 지속 가능한 성장 및 추가적인 (재정) 정책적 지원의 필요성 감소
시장 함의	시장 함의	시장 함의
<ul style="list-style-type: none"> - 현금 및 미국 재무성증권 선호 - 금, CHF, 엔화 선호 - 최소 변동성 전략에 플레이 	<ul style="list-style-type: none"> - 미국 재무성증권 수익성곡선의 제한적인 스티프닝 - 크레딧 HY에서 주식으로의 점진적인 로테이션 - 주식의 테마는 경기민감 및 내수 지향적인 부문 - 수익 포켓의 유지: 신흥국 채권과 크레딧 IG - 만연한 불확실성, 디플레이션, 리세션 공포로 인해 금 선호 	<ul style="list-style-type: none"> - 빠르게 상승하는 성장률과 인플레이션으로 인한 미국 재무성증권 수익률곡선의 베어 스티프닝 - 경기민감성 익스포저를 가진 위험자산에 대한 선호 - 인플레이션 헤지로서 물가연동채권 및 금에 대한 선호

상위 리스크

월별 현황

리스크는 헤징 전략의 파악이 용이하도록 그룹화되어 있으며, 이러한 그룹화된 리스크들은 분명한 연관관계를 가지고 있다. 우리는 전반적인 내러티브를 유지하고 최근의 변동상황을 반영하여 리스크의 확률을 변경한다.

경제적 리스크 20%

- **코로나19 백신 보급·접종 이슈**
 - 백신의 예상하지 못한 물류나 부작용 이슈는 작년 11월 이후로 현저하게 개선된 투자자 심리 및 기업 심리에 매우 부정적인 영향을 미칠 수 있다
 - 기존에 개발된 백신을 비효율적으로 만드는 하나 이상의 바이러스 변종이 발생하는 경우 팬데믹 종식의 기대감을 저해하게 될 것이다
- **경기악화가 여러 차례 재발되는 경기회복의 장기화**는 기업과 소비자의 신뢰성에 충격을 주고, 금융 부문과 같이 팬데믹이 직접적인 충격을 주지 않았던 부문에 대한 악영향을 미치게 된다
- **노동시장에서 나타나는 이력효과에 대한 과소평가**는 실업률 상승과 사회집단에 대한 불균등한 영향과 더불어서 경기회복을 저해할 수 있다
- **인플레이션의 재탄생과 2차 테이퍼 탠트럼**
 - 리스크는 단기적인 측면에서는 매우 낮지만, 감염병이 잦아들게 되면 인플레이션 상승의 압박이 시간이 경과함에 따라 축적될 수 있다
 - 인플레이션을 고려해야 하는 상황으로 진입하는 경우에는 양적완화(QE) 프로그램이 문제로 부각될 수 있다
 - 인플레이션이 중앙은행의 목표수치에 근접하는 경우, 특히 신흥국에서는, 인플레이션 역동성과 중앙은행의 대응능력이 불확실성의 원인으로 될 수 있다
 - 연준의 양적완화 조기종료나 향후 의도에 대한 잘못된 소통은 2013년과 유사하게 테이퍼 탠트럼(aper tantrum, 긴축발작)으로 이어질 수 있다

금융적 리스크 15%

- **기업 지급불능 리스크**
 - 코로나19 위기 이전의 기업 레버리지는 글로벌 금융대위기 이전의 최고치를 넘어서는 수준에 다다랐다
 - 중앙은행의 조치 및 정부보증제도와는 상관없이 이번 리세션의 규모는 지급불능(부도) 리스크를 증가시켰다
- **USD의 현저한 약세**는 연준이 자산매입 프로그램(APP)을 중단하도록 만들 수도 있으며, 미국 재무성증권 시장에 부정적인 영향을 미치고, 유로통화권과 일본에 디플레이션을 가져오게 되고, 신흥국 경기회복을 저해할 수 있다
- **국제 위기**
 - 평시 기준으로 GDP 대비의 비율이 사상 최고 수준에 도달한 공공부채를 가진 대다수의 국가들은 정책무류가 발생하는 경우에 신용등급의 하락 및 금리 상승에 취약하게 된다
 - 신흥국 취약성(단일 원자재 수출국, 관광업 집중)은 국제수지 위기를 맞고 채무불이행 리스크를 증가시킬 수 있다

정치적/지정학적 리스크 10%

- **미국/중국의 냉전**
 - 미국 대통령선거에서 승리한 후에 민주당에서 나오는 매파적 분위기는 양국 관계에서 새로운 정책 불확실성을 가져오고 있다
 - 중국 기업의 상장폐지는 중국으로부터 유사한 보복조치를 유발할 수도 있다
 - 남중국해나 대만 해협에서의 우발적인 충돌의 가능성
- **혼란스러운 코로나바이러스 위기 관리를 둘러싼 신흥국 내부 및 전체에서 나타나는 불안정성**
- **브렉시트 2.0**
 - 유럽연합 탈퇴에 대한 합의가 2020년에 이루어졌지만, 그 시행은 예상보다 훨씬 혼란스러울 수 있으며, 이는 공급망 붕괴로도 이어질 수 있다
 - 전국적인 3차 봉쇄조치와 결합하여 유럽연합 탈퇴로 인해서 여러 부문에서 즉각적인 소득의 감소가 발생하는 경우에는 영국 국내에서 총리에 대한 정치적 지지도가 하락할 수도 있다
 - 스코틀랜드도 또 다른 독립투표를 요구할 수도 있다

+ 현금, 연계채권, JPY, 금, USD, 경기사이클주에 대비한 방어주

+ CHF, JPY, 금, CDS, 옵션, Min Vol

+ 선진국 국채, 현금, 금, 연계채권, USD, 변동성, 퀄리티

- 석유, 위험자산, AUD CAD 또는 NZD, 신흥국 현지통화 CCY 수출국

- 석유, 위험자산, 프런티어 시장, 신흥국

- 석유, 위험자산, EMBI

CROSS ASSET 디스패치: 시장 전환점 감지하기

전환점 평가를 이해하는 방법

- 전환점에 이르렀다고 판단하기는 너무 이릅니다
- 전환점에 접근 중
- 전환점이 접근했음

경제적 배경

- 코로나19의 2차 대확산은 유럽연합 전역에서 새로운 봉쇄조치의 도입으로 이어졌으며, 이는 2020년 4월에 역성장을 다시 유발했다. 이와 유사하게, 미국에서도 코로나19 확진자의 수가 사상 최고로 치솟으면서 4분기에 경제활동 저해가 발생했다.
- 소프트 데이터와 하드 데이터 모두에서 이러한 추이가 확인되고 있으며, 제조업 부문은 최근의 제한조치에서 영향을 덜 받고 있기 때문에 서비스 부문보다는 형편이 나은 것으로 보인다.

펀더멘탈 및 밸류에이션

- 위험자산은 높은 수준에서 거래되고 있고, 견고한 성장 기대감을 할인으로 반영되어 있다.
- 주식의 절대 주가수익률(P/E)은 여전히 역사적 평균을 상회하고 있지만, 수익성이 반등함에 따라 향후에는 이러한 P/E는 반전될 것으로 예상된다.
- 중앙은행 유동성 주입으로 조정된 주식 리스크프리미엄과 P/E는 상대적 가치의 측면에서 여전히 주식에 우호적이다.

방어적인 자산배분

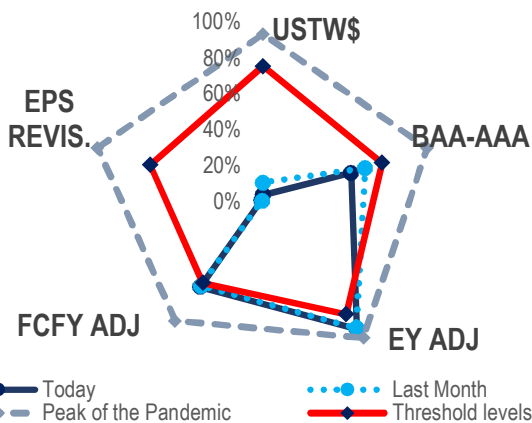
기술적 요인

- 미국 대통령선거 결과와 강력한 촉박요인이 되었던 긍정적인 코로나19 백신 개발에 견인되어 우리는 모든 위험자산을 과잉매수한 상태로 2020년의 마지막 달에 진입했다.
- 많은 선진국에서 크리스마스 기간 동안에 제한조치의 강화와 연말 이전에 발생한 일부의 차익 실현은 위험자산의 모멘텀을 감소시켰다. 이는 추이 추종의 신호나 순수한 역투자자의 신호를 살펴볼 때에 분명한 방향성이 부재함을 가리킨다. 채권(fixed income)에서 하이일드 종목(미국과 유럽의 HY 회사채, 신흥국 채권)는 크로스애셋 수준에서 가장 과장된 세그먼트이다.

시장분위기

- 글로벌 경기회복 지원에 대해서 시장에 확신감을 주는 중앙은행들과 더불어서 작년 12월에는 금융조건이 추가적으로 완화되었으며, 이는 2021년을 시작함에 있어서 우리의 리스크 분위기 척도는 위험자산을 떠받히도록 유지하게 만들었다.
- USD의 하락 추이와 크레딧 조건에 대한 인식도 개선(Moody의 Baa-Ass 스프레드는 지난 12월에 추가적으로 하락했으며, 현재는 우리의 경계 수준 10bps 아래를 유지하고 있음)은 우리의 CAST 지표를 떠받히고 있는 핵심적 요인으로 투매가 발생할 확률이 제한적임(CAST OFF 확률 < 10%)을 나타내고 있다.
- 추가적인 떠받침은 우리의 흐름기반 리스크(flow-based risk)지표에서 비롯되며, 여기에서는 투자자 성향이 크로스애셋 수준에서 높게 유지되고 있음(주식과 원자재가 더 높은 리스크 견지를 가진 세그먼트임)을 제시하고 있다.

여전히 부양적인 Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST)



Source: Amundi Research, Data as of 22 December 2020

CAST는 매우 낮은 리스크 인식을 나타내고 있다.

전초징후(Sentinels)은 모든 컴포넌트에서 일반적인 개선(크레딧 리스크에 조정된 ERP는 예외)으로 인해 리스크 - 감수의 구역에 유지되고 있다.

방법론 우리는 “전초징후(Sentinels)”라고 불리는 5가지 변수, 즉 거래가중치 기준의 미국 달러화(USTW\$), 무디의 Baa-Aaa, EPS 전망조정, 리스크 감안 채권 수익률, 리스크 감안 현금 흐름 수익율을 고려한다. 이러한 전초징후는 우리의 전술적 자산배분의 리포지셔닝에 사용된다. 건전한 임계점이 감지되면, 이러한 5개의 변수는 특정한 확신 수준과 더불어서 시장의 스트레스 조건을 예측하는 하나의 지수로 통합된다. 이 오각형은 5개의 전초징후를 시각화하며, 여기에서 적색 선은 경고 임계점을 나타낸다. 적색 선 위의 거리가 클 수록 리스크 인식이 높으며, 결국에는 방어적인 자산배분에 근접하도록 움직임 필요성이 높게 된다.

글로벌 리서치 클럽

1 유럽중앙은행의 숨겨진 수익률곡선통제

- 기술적 요인들이 유로화 채권(fixed income)시장에서 주요한 역할을 계속 하고 있다.
- 이용되지 않은 팬데믹 프로그램(PEPP)과 추가적인 양적완화(QE)는 재정적자 상승으로 인한 2021년의 새로운 순 발행액을 충분히 소화할 수 있을 것이다. 유럽중앙은행은 2021년 총 국채공급액의 70%를 매입할 예정이다.
- 이는 독일국채의 변동성을 증식시키게 된다. 전반적인 국채의 시장성 비율은 독일 국채가 다른 주요 유럽국가의 국채보다 낮아서, 독일의 시장성 국채의 비율은 73%인 반면에 다른 유럽국가의 시장성 국채의 비율은 83% ~ 87% 사이이다. 이것이 바로 독일 국채의 희소성을 떠받치는 첫 번째 요인이다.
- 연장된 PEPP는 언제든지 재조정될 수 있다. 이는 분명히 수익률곡선통제(YCC)이다.

2 “거대한 로테이션”은 어디까지 갈 수 있을까?

- 위험자산에서 강력한 켈리가 있을 후에, 우리는 지역별 배분이 아니라 소외된 부문과 스타일에서 더 많은 기회를 포착하고 있다.
- 유럽은 회복 국면 동안에는 일반적으로 미국 주식과 퀘를 같이하여 성과를 내지만, 이번의 이례적인 경기회복은 유럽의 경기민감주 및 금융주를 선호한다. 동일한 원칙이 미국과 비교한 일본(가치주 및 성장주)에도 적용된다.
- 가치주 vs 성장주의 평균회귀는 단지 시작에 불과하며, 추가적으로 확장될 여지가 존재한다. 긍정적인 신호는 이 두가지 사이의 밸류에이션 갭의 조정이 성장주의 거품 붕괴를 통해서가 아니라 가치주의 캐치업과 통해서 현실화되고 있다는 점이며, 이는 경기민감 친화성을 가진 주식에 긍정적인 신호이다.
- 이번 사이클의 과정에서 채권수익률이 평균 명목기대성장률 아래로 될 때까지는, 채권시장의 조정 속도 주요한 중요성을 가지게 될 것이다. 중앙은행들이 금리가 빠르게 움직이는 것을 허용하지 않고 있고 기업이익 성장이 계속 상승하고 있음을 감안하면, 로테이션이 발생할 충분한 시간이 존재한다.
- 시장이 미국의 여대야소의 민주당 정부에 비롯되는 세금 인상의 가능성 및 규제적 함의를 이해한 이후에는 조지아주의 상원의원 결선투표의 결과는 이러한 로테이션을 미국에서 전세계 나머지 국가로 확산되도록 촉진시킬 것이다.

3 FX의 중요성

- USD의 경우, 백신에 대한 희망으로 촉발된 2021년 성장률 강세의 기대감이 리스크 분위기를 자극하고 저평가의 간극이 거의 채운 반면에, 연준은 방어적 플레이에 더붙어서 달러화를 수익성 높은 기회로 만들었던 USD 금리의 이점을 거의 전부 제거해 버렸다.
- 또한, 유럽중앙은행도 환율의 변동상황을 계속 모니터링 할 것이다. 유럽중앙은행이 우려하고 있는 것은 EUR의 현재 수준이 아니라 향후의 그 평가절상의 속도이다. (인플레이션이 이미 마이너스대에 있는 시기에 약세의 달러화의 물가하락의 전이효과 동반하게 됨)
- 글로벌 결정요인이 주목해야 할 핵심 요인으로 유지되고 있다. 우리는 명목 GDP와 부합되는 성과를 내고 있는 원자재, 곡선의 온건한 스티프닝, 성장주보다 아웃퍼포먼스를 보이는 가치주를 주목하고 있다 - NOK, AUD, SEK, CAD는 최고의 리스크/보상 프로파일은 나타내고 있다. NZD, EUR, GBP은 성과를 내기에는 리스크/보상 프로파일이 너무 낮다.

4 경기회복 플레이로서 신흥국 주식

- 신흥국 중앙은행들은 완화된 견지를 유지하고 있지만, 수익률 압박의 속도가 감소될 것으로 보이며, 인플레이션은 더 높은 수준으로 정상화될 것으로 예상된다.
- 신흥국 FX는 평균적으로 여전히 저평가되어 있다. 우리는 3개월의 기간 동안에 +0.5% 업사이드를 포착하고 있다. 잠재적인 신흥국 FX 업사이드는 GDI 가중주의 측면에서는 더 높다(+0.8%). 코로나의 관리 및 경기회복에서 훨씬 앞서 있는 MXN, PEN 등의 일부 남미 통화 및 IDR, RUB와 CNY 등의 일부 아시아 국가 통화에 대해서 우리는 긍정적인 포지션을 유지한다.
- 우리는 2020년과 비교하여 2021년에 경화표시 채권의 변동성이 낮아질 것이라고 예상함에도 불구하고, 경화표시 채권은 2021년에 추가적인 스프레드 압박에서 제한적인 여지만 있음을 나타내고 있다. HY의 경우에는 2021년 상반기에 여전히 추가적으로 압박될 여지를 포착하고 있다. USD 평가절하라는 우리의 시나리오는 신흥국에 우호적이지 않다.
- 신흥국 주식의 수익성 성장은 세계교역의 반등, 수출 증가, 원자재 가격의 온건하지만 플러스의 상승세에 의해 견인되고 있다. 2021년 전반기의 수익성 성장은 경기회복에서 훨씬 더 앞서 있고 전자상거래 수익성 활황과 기술 적용의 지속적 추이와 연계되어 있는 아시아 신흥국에 보다 집중될 것이다. 아시아 지역은 보다 안전하게 유지되고 있으며, 인도네시아와 같은 소외주를 포함하여 아시아가 아웃퍼포먼스 할 것이다. 우리는 항수 수개월 동안에 멕시코와 러시아 등과 같은 국가의 소외주 및 가치주주의 일부 로테이션의 여지를 포착할 것이다.

코로나19 현황, 요약: David Brecht, 채권 애널리스트, CFA

승인된 백신의 보급접종이 전세계에서 시행되고 있으며, 존슨앤존슨(J&J)과 노바백스의 추가적인 백신이 가까운 장래에 승인될 가능성이 크다. 승인되는 경우에, 존슨앤존슨 백신은 2021년의 공급량을 10억 투입량으로 대규모 증가시키게 된다.

코로나바이러스의 두 가지 새로운 변종이 커다란 우려가 일어나고 있으며, 하나는 영국 변종(B.1.1.7)이며 다른 하나는 남아공 변종(B.1.351)이다. 두 변종 모두는 바이러스가 숙주세포에 결합시키는 부위인 수용체 결합도메인에서 돌연변이가 발생한 것이다. 두 변종 모두는 감염성이 훨씬 강하며, 이는 이 변종 바이러스에 노출된 사람은 감염될 가능성이 높아지거나 이 변종 바이러스로 감염된 사람은 바이러스를 더욱 많이 확산시키게 됨을 의미한다. 또한, 남아공 바이러스 변종의 경우에는 추가적인 돌연변이를 가지고 있어서, 백신 효능에 부정적인 영향을 미칠 수도 있다. 이러한 변종들은 바이러스의 돌기단백질에 위치하며, 이러한 돌기단백질은 백신과 항체 치료제의 표적이기도 하다.

영국 바이러스 변종은 치명률이 높지는 않은 것으로 보이지만, 감염성을 높일 수 있다는 가정은 충족하는 것으로 보인다. 또한, 개발 중인 모든 백신은 다클론 항체를 형성시키며, 어떠한 돌연변이도 여태까지 백신의 효과를 무력화시킨다는 증거는 나타나지 않았다. 백신도 역시 업데이트 될 수 있으며(바이오펜테크에 따르면 6주), 모든 백신은 계속 효능을 유지할 것으로 보인다.

선진국

거시경제적 전망

2020-12-31 기준 자료

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, yoy, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	범위					
전세계	-4.1/-3.5	4.9/5.7	3.5/4.3	2.6	2.7	2.8
선진국	-5.7/-5.3	3.7/4.5	2.8/3.4	0.7	1.3	1.6
미국	-3.7/-3.3	3.7/4.7	2.4/3.0	1.3	1.9	2.0
일본	-5.6/-5.0	2.3/2.9	1.3/1.9	0.0	0.1	0.2
영국	-11.5/-11.1	3.5/4.1	4.4/5.0	0.9	1.7	1.9
유로통화권	-7.6/-7.0	4.3/5.1	3.6/4.2	0.2	0.9	1.4
독일	-6.1/-5.7	3.0/3.6	2.8/3.4	0.5	1.4	1.4
프랑스	-9.0/-8.6	5.6/6.4	3.4/4.0	0.5	0.9	1.5
이탈리아	-9.3/-8.9	4.2/4.8	2.7/3.3	0.0	0.5	1.4
스페인	-11.9/-11.5	4.9/5.7	5.3/5.9	-0.5	0.6	1.3

출처: Amundi Research

- 미국:** 2분기 사상 최악의 역성장과 3분기 이례적인 반등 후에, 우리는 4분기에 현저한 경기감속을 예상하며, 이는 코로나19 감염자 수의 새로운 증가에 의한 영향도 받게 될 것이다. 하지만, 2021년 1분기의 잠정적인 경기약세는 팽창적인 통화정책과 더불어서 2021년의 경제성장을 핵심적으로 떠받치도록 설계된 새로운 재정 패키지의 시행을 통해서 부분적으로 상쇄될 수도 있다. 백신 접종 활동의 시작이 시장분위기를 끌어올리는 데에 도움을 주고 있지만, 집단 면역은 하반기부터 달성될 가능성이 클 것이다. 인플레이션은 목표수치 이내로 유지될 것으로 예상되며, 올해 중반에는 기저효과로 인해 일시적인 급상승이 발생할 수도 있다.
- 유로통화권:** 3분기 초기의 강력한 반등 이후에, 코로나19 확진자 수의 새로운 증가함으로 인해 유로통화권 정부들이 새로운 봉쇄조치를 시행함에 따라 4분기는 새로운 GDP 역성장(2분기보다는 더욱 제한적인 수치일 것으로 보임)을 기록할 것으로 보인다. 백신 접종 활동의 시작이 시장분위기를 끌어올리는 데에 도움을 주고 있지만, 집단 면역은 하반기부터 달성될 가능성이 클 것이며, 우리는 하반기에 억눌린 수요가 분출되고 예외적인 완화적인 통화정책과 재정정책의 조합의 도움을 받아서 경제성장률을 잠재성장률 이상으로 끌어올리는 지원을 받을 것으로 예상된다. 인플레이션은 단기적으로는 침체된 상태를 유지하고 2021년 동안에는 점진적으로 높아질 것으로 보이지만, 목표수치보다는 현저하게 낮게 유지될 것이다.
- 일본:** 겨울철 팬데믹의 재발발로 인해서 우리는 일본의 2020년 4분기와 2021년 1분기 GDP 성장예측을 하향 수정했다. 하지만, 상대적으로 낮은 감염 전파율과 이동성 데이터의 제한적인 악화로 인해서, 우리는 일본경제가 즉각적인 역성장으로 빠져들 것으로 예상하지는 않는다. 글로벌 경기회복과 관련된 지속적인 불확실성과 일본 자체적인 만성적인 수요결핍으로 인해서 우리는 일본경제가 2022년말까지는 코로나 이전 수준으로 회복되지는 않을 것으로 예측하고 있다. 심각한 마이너스 아웃풋은 인플레이션은 침체된 수준으로 묶여 둘 것이다.
- 영국:** 영국경제는 2분기에 사상 최악의 역성장을 겪은 후에 3분기에 기술적으로 반등했다. 하지만, 감명병의 새로운 재확산과 봉쇄조치의 재시행은 4분기에 추가적인 역성장을 유발할 것이다. 작년 4분기의 백신 접종 활동 시작이 시장분위기를 끌어올리는 데에 도움을 줄 것이지만, 집단 면역은 하반기부터 달성될 가능성이 클 것이며, 따라서 우리는 올해 하반기에 영국경제가 모멘텀을 다시 받을 것으로 예상된다. 노동시장에 대한 압박은 심각하며, 새로운 일자리 보존을 위한 지원 대책에도 불구하고 매우 높은 수잔의 침체를 겪고 있다. 재정정책과 통화정책은 경기부양적인 상태를 유지하고 있으며, 브렉시트의 영향으로 영국의 경제상황이 악화되는 경우에 추가적인 조치의 시행도 배제할 수 없다.

기준금리 전망

	2021 01-05	Amundi 컨센서스 +6개월	Amundi 컨센서스 2021년 2분기	Amundi 컨센서스 +12개월	Amundi 컨센서스 2021년 4분기
미국	0.13	0/0.25	0.11	0/0.25	0.11
유로통화권	-0.50	-0.50	-0.53	-0.50	-0.56
일본	-0.02	-0.1	-0.06	-0.1	-0.07
영국	0.10	0.00	0.02	0.00	-0.06

출처: Amundi Research

- 연준(Fed):** 연준은 자산매입에 대한 포워드 가이드를 도입했다. 최대 고용률과 가격 안정성 목표에 대한 추가적인 현저한 진전이 이루어질 때까지는 연준의 월별 1,200억 달러의 현재 자산매입 속도가 계속 유지될 것이다. 2022년말에 실업률은 4.2%, 인플레이션은 1.9%에 도달할 것으로 예상되는 상태에서, 점진적인 테이퍼링이 2022년에 시작될 수 있다. 금리의 낮은 수준 및 매우 완화적인 금융조건을 감안하면, 상황이 현저하게 악화되지 않는 한 연준이 만기자산의 매입을 증가시킬 가능성은 낮다. 우리는 정책금리가 2024년까지는 제로금리 하한을 유지할 것으로 보고 있다. 파월 연준의장은 현저한 디스인플레이션의 힘을 감안하면 인플레이션의 상승에는 시간이 소요될 것이라고 경고했다.
- 유럽중앙은행(ECB):** 팬데믹 프로그램(PEPP)의 규모의 증가와 기간의 9개월 연장과 특정장기대출프로그램(TLTRO)의 광범위한 연장이 이 결합되어서 우호적인 환경을 확인시켜 주고 있다. PEPP의 예상보다 긴 2022년 1분기까지의 연장은 이 경기부양책의 규모와 기간 모두에서 부합되는 것으로 보인다. 유럽중앙은행은 경제성장이 팬데믹 위기에서 회복에 필요한 시간 동안에 우호적인 자금조달 조건을 유지할 것이다 - 이러한 관점에서, 양적완화의 확대 및 연장은 목표수치를 달성할 수 있는 충분한 시장 영향력과 유연성이 있을 것임을 의미한다.
- 일본은행(BoJ):** 일본은행은 「파이낸싱지원 특별프로그램」을 광범위하게 예상되었듯이 2021년 3월말에서 9월말까지로 연장했다. 일본은행은 1) 기업어음(CP)과 회사채를 결합한 할당액을 일본화 15조 엔을 배정했으며, 2) 금융기관이 각 상대방 기관에 제공하는 특별 대출금에 대한 일본화 1,000억 엔 상한선을 제거했다. 추가적으로, 일본은행은 통화완화책의 효율성과 지속가능성의 여부를 확인하기 위해서 이를 재검토하여 그 결과를 2021년 3월에 발표할 예정이다. 하지만, "수익률곡선통제(YCC)를 동반한 질적완화정책(QQE)"에는 변화가 없을 것이다. 대신에, 우리는 자산매입에서 약간의 변화가 있을 가능성이 크다고 믿고 있다.
- 영국중앙은행(BoE):** 광범위하게 예상되었듯이, 브렉시트 협상의 변동상황에 대가하면서 지난 회의에서 양적완화의 기간을 연장하고 규모를 확대하여 컨센서스에 놀라움을 주었던 이미 발표된 패키지를 바탕으로 하여 영국중앙은행(영란은행)은 통화적인 부양책을 변경하지 않고 그대로 유지했다. 교역 관련 이슈가 미래의 정책기조 변화에서 잠재적으로 주요한 동인이 될 것이며, 유럽연합과의 교역 협상의 결과는 추가적인 경기부양책이 필요하게 되는 분명한 리스크로 부상하게 될 것이며, 무역 협상이 타결되는 경우에는 현재의 완화적 정책이 가까운 미래에는 변경되지 않고 유지될 가능성이 크다.

통화정책 의제

중앙은행	다음 회의
Fed FOMC	1월 27일
ECB정책위	1월 21일
BoJ MPM	1월 21일
BoE MPC	2월 4일

출처: Amundi Research

신흥국

거시경제적 전망

2020-12-31 기준 자료

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, yoy, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	범위					
전세계	-4.1/-3.5	4.9/5.7	3.5/4.3	2.6	2.7	2.8
신흥국	-2.9/-2.2	5.7/6.5	3.9/4.9	3.9	3.6	3.7
브라질	-4.5/-4.0	3.0/4.0	1.3/3.3	3.2	4.6	3.4
멕시코	-9.0/-8.5	4.1/5.1	1.6/3.6	3.4	2.9	3.3
러시아	-4.0/-3.5	2.5/3.6	1.5/3.0	3.4	3.85	3.83
인도	-8.5/-7.5	8.4/9.6	5.0/6.4	6.7	5.8	5.1
인도네시아	-2.8/-2.2	3.0/3.8	4.2/5.2	2.0	2.6	3.3
중국	1.4/2.0	7.9/8.5	4.9/5.5	2.5	1.4	2.2
남아공	-8.0/-7.0	2.3/3.3	1.7/2.7	3.0	3.7	4.3
터키	0.4/1.4	3.4/4.4	4.0/5.0	12.3	13.7	10.1

출처: Amundi Research

기준금리 전망

	2020 12-28	Amundi +6개월	컨센서스 2021년 2분기	Amundi +12개월	컨센서스 2021년 4분기
중국	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
인도	4	4	3.8	4	3.8
브라질	2	2	2.15	2.75	3.2
러시아	4.25	4	4.05	4	4.05

출처: Amundi Research

통화정책 의제

중앙은행	다음 회의
PBoC	1월 20일
RBI	2월 5일
BCB	1월 20일
CBR	2월 12일

출처: Amundi Research

- 중국:** 견고한 11월의 데이터와 12월 중국 남부에서 급증한 전력 수요에 대한 보고서는 4분기 GDP 성장률이 우리의 예상인 전년동기대비 5.5%보다 높을 것으로 추정된다. 중국의 수출과 산업생산 성장은 원래 예상되었던 것보다 더욱 탄력적인 모습을 보였다. 반면에, 내수경기의 회복은 광범위하게 기반하고 있으며, 점차적으로 민간수요와 서비스 부문에 의해 견인되고 있다. 헤드라인 CPI는 돼지고기 가격의 하락으로 인해 내려갔으며, 2021년 3월까지의 일시적으로 마이너스를 유지할 것이다. 코어 인플레이션은 바닥을 친 후에 플러스를 유지했다.
- 인도:** 2020년 10월/11월 동안에 경기가속화의 동력이 상실(전력 생산, 차량 판매량 및 수출이 줄어들) 되었지만 2020년 4분기 동안에 경제적 조건은 우호적으로 유지되었다. 인플레이션의 측면에서, 작년 10월의 단기적인 피크(전년동기대비 7.6%)는 지나갔으며 물가는 이제 인도중앙은행(RBI)의 목표수치 이내로 수렴하고 있고, 2020년 12월까지의 그 목표수치에 도달할 것으로 예상된다. 그럼에도 불구하고, 2021년의 인플레이션 경로는 (공식적인 예상보다는 높으면서) 견고하게 유지되고 물가목표 상한수치 6%를 위협하여, 우리의 예상으로는 인도중앙은행의 더욱 중립적인 견지를 유발할 것이다.
- 터키:** 터키중앙은행(CBRT)은 금리를 200bps 인상하여 주요 정책금리는 17%가 되었다. 시장이 예상했던 것(150bps)보다 더 추가적으로 긴축을 단행한 터키중앙은행은 신뢰도를 향상시키고 정통적인 통화정책에 의지를 명확하게 표현하는 것을 분명한 목표로 삼고 있다. 이러한 움직임은 기대인플레이션을 안착시키고 인플레이션 압박을 제약시키는 데에 도움을 줄 수 있다. 터키 리라화는 이러한 결정을 바탕으로 평가 절상되었다. 터키의 정책금리는 피크에 도달할 수 있지만, 인플레이션은 FX 전이효과와 물가 관성으로 인해서 전년동기대비 평균 약 15% 상승할 것으로 예측됨에 따라, 이러한 정책금리는 2021년 동안에는 변경되지 않고 유지될 것으로 예상된다. 에로도간 대통령은 경제를 지원하기 위해서 재정적 조치를 활용할 수도 있다.
- 남아공:** 실질 GDP는 3분기에 전년동기대비 6% 역성장(vs 2분기 17%의 역성장)했으며, 이는 2분기 봉쇄조치로 비롯된 생산손실의 규모를 부각시켜 주고 있다. 코로나바이러스의 재확산은 추가적인 제약조치의 시행으로 이어졌으며, 이는 경기회복을 저해하고 재정적인 지표를 더욱 끌어내릴 수도 있다. 코로나19의 보건과 경제에 대한 부정적인 영향에 대처하기 위한 공공지출의 증가는 내년으로 예상되어 있던 공공적자의 축소와 이미 시장에 의해 의문이 제기되고 있는 GDP 대비 부채 비율의 안정화의 실현을 제약할 수 있다.
- 중국인민은행(PBoC):** 연별 「중앙경제업무회의」(12월 16일-18일)은 중국이 2021년에 정책 정상화를 계속할 것이라고 제시하고 있지만, 경기부양정책의 급작스러운 종단을 피할 것이라고 제시했다. 통화공급량과 총 사회적 파이낸싱은 명목적 경제성장률과 “부합하여” 증가할 것이며, 이는 2020년 상반기의 “뚜렷이 상회하는” 수준에서 줄어든 것이다. 정책 정상화의 속도와 관련하여, 우리는 2021년에 즉각적인 금리인상을 예상하지는 않는다. 매크로 레버리지 비율이 대체적으로 안정적이라고 가정하여, 우리는 총 사회적 파이낸싱 성장이 2020년말 13.7%에서 2021년말 11.6%로 둔화될 것으로 예상하지만, 이러한 수치는 코로나 위기 이전의 10.7%보다는 여전히 높다.
- 인도중앙은행(RBI):** 작년 12월 4일에 인도중앙은행은 정책할대금리를 4.0%에서 변경하지 않고 유지하기로 결정했으며, 경제를 뒷받침하기 위해서 완화적인 견지는 필요한 시기만큼 기간동안 유지하기로 했다. 인플레이션 전망은 결국에는 상향 수정되었으며, 헤드라인 인플레이션은 2020년 12월을 시작으로 조만간 중앙은행의 목표수치 이내로 돌아올 것으로 보인다. 공식적이 단기적 인플레이션 전망은 2021-2022 회계년도에 대해서는 우리의 내부적 예측과 일치한 반면에, 우리는 전반적인 인플레이션 상승(5.5%-6.0% 사이)을 예상하며, 이에 따라 인도중앙은행에서는 추가적인 완화정책이 없을 것으로 보인다.
- 브라질중앙은행(BCB):** 브라질중앙은행은 만장일치로 초완화적인 금리 2%를 유지하기로 했고, 포워드 가이드스 조건을 조만간 적용하지는 않을 것이라고 밝혔다. 이러한 초완화적인 통화정책의 지속기간은 인플레이션 예측이 목표수치가 될 것으로 보이는 2022년까지로 점차 전환되고 있다. 하지만, 이것이 단기적인 인플레이션 압박(브라질중앙은행은 인플레이션 압박을 일시적인 것으로 간주하고 있음)에도 불구하고 금리인상이 즉각적으로 뒤따를 것을 의미하지는 않는다. 브라질 경제는 예외적인 수준의 통화 완화책을 계속 필요로 하고 있고 미국 연준이 통화정책을 다시 정상화하는 것을 서두르지 않기 때문이다. 우리는 브라질중앙은행이 긴급 금리인하를 올해 하반기에 시작하여 점진적으로만 제거할 것으로 계속 생각한다.
- 러시아중앙은행(CBR):** 러시아중앙은행은 비둘기파적인 견해가 낮춰진 입장을 바탕으로 12월 18일의 회의에서 4.25%의 정책금리를 변경하지 않고 동결했다. 러시아중앙은행은 2020년말 기준으로 인플레이션이 4.6-4.9% 범위 내에 있을 것으로 예상했으며, 이는 이전의 예측보다는 높은 수준으로 이전의 루블화의 평가절하에서 비롯된 전이효과를 부분적인 이유로 제시했다. 12월 인플레이션은 전년동기대비 4.9% 상승했지만, 2021년에는 하락할 것으로 보인다. 단기적인 인플레이션 요인과 빠른 글로벌 경기회복에 대한 기대감과 더불어, 2021년의 디스인플레이션 리스크는 낮아졌다. 그 결과, 러시아중앙은행은 추가적인 기준금리 인하의 필요성 여부를 평가할 예정이다. 다양한 요인들을 감안하여, 우리는 2021년 상반기에 25bps 금리인하가 있을 것으로 예상된다.

매크로 및 시장예측

거시경제적 예측 (2020년 12월 31일)						
연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, yoy, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	범위					
미국	-3.7/-3.3	3.7/4.7	2.4/3.0	1.3	1.9	2.0
일본	-5.6/-5.0	2.3/2.9	1.3/1.9	0.0	0.1	0.2
유로통화권	-7.6/-7.0	4.3/5.1	3.6/4.2	0.2	0.9	1.4
독일	-6.1/-5.7	3.0/3.6	2.8/3.4	0.5	1.4	1.4
프랑스	-9.0/-8.6	5.6/6.4	3.4/4.0	0.5	0.9	1.5
이탈리아	-9.3/-8.9	4.2/4.8	2.7/3.3	0.0	0.5	1.4
스페인	-11.9/-11.5	4.9/5.7	5.3/5.9	-0.5	0.6	1.3
영국	-11.5/-11.1	3.5/4.1	4.4/5.0	0.9	1.7	1.9
브라질	-4.5/-4.0	3.0/4.0	1.3/3.3	3.2	4.6	3.4
멕시코	-9.0/-8.5	4.1/5.1	1.6/3.6	3.4	2.9	3.3
러시아	-4.0/-3.5	2.5/3.6	1.5/3.0	3.4	3.85	3.83
인도	-8.5/-7.5	8.4/9.6	5.0/6.4	6.7	5.8	5.1
인도네시아	-2.8/-2.2	3.0/3.8	4.2/5.2	2.0	2.6	3.3
중국	1.4/2.0	7.9/8.5	4.9/5.5	2.5	1.4	2.2
남아공	-8.0/-7.0	2.3/3.3	1.7/2.7	3.0	3.7	4.3
터키	0.4/1.4	3.4/4.4	4.0/5.0	12.3	13.7	10.1
선진국	-5.7/-5.3	3.7/4.5	2.8/3.4	0.7	1.3	1.6
신흥국	-2.9/-2.2	5.7/6.5	3.9/4.9	3.9	3.6	3.7
전세계	-4.1/-3.5	4.9/5.7	3.5/4.3	2.6	2.7	2.8

기준금리 전망

선진국					
	2021-01-05	Amundi +6개월	컨센서스 2021년 2분기	Amundi +12개월	컨센서스 2021년 4분기
미국	0.13	0/0.25	0.11	0/0.25	0.11
유로통화권	-0.50	-0.50	-0.53	-0.50	-0.56
일본	-0.02	-0.1	-0.06	-0.1	-0.07
영국	0.10	0.00	0.02	0.00	-0.06

신흥국					
	2020-12-28	Amundi +6개월	컨센서스 2021년 2분기	Amundi +12개월	컨센서스 2021년 4분기
중국	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
인도	4	4	3.8	4	3.8
브라질	2	2	2.15	2.75	3.2
러시아	4.25	4	4.05	4	4.05

장기채권수익률 전망

2년물 채권수익률					
	2021-01-05	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	0.14	0.10/0.3	0.19	0.10/0.3	0.26
독일	-0.702	-0.70/-0.50	-0.77	-0.70/-0.50	-0.78
일본	-0.105	-0.20/-0.10	-0.12	-0.20/-0.10	-0.12
영국	-0.134	0/0.25	-0.13	0/0.25	-0.10

10년물 채권수익률					
	2021-01-05	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	1.05	0.8/1	1.16	1.1/1.2	1.27
독일	-0.52	-0.60/-0.40	-0.49	-0.50/-0.30	-0.46
일본	0.02	-0.10/0.10	0.07	0/0.2	0.11
영국	0.24	0.20/0.4	0.35	0.3/0.5	0.42

통화 전망

	2020-12-22	Amundi 2021년 2분기	컨센서스 2021년 2분기	Amundi 2021년 4분기	컨센서스 2021년 4분기
EUR/USD	1.22	1.25	1.22	1.23	1.23
USD/JPY	104	103	104	106	104
EUR/GBP	0.91	0.91	0.90	0.91	0.90
EUR/CHF	1.08	1.12	1.09	1.12	1.11
EUR/NOK	10.63	10.23	10.40	10.18	10.20

	2020-12-22	Amundi 2021년 2분기	컨센서스 2021년 2분기	Amundi 2021년 4분기	컨센서스 2021년 4분기
EUR/SEK	10.14	9.90	10.10	9.88	10.00
USD/CAD	1.29	1.24	1.28	1.25	1.27
AUD/USD	0.75	0.77	0.75	0.78	0.77
NZD/USD	0.70	0.71	0.71	0.70	0.73
USD/CNY	6.54	6.30	6.46	6.40	6.41

출처: Amundi Research

당사 예측에 대한 고지사항

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

방법론

- 시나리오

확률은 우리의 거시적-금융적 예측의 조건과 정의에 따른 금융적 시나리오(중심, 다운사이드, 업사이드 시나리오)의 가능성을 반영하고 있다.

- 리스크

리스크의 확률은 내부 서베이의 결과이다. 모니터링이 필요한 리스크는 세 가지의 범주, 경제적, 금융적, 정치적/지정학적 리스크로 그룹화되어 있다. 이 세 가지의 범주는 상호 연관되어 있지만, 세 개의 동인과 연관된 특정한 진원지를 가지게 된다. 가중치(백분율)는 분기별로 투자 플로어에 수행으로 도출된 가장 높은 영향 시나리오의 구성이다.

주요 간행물

MARKET OUTLOOK

**2021 investment outlook - market rotations in an uneven recovery (23-11-2020)**

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer with the contribution of Research Team, Investment Platforms Leadership Teams, Investment Platforms Leadership Teams

INVESTMENT TALKS

**A thin and last-minute Brexit deal should give temporary relief to UK assets (06-01-2021)**

ELMGREEN Kasper, Head of Equities - GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset - PERRIER Tristan, Global Views Analyst

Georgia Senate runoffs to determine future of Biden presidency (18-12-2020)

UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

Private markets: a strong value proposition that may emerge reinforced after the crisis (16-12-2020)

CARREL-BILLIARD Dominique, Global Head of Real & Alternative Assets - LODEWYCKX Guy, Head of Private Markets Multimangement - CUNY Stanislas, Head of Direct Private Equity - VALLIERE Thierry, Head of Private Debt - BERTRAND Marc, CEO, Amundi Real Estate - POISSON Matthieu, CIO - Infrastructure

The US election and Covid-19 vaccines: implications for the economy and markets (11-12-2020)

J. TAUBES Kenneth, CIO of US Investment Management

THEMATIC PAPERS

**Asset Class Return Forecasts - Q4 2020 (30 10 2020)**

DEFEND Monica, Global Head of Research, GISIMUNDO Viviana, Deputy Head of Institutional Advisory, KIM MOON Jung Hun, Quantitative Analyst - Institutional Advisory, PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

INSIGHTS PAPERS

**Sustainability-linked bonds: nascent opportunities for ESG investing (11-12-2020)**

CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - DE FAY Alban, Head of Fixed Income SRI processes and Credit Portfolio Manager

Responsible investing expands further with green convertible bonds (11-12-2020)

CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - DE FAY Alban, Head of Fixed Income SRI processes and Credit Portfolio Manager - KUNG Julia, Portfolio Manager, Global Convertible Bonds

Social bonds: financing the recovery and long-term inclusive growth (18-11-2020)

LAUGEL Elodie, Chief Responsible Investment Officer - VIC-PHILIPPE Isabelle, Head of Euro Aggregate

WORKING PAPERS

**Liquidity Stress Testing in Asset Management (05-01-2021)**

RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - KARRAY-MEZIOU Fatma, Risk Management - PAN François, Risk Management - REGNAULT Margaux, Quantitative Research

Facts and Fantasies about the Green Bond Premium (08-12-2020)

BEN SLIMANE Mohamed, Quantitative Research - DA FONSECA Dany, Credit Portfolio Management - MAHTANI Vivek, Alpha Fixed-income Solution

Corporate ESG news and the stock market (02-11-2020)

TALEB Walid - LE GUENEDAL Theo - LEPETIT Frédéric - SEKINE Takaya - STAGNOL Lauren, Quantitative Research - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer

주요 간행물

DISCUSSION PAPERS

**Creating resilient pension portfolios post Covid-19 (18-11-2020)**

Prof. Amin Rajan

Factor Investing and ESG in the Corporate Bond Market Before and During the COVID-19 Crisis (18-11-2020)

BEN SLIMANE Mohamed - SEKINE Takaya, Quantitative Research - DUMAS Jean-Marie, Alpha FI Solutions

Europe, US and China tomorrow-Will it be possible to avoid geopolitical and economic traps (16-11-2020)

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

THE DAY AFTER

**The day after #13 -****How will Central Banks impact the equity markets in the post-Covid world? (15-12-2020)**

MIJOT Eric, Head of Developed Markets Strategy Research

The day after #12**Changing shares of labour and capital incomes: what implications for investors? (21-10-2020)**

BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Clients Coverage - BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation

The day after #11**Post-crisis narratives that will drive financial markets (23-09-2020)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

Amundi Research Center



**Amundi 간행물
알아보기**
research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
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, 사적, 징벌적, 결과적 또는 다른 유형의 손해(이익 상실 포함, 이에 한정되지는 않음)에 대해서 책임이 있지 않다. (www.msibarra.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 구매제한 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 Asset Management, 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 - typhoonski

대표 편집인

BLANQUÉ Pascal, 그룹 최고투자책임자(CIO)

편집인

DEFEND Monica, 글로벌 리서치 헤드

Global Research 기여자

AINOUZ Valentine, Deputy Head of Developed Markets Strategy Research, CFA
BELLAICHE Mickael, Fixed Income Strategist
BERARDI Alessia, Head of Emerging Markets Macro and Strategy Research
BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Strategist
BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence
BOROWSKI Didier, Head of Global Views
BRECHT David, Fixed Income Analyst, CFA
HUANG Claire, EM Macrostrategist
CESARINI Federico, Cross Asset Strategist

Amundi Insights Unit의 기여자

BERTINO Claudia, Amundi Investment Insights Unit 헤드
FIOROT Laura, Amundi Investment Insights Unit 부 헤드

개념정립 및 생산책임

BERGER Pia, Research
PONCET Benoît, Research

부편집인

BLANCHET Pierre, 투자 인텔리전스 헤드
BOROWSKI Didier, 글로벌 견해 헤드

DELBO' Debora, Global EM Senior Strategist
DROZDZIK Patryk, EM Economist
GEORGES Delphine, Fixed Income Strategist
HERVE Karine, EM Senior Economist
LEONARDI Michele, Cross Asset Analyst
PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research
USARDI Annalisa, Senior Economist, CFA
VARTANESYAN Sosi, EM Senior Economist

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit
PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit