



Research

제07/08호
2021년
7월/8월

CROSS ASSET 투자전략

CIO 견해

잔잔한 수면 아래에 존재하여
강력하게 흐르는 조류

글로벌 테마 견해

주택 붐: 통화정책에 대한 영향은?

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

제07/08호- 2021년 7월/8월
차례

글로벌 투자견해

CIO 견해

잔잔한 수면 아래에 존재하여 강력하게 흐르는 조류 p. 3

대형 경제들이 경기사이클 피크로 가속하는 여정에서 서로 상이한 단계에 있지만, 물가상승이라는 테마는 공통적인 것으로 보인다. 당분간 시장은 일시적 인플레이션이라는 연준의 내러티브를 받아들이고 있는 반면에, 어떠한 장기적인 기대인플레이션의 디앵커링도 연준을 공격적인 조치를 취하도록 강제할 수도 있다. 이러한 환경에서 시장은 '현상 유지'(holding)의 패턴이 될 가능성이 크기 때문에 우리는 위험자산에 대한 중립적 견지를 유지한다. 미국 재무성증권(UST)의 경우에 투자자는 신중한 관점을 고수해야 하지만, 수익률의 장기적 방향성이 우상향이기 때문에 액티브한 견지를 유지해야 한다. 전반적으로, 지금은 안주하거나 강력한 방향성 콜을 칠 시기가 아니다.

매크로

남미 주도 정치세력의 좌파 편향적 전환 p. 4

남미에서 현저한 정치적 변화가 목격되고 있는 반면에, 액티브한 투자자에게는 남미 지역의 개혁과 수요 잠재력에서 혜택을 받을 기회가 존재한다.

멀티애셋

긍정적인 배경은 있지만 시장 방향성은 부족 p. 5

우리는 현재의 모멘텀 일시 중지가 구조적인 리스크 저감을 요구하지는 않으며, 오히려 투자자가 현 시점의 상황을 평가하고 지금까지의 양호한 성과를 보존하며 향후의 매력적인 진입 포인트를 모색할 수 있는 기회라고 믿고 있다.

채권

인플레이션 리스크를 인지하고 있는 중앙은행 p. 6

지금 현재로서는 시장은 인플레이션 압박은 일시적이라는 연준의 내러티브를 받아들이고 있지만, 투자자는 금융억압을 경기부양책 테이퍼링 관련 노이즈를 어떻게 균형을 잡을 지에 대해서 모니터링 해야 할 것이다.

주식

로테이션, 선별, 주식배당의 스토리 p. 7

투자자는 로테이션의 시장 방향성이라는 측면에서 자동차의 액셀에서 발을 조금 떼야 할 것이다. 종목발굴의 장세에서 개별 기업의 강점 및 수익성장률에 포커스를 두는 것이 핵심이다.

글로벌 테마 견해

주택 붐: 통화정책에 대한 영향은? p. 8

코로나의 경제적 충격에도 불구하고 대부분의 선진국 경제에서 주택가격은 계속 상승했으며, 일부 신흥국 경제에서도 역시 빠르게 오르고 있다. 우리는 여기에서 현재의 상황의 일반적 및 선진국 경제(대부분은 미국과 유럽에서)에서 주택가격이 통화정책을 결정함에 있어서 어떠한 역할을 할 수 있는지와 대해서 질문을 하고 있다.

시장 시나리오 및 리스크

> 중심 및 대안 시나리오	p. 10
> 상위 리스크	p. 11
> Cross asset 디스패치: 시장 전환점 감지하기	p. 12
> 글로벌 리서치 클럽	p. 13
> Amundi 자산종목 견해	p. 14

거시경제적 현황

> 선진국 거시경제적 전망 - 시장예측	p. 15
> 신흥국 거시경제적 전망 - 시장예측	p. 16
> 매크로 및 시장 예측	p. 17
> 당사 예측 / 방법론에 대한 고지사항	p. 18
> Publications highlights	p. 19

CIO 견해



Pascal BLANQUÉ,
Group Chief Investment Officer



Vincent MORTIER,
Deputy Group Chief Investment Officer

잔잔한 수면 아래에 존재하여 강력하게 흐르는 조류

실물경제에서 핫한 수치들이 나오고 있음지만 금융시장의 파도는 잠잠하게 유지되고 있는 것으로 보인다. **우리는 금융시장 전망에 전반적으로 긍정적인 견해를 가지고 있지만, 대형 경제들이 경기사이클 피크로 가속화하는 여정에서 서로 상이한 단계에 있음에 주목하고 있다. 유럽과 일부 신흥국에서는 이러한 가속화가 더 진행할 여지가 여전히 존재한다.** 하지만, 모든 지역에서 공통적인 테마는 공급망 혼란으로 인한 **투입가격과 생산가격의 상승 압박**과 이에 따른 견고한 상승 추이를 보이는 인플레이션 수치이다. 잔잔한 수면 아래에 강력하게 흐르는 이러한 조류는 금융 환경을 겉보기보다는 훨씬 덜 안전하게 만들 수도 있다.

미국의 많은 주에서는 6월말에 긴급 실업급여 혜택이 종료됨에 따라 미국 일자리 시장은 전환점에 접근하고 있다. 연준은 공식 데이터를 예측하는 것이 아니라 공식 데이터를 실제로 살펴본 이후에 움직일 것이기 때문에, 8월(인플레이션에서 기저효과의 일부가 찾아들기 시작할 시기임)의 공식 발표 이전까지는 일자리 데이터에서 변화 여부를 알 수는 없다. 이때에 금융시장과 관련된 전환점이 나타날 것이다. 연준의 분위기는 이번 6월 회의에서 이미 경기의 강세를 인정했고 2021년 인플레이션 예측을 상향 수정하면서 변화했다. 하지만, 연준은 현재의 인플레이션 일부 상승의 리스크를 가지고 있지만 “대체적으로 일시적인 요인을 반영하고 있다”는 내러티브를 유지했다. 불확실성은 인플레이션의 상승 기초하고 있다 - 시장은 이를 일시적 인플레이션 경로라고 받아들이고 있지만 향후 수개월 동안에 일부 힘든 시기로 진입할 것이다. **기대인플레이션은 이미 상승하여, 5년물-5년물 포워드 브레이크이브 인플레이션률은 7년 동안의 최고점인 2.55%를 도달했다.** 이러한 수준은 연준의 물가목표치인 평균 인플레이션 2%를 이미 넘어서고 있다. 추가적인 상승은 장기적 기대인플레이션의 디앵커링이라는 리스크를 가져올 수 있고, 이로 인해 연준은 시장에서 예상하는 것보다 더욱 공격적인 조치를 취해야만 할 수도 있다.

투자자의 측면에서, 이러한 전망은 **신중한 움직임의 필요성을 확인시켜 준다.** 경기 반등이 여전히 위험자산을 뒷받침하고 있다는 점은 인정되지만, 인플레이션에 대한 내러티브가 기존에서 변화한다면 투자자는 거친 파도에 휩쓸려 있는 상황을 직면할 수도 있다. 이러한 배경을 바탕으로 우리의 투자확신감은 다음과 같이 요약된다.

- **경기사이클적 리플레이션 트레이드는 아직까지는 유효하지만, 그 직선적인 성격은 줄어 들었다** - 미국에서 경제서프라이즈가 찾아들기에 따라, 우리는 기대감과 현실 사이에서 보다 균형적인 상황으로 이동하는 것으로 보인다. 낙관론을 불러 일으켰던 경제 재개의 내러티브는 그 동력을 상실하고 있으며, 이는 미국 주식시장에서 기회는 특이한/고유한 사안으로 순전히 시장 방향성에 대한 의존성이 줄어들어 보이게 함을 의미한다. 5월에 Russel 1000을 능가하여 액티브하게 접근하는 운용사가 성과를 낸 비율이 예외적으로 70%라는 사실(1992년 이후 최고 수준의 데이터)은 시장에서 이러한 변화가 나타나고 있음을 알리는 신호이다. 유럽의 경우, 경제 재개의 내러티브는 이제 막 시작되고 있으며, 보다 확신감을 주는 방향성 트레이드의 여지가 여전히 있는 신흥국에서는 더욱 그러하다.
- **절대적 밸류에이션이 높은 상황에서 로테이션은 계속될 것이다** - 주식 밸류에이션은 절대적 측면에서 타이트하지만 채권에 대비한 상대적 측면에서는 그렇지 않으며, 이는 중기적으로는 주식 투자 이익의 대안이 없음을 의미한다. 하지만, 연준의 정책 방향과 관련된 여름 기간 동안의 테스트가 다가오는 현 단계에서 우리는 중립적 포지션의 증가를 선호한다. 또한, 우리는 밸류에이션 갭이 여전히 매우 크기 때문에 가치주로의 로테이션이 계속될 것으로 믿고 있다. 하지만, 우리는 11월 이후로 확연하게 나타난 것과 같은 동일한 강도의 로테이션이 있을 것으로는 예상하지 않는다. 이러한 추이에서 단선적인 성격이 줄어들 것이지만, 다양한 이유(원자재 사이클, 경기사이클 회복, 금리인상의 경로)로 인해 가치주가 성장주를 지배할 것이다. 가치주와 더불어서, 수익성 추구의 환경을 감안하여 **전면으로 등장하고 있는 배당주도 아웃퍼포먼스를 보일 것이다.**
- **채권의 경우, 우리는 숏듀레이션의 견지를 유지하며, 특히 유럽 지역의 경우에는 경기 가속화를 감안하면 더욱 이러한 견지가 강하다.**
- **신흥국의 경우에도, 우리는 신중한 듀레이션 접근방식을 고수한다.** 인플레이션은 미국만의 사안은 아니다 - 신흥국 중앙은행들이 긴축 모드로 전환됨과 더불어서 인플레이션은 신흥국의 스토리이기도 하며, 최근의 연준 신호로 인해 달러화 강세는 신흥국 시장에는 악재가 될 수도 있다. 따라서, 우리는 신흥국에서 채권에는 중립적인 견지를 유지하지만 통화와 주식에는 기회를 모색한다.

우리는 시장이 **항후에** 현상 유지의 패턴(holding pattern)을 유지할 것으로 예상하며, 관망 국면에서 중립적 견지로 움직이는 투자자에 의한 포지션 종료와 연준의 언급(연준의 최근 언급과 USD 강세 이후의 미국 재무성증권 수익률의 상승)의 결과로 비롯된 일부 움직임이 동반될 것으로 보인다. 시장은 이러한 잔잔한 추이를 반전시키기 위해서는 거대한 서프라이즈가 필요로 할 것이다. 우리는 시장에서 그 물결은 당분간은 계속 잠잠할 것으로 예상한다. 하지만, 수면 아래에서 강력한 조류가 곧 일어날 수도 있기 때문에 이러한 상황이 실질적으로 안전함을 의미하지는 않는다. 지금은 안주하거나 강력한 방향성 쿨을 칠 시기가 아니며, 리플레이션 추이에서 혜택을 계속 받을 수 있도록 투자자는 면밀한 리서치를 증가시킬 것을 권고한다.

전반적인 리스크 분위기

리스크오프

리스크온



위험자산에 대해서는 중립적 포지션을 유지하지만, 시장 방향성에 대한 의존도를 줄이고 다음 장면의 로테이션에서 선별을 증가시키면서 액티브한 견지를 취한다.

이전 달 대비의 변화

- ▶ 미국 듀레이션에 대한 신중한 견해 증가
- ▶ 크로스애셋의 밸류에이션으로 인해 미국 10년물 브레이크이브 인플레이션을 하향 수정
- ▶ FX: IDR/USD에 건설적 포지션, BRL/JPY에 대해서는 더 이상 긍정적이지 않음

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

매크로

남미 주도 정치세력의 좌파 편향적 전환



Monica DEFEND,
Global Head of Research



Patryk DROZDZIK,
Senior EM Macro Strategist

남미에서 현저한 정치적
변화가 목격되고 있는 반면에,
액티브한 투자자에게는
남미 지역의 개혁과 수요
잠재력에서 혜택을 받을
기회가 존재한다

**남미의 정치적 중심축은 분명하게 왼쪽으로
선회했으며,** 이는 팬데믹 발생 이전에 구조적으로
축적된 힘과, 그리고 최근에는, 매우 난감한
경기사이클적 경제환경이 모두 결합하여 이러한
상황이 견인되었다. 현재 상황에 대한 강력한
불만과 반체제적 감정이 아래에서 간략하게
설명한 최근의 사건들에서 더욱 명백하게
표출되고 있다. 정치에서 좌편향적 움직임은
매크로 및 자산가격의 관점에서는 대단히
골치 아픈 상황이다. 이러한 상황이 정책으로
전이되는 경우, 이론적으로는 낮은 생산량과
높은 가격이라는 최악이 아닌 균형상태로 경제를
착륙시키게 된다. 이는 불확실성의 상승과
결합되어 상대적 자산가격/FX에는 악재이며,
투자자는 높은 리스크프리미엄을 요구하도록
이끌게 된다.

**페루에서는 유권자들은 급진좌파 성향의
카스티요에게 대통령직을 선사할 것으로 보인다.**
결과는 아직 공식적으로 확정되지는 않았지만,
극단적으로 양극화되고 치열했던 이번 페루
대통령선거에서 페드로 카스티요 후보가 우파의
유력 후보인 게이코 후지모리를 누르고 당선될
가능성이 매우 높다. 카스티요 후보의 대통령
당선의 유력은 국가의 지원역할을 향상시키고
사회적 지출을 구조적으로 증가시키기 위해서
페루의 경제 모델의 가시적인 변경과 헌법
개정 시도가 있을 것임을 의미한다. 페루
의회는 급진적인 제안을 저지할 수 있는 권력을
가지고 있지만, 파편화된 의석구성의 상태는
그 자체로서 문제를 야기할 것이다. 카스티요
선거팀이 보인 최근의 공약 온건화는 환영할
만한 상황이지만, 그 정책의 좌파적 기초를 바꿀
가능성은 낮다.

**칠레의 개헌의회는 이제 좌파적 성향의 무소속
의원들에 의해 장악되어 있다.** 전형적으로 약
40-45%의 득표율을 보이던 우파 성향의 연립
여당은 최근의 개헌의회구성 선거에서 전체
의석의 1/5만을 차지했다. 이는 예상에 전혀
미치지 못하는 결과였으며, 새로운 헌법에 삽입될
수 있는 급격한 조항을 저지하기 위해서는 전체
의석의 1/3이 필요하다. 좌파 성향의 정당과
무소속의 의원들이 이제 개헌 의제를 지배하고
있으며, 정부의 역할과 사회적 권리를 확대를
위한 조항을 추진할 가능성이 크다. 이러한

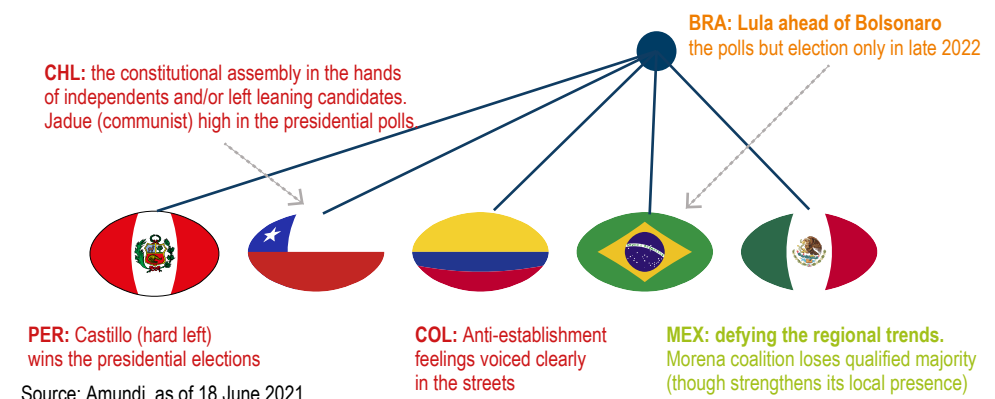
개헌의회의 선거결과는 올해 하반기에 예정된
대통령선거와 관련된 리스크도 증가시킬 것이다.

**콜롬비아에서는 사회적 불만이 거리로
확산되었다.** 야심차고 신중했지만 잘못된 시기가
선택된 세금개혁에서 촉발된 사회적 불안이
시위와 파업을 통해서 콜롬비아 거리를 강타했다.
그로 인해서 재정개혁의 계획은 철회되었지만
사회적 요구는 증가했고, 그 과정에서 국가의
신용등급은 하락되었다. 재정관련 내용의 조정이
다시 연기되면서 국가의 재정상황은 계속
악화되고 있다. 이러한 모든 조건들은 2022년
상반기로 예정되어 있는 총선과 대선 상황에서
커다란 역할을 할 것으로 보이며, 페드로 후보
(공산당 소속)가 여론조사에서 다시 강세를
보이고 있다.

하지만, **멕시코**는 남미 지역의 일반적 추세를
어느 정도 거스르고 있다. 6월초의 중간선거에서
MORENA(모레나: 국가재건운동) 연립여당은
2/3의 의석에 미치지 못했으며, 이에 따라 개헌의
동력을 상실했다. 연립여당이 유지한 단순 과반은
예산과 입법의 의제를 추진할 수 있을 것이다 -
안드레스 마누엘 로페스 오브라도르 대통령의
멕시코 행정부가 강력한 신념을 가지고 있는
에너지 부문(정유, 공항 등) 및 기금 프로젝트에서
국가 중심적인 비전을 계속 추진할 것이다.
연방의 수준에서는 상당한 의석을 상실했지만,
MORENA 연립정부는 주 선거에서는 호조세를
보였으며, 12곳의 주 지사를 차지하고, 실제로
지방 수준의 의회 선거에서는 강세를 보였다
(멕시코시티는 제외).

**브라질에서는 룰라 전임 대통령이 정치
일선으로 복귀했으며 상당한 경쟁력이 있는
것으로 보이지만, 대통령선거까지는 아직 많은
시일이 남아 있다.** 내년 후반기로 연기된 브라질
대통령선거는 정부당국이 경제의 기반을 굳건히
만들 수 있는 시간적인 여유와 여론조사에서
강세를 보이고 있는 룰라 전임 대통령을 대표로
하는 좌파적인 경향으로 전환을 피할 수 있는
기회를 제공한다. 따라서, 정책 방향이 바뀌지
않는다는 점이 명백한 배경은 정치적 상황 자체가
아니라 대통령선거의 우호적인 일정 때문이다.
역설적이게도, 이러한 상황은 보우소나루
대통령의 행정부가 일부 개혁을 실현시키는 것을
중단시키지 않았다.

남미의 최근 정치적 상황전개



멀티애셋

긍정적인 배경은 있지만
시장 방향성은 부족

Matteo GERMANO,
Head of Multi-Asset

시장은 긍정적인 경기모멘텀이 약해지는 것을 아직 가격으로 반영하지 않았고 인플레이션 상승의 리스크가 존재하기 때문에 투자자는 현 시점에서 시장을 따라가지 않아야 할 것이다

경제적 배경이 위험자산에 대해서 온건하게 긍정적으로 유지되고 있기 때문에 우리는 리플레이션 스토리를 계속 신뢰한다. 하지만, 일부 세그먼트의 타이트한 밸류에이션, 강력한 기업이익 회복을 가격에 반영한 시장 및 역사적 추이를 상회하는 주가수익률(P/E)은 시장안주의 일부 징후를 나타내고 있다. 연준의 경우, 인플레이션이 계속 서프라이즈 수치를 보이고 있지만, 미국 노동시장의 변화와 미국 경제의 강세 정도에 따라서 테이퍼링의 시기를 결정할 것이다. 연준은 6월 회의에서 매파적인 성향이 강해지는 분위기였지만, 우리는 연준이 이번 여름이나 올해 하반기에 테이퍼링에 대해서 논의하기 이전에 일련의 강력한 고용 수치가 나오기를 기다릴 것이라고 믿고 있다.

이러한 환경에서 투자자는 위험자산에 대해서 중립적인 포지션을 유지하고, 전반적으로 분산적이고 액티브한 견지를 가지고 상대적 가치 기회를, 특히 FX에서 모색해야 할 것이다.

투자확신감이 높은 아이디어

일부 기업에 대해서 이익마진을 잠식할 수 있는 투입가격의 상향 압박으로 인해 현재의 시장 조건은 롱포지션 재진입을 유도하고 있지 않기 때문에 **우리는 현재로서는 주식(유럽, 미국)에 리스크 중립적인 견지를 유지한다.** 시장은 안주하고 있는 것으로 보이고 주식 밸류에이션에 부정적으로 영향을 주는 채권수익률이 상승할 가능성이 있다. 심지어 시장 포지셔닝은 팬데믹 이전 수준으로 회복되어, (호재에 대한) 대부분의 가격조정이 발생했음을 나타내고 있다. 하지만, 우리는 액티브한 포지션을 유지하며, 리스크/보상의 절충이 우호적인 경우에 선별적인 분야에서 재진입할 수 있는 징후를 모색하고 있다. 신흥국 시장의 경우에 우리는 USD에서 비롯된 일부 악재를 발견하고 있지만, 중국 H주(영주: 홍콩 증시에 상장된 중국 주식)에는 경미하게 긍정적이다.

우리는 미국 재무성증권(UST) 10년물에 신중한 견지를 취하는 형태로 리플레이션 전망을 유지하며, 이는 밸류에이션이 이제 우리의 목표치에 근접해서 더 이상 긍정적인 포지션을 취하지 않는 10년물 인플레이션 스왑에 매력적인 견해이다. 우리는 장기적 인플레이션 상승으로의 레짐 전환의 여부에 계속 주시하고 있다. 영국의 경우, 성공적인 백신접종 프로그램과 영국중앙은행의 매파적인 견지를 감안하여 우리는 2년물/10년물 곡선이 스티프닝 한다는 견해를 유지한다. 유로 주변국 국채의 경우, 이탈리아의 강력한 성장 기대감과 이탈리아 국채

공급의 둔화라는 견고한 기술적 요인을 바탕으로 우리는 독일국채(Bund)에 대비한 30년물 BTP에 긍정적인 포지션을 유지한다.

우호적인 경제전망, 경제 재개 및 채무불이행률의 하향 추이를 감안하면, **유럽 크레딧은 매력적인 캐리를 제공하며,** 특히 HY와 후순위채권 HY에서 더욱 그러하다. HY 발행 속도는 계속 빨라지고 있지만, 채무 수준과 비교할 때 타이트한 밸류에이션에도 불구하고 이 자산종목은 매력적인 캐리를 제공한다. 경제에 원활한 신용의 흐름을 유지하기 위해 IG에 “긴급 지원”을 유지한다는 분명한 메시지를 가지고 있기 때문에 우리는 IG에 대해서도 건설적인 포지션이다.

신흥국 채권은 투자자의 수익 추구에서 장기적인 지렛대의 역할을 유지하고 있지만, 우리는 당분간은 신흥국 채권지수(EMBI) 스프레드에 중립적인 견지를 유지한다. **대신에, 우리는 상대적 가치 전략을 구현함에 있어서 핵심적인 FX에서 기회를 찾는다.** 인도네시아의 경기모멘텀, 수출 증가, 인도네시아중앙은행의 비둘기파적인 견지, 인도네시아 정부의 재정적 신중성 향상 등을 바탕으로 우리는 이제 IDR/USD에 건설적 포지션을 취한다. 우리의 KRW(녹색 전환)과 CNH에 대한 견해는 기존의 건설적 포지션을 유지한다. 하지만, 밸류에이션을 감안하고 성장예측이 이미 브라질 헤알화에 이미 가격으로 반영되어 있는 것으로 보이기 때문에 우리는 BRL/JPY에 대해 더이상 긍정적이지 않다.

홍콩계도, 브렉시트에 대한 지정학적 상황과 그 장기적 영향 및 영국의 미국/유럽과의 관계는 EUR에 대비한 GBP의 움직임을 **모니터링할 수 있는 기회를 제공한다.** 우리는 기존의 USD/JPY 포지션을 유지하며, 리플레이션 기반의 FX 바스켓에서 CAD/USD에 롱포지션, NOK에 롱포지션, EUR과 CHF에 대비한 GBP와 CAD에 대한 기존 포지션을 유지한다.

리스크 및 헤징

지정학적 상황(미국-중국의 관계, 브렉시트), 성장과 인플레이션의 분화된 추이, 중앙은행의 이와 관련된 후속적 언급/조치는 투자자 포트폴리오에 도전이 되고 있다. 우리는 IG 크레딧 익스포저를 보호하고 효과적인 헤지 구조를 모색하기 위해서 투자자에게 위험자산에 대한 견해에 부합하도록 헤지를 유지하라고 권고한다.

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, (B) = 중앙은행, BTP = 이탈리아 국채, EMBI = 신흥국 채권지수.

채권

인플레이션 리스크를 인지하고 있는 중앙은행



Éric BRARD,
Head of Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

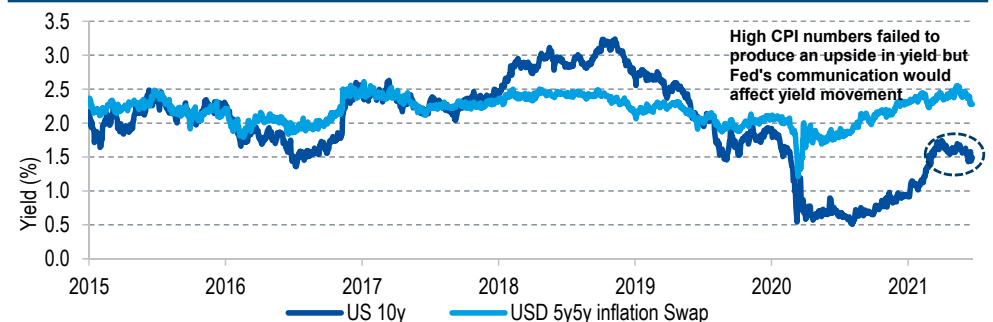
지금 현재로서는 시장은 인플레이션 압박은 일시적이라는 연준의 내려티브를 받아들이고 있지만, 투자자는 이러한 금융압박을 경기부양책 테이퍼링 관련 노이즈와 어떻게 균형을 잡을 지에 대해서 모니터링 해야 할 것이다

우리는 백신 보급접종과 재정부양 패키지의 결합으로 견인된 국가별/지역별 경기회복의 분화를 목격하고 있다. 유로통화권의 경우, 「차세대 유럽연합」(NGEU) 계획에 대한 명확화는 경제 재개에 대한 긍정적인 환경을 제공하고 있다. 이와 동시에, 대규모의 억눌려있던 수요는 글로벌 공급부족을 낳고 있으며, 이는 기저효과와 결합하여 물가상승을 유발하고 있다. 연준은 경제의 개선을 인정하고 있지만 중앙은행들은 고용에 주안점을 두면서 이러한 인플레이션 상승을 대수롭지 않게 간주하고 있다. **이러한 환경은 (성장률이 실망스럽지는 않을 것이라는 가정 하에) 크레딧에 우호적**이지만, 투자자는 액티브한 포지션을 유지하고 중앙은행의 메시지, 기대인플레이션, 수익률의 변화를 모니터링 해야 할 것이다.

글로벌 및 유럽 채권(fixed income)

기대인플레이션과 테이퍼링 리스크로 인해서 **우리는 신중한 포지션(경미하게 증가시킴)을 유지하지만, 미국과 유럽의 듀레이션에 대해서는 유연성을 가진다.** 하지만, 스프레드가 타이트해질 것으로 예상되기 때문에 우리는 유로 주변국 국채, 특히 이탈리아 국채와 관련하여 건설적인 포지션을 취한다. 그 외에도, 우리의 중국과 호주에 대한 기존의 건설적인 견해가 유지된다. 미국 재무성증권(UST)에 대해서는 달리, 경제 재개와 수요 급등을 감안하여 우리는 미국과 유럽의 브레이크인 인플레이션율에 대해서 긍정적인 포지션이지만, 호주에서 포지션을 통한 투자 분산을 유지한다. 채무불이행 전망의 개선으로 인해 **크레딧의 경우에 우리는 건설적인 포지션을 유지**하지만, 크레딧 관련 스토리는 개별 특이성과 발행사 특성의 영향이 커지고 있다. 투자자는 스프레드와 숏듀레이션 채권을 증가시키고 듀레이션 리스크를 최소화하여 포트폴리오 베타 상수를 유지해야 할 것이다. 유로 IG의 경우, 우리는 경기민감 부문과 BBB 등급의 숏듀레이션 채권을 선호하지만, 투자자는 선순위금융채를 회피하는 리밸런싱해야 할 것이다. HY의 경우, 펀더멘탈의 개선(기업이익 회복, 디레버리징, 현재의 부채에 대한 더 낮은 금리로 리파이낸싱) 기대감을 바탕으로 우리는 저등급의 단기만기 종목에 대해 선별적으로 낙관적인 포지션이다. 전반적으로, 투자자는 수익률의 경미한 상승이 가격에 영향을 줄 수 있는 크레딧은 피해야 할 것이다.

연준의 인플레이션에 대한 ‘소극적 방임’ 내려티브를 받아 들이고 있는 시장



Source: Amundi, Bloomberg, as of 17 June 2021.

GFI= 글로벌 채권(global fixed income), GEM/FX= 글로벌 신흥국 외환, HY= 하이일드, IG= 투자등급, EUR= 유로화, UST= 미국 재무성증권, RMBS= 주택저당증권, ABS= 자산유동화증권, HC= 경화, LC= 현지통화, CRE= 상업용 부동산, CEE= 중부 및 동부 유럽, JBG= 일본국채, EZ= 유로통화권, BoP= 국제수지.

주식

로테이션, 선별, 주식배당의 스토리



Kasper ELMGREEN,
Head of Equities



Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

투자자는 로테이션의 시장
방향성이라는 측면에서
자동차의 액셀에서 발을 조금
떼야 할 것이다. 종목발굴의
장세에서 개별 기업의 강점 및
수익성장률에 포커스를 두는
것이 핵심이다

종합적 평가

우리는 낙관론자들이 기업이익 회복을 지적하고 있는 시장의 흥미로운 국면에 진입하고 있으며, 이러한 국면에서는 경기 가속화라는 측면에서 선두에 선 중국과 미국에 뒤이어 그 다음 차례는 유럽이 될 가능성이 크다. 반면에, 비관론자들은 이러한 호재는 이미 가격에 반영되어 있다는 점을 부각시키고 있다. **우리의 견해로는 이러한 양극단의 관점에서 중간의 포지션이 요구되는 상황에 있는 것으로 간주해야 하며, 투자자는 경기반등의 강도와 기간을 과소 평가하지 않는 신중한 낙관론을 취해야 한다고 믿고 있다.** 시장의 상향 움직임은 직선적이지는 않을 것이며, 이에 따라 투자자는 시장과월에 편승하기 보다는 지속 가능한 기업이익 잠재력을 가진 기업에 집중하면서 강력한 재무제표/주식 선별에 우선 순위를 두어야 할 것이다.

유럽 주식

우리는 경기사이클적 회복에 기반한 아웃퍼포먼스와 가치주로의 로테이션이 장기적인 추이로 유지될 것이라고 믿고 있다. 하지만 지금은 위기에서 벗어나서 기업이익이 향상되고 있기 때문에, 바텀업 선별, 고유리스크 케이스 및 주식배당 수익률의 스토리가 지배하고 있다. 또한, 여기에는 펀더멘탈 ESG 분석과 소액주주 및 행동주의 투자자가 저탄소 세계를 지향하는 기업전략에 어떻게 형성하는 지도 포함되어 있다. 그 결과로 알파 생성이 이러한 시장에서 핵심적 사안이며, 이는 높은 주식 분산도와 낮은 상관관계의 특징을 가진다. 우리는 산업주와 금융주(우리가 기존의 건설적 견지를 유지하는 종목)의 경기민감 우량주를 통해 경기반등에서 혜택을 입을 수 있고 정상화으로 틸팅을 가지는 바벨 접근방식을 선호한다. 이러한 바벨 접근방식의 다른 측면에서는 경기방어적 부문의 매력적인 주식(예: 필수소비재주)을 선호하며, 의료건강주에 대한 긍정적인 바이어스(일부 완충기제 제공)를 증가시켰다. 하지만, 우리는 IT에 대한 신중한 포지션(지금은 신중한 포지션이 줄어들)을 취하고, 경기소비재주에 대한 지나친 낙관론으로 인해 이에 대한 방어적인 견해를 증가시켰다.

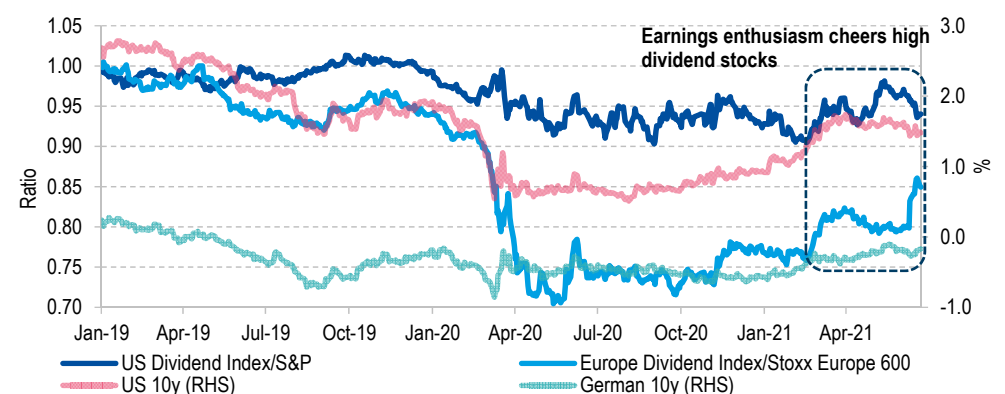
미국 주식

연준이 저금리를 유지하고 일부 인플레이션을 용인하고 있는 현재의 경기회복 국면에서는 **로테이션과 주식배당이 핵심 테마가 될 것이다.** 주식배당의 경우, 우리는 자사주매입(바이백)이 가속화하고 수익성이 회복되고 있음을 목격하고 있으며, (금융주/은행주의) 주식배당 지불재가가 증가하고 있다. 투자자의 수익 추구로 인해 이러한 배당주는 가까운 장래에 커다란 테마로 부상할 것이다. 로테이션의 경우, 가치주와 경기민감주가 경제 재개에서 혜택을 받을 것이다. 중요한 점은, 경제 재개에도 불구하고 기업들은 노동력 및 원자재 부족에 직면하고 있고, 이는 물가를 끌어 올리고 있다는 사실이다. 하지만, 기업이 가격 상승분을 소비자에게 전이(가격결정력) 할 수 있기 때문에 마진 압착을 유발할 가능성은 낮다. 실질적인 우려는 투기적 성장주/기업인수목적회사(SPAC) 세그먼트이다. 또한, 우리는 부실가치주(항공, 소매)에 신중한 포지션이고, 우량가치주를 선호한다. 반면에, 이러한 로테이션이 직선적이지 않을 것이기 때문에 일부 가치주의 함정도 존재하고 있음이 파악된다. 실질 성장을 수치가 급상승 예측을 중단시킴에 따라, 로테이션은 '베타 견인'에서 개별 주식종목별 견인으로 이동했다. 따라서, 투자자는 주식 선별에 포커스를 두어야 할 것이며, 이는 기업별로 강력한 견인 요인을 가진 비즈니스를 파악할 수 있도록 하는 액티브 및 바텀업 스타일에 의해 보강되어야 할 것이다.

신흥국 주식

우리는 기업이익이 2021년 하반기에 계속 개선될 것으로 예상하며, 특히 유럽·중동·아프리카(EMEA, 특히 러시아)와 (정치적 변동성에도 불구하고) 남미에서 개선의 추세가 뚜렷할 것으로 보인다. 우리는 선호되는 부문에서 경기민감적 성장의 특성을 충분히 가진 가치주(예: 경기소비재주), 부동산 및 산업주에서 기회를 모색하고 있다. 하지만, 우리는 중국의 금융주, 의료건강주, 필수소비재주에 대해서는 신중한 포지션이다. 글로벌 채권수익률 환경 및 지정학적 긴장/고유리스크는 신흥국 주식에 영향을 줄 수 있는 주된 리스크이지만, 전반적으로는 상대적 밸류에이션은 매력적이다.

EPS 성장과 저금리를 바탕으로 배당주의 매력도 상승



Source: Amundi, Bloomberg, as of 15 June 2021. Ratio is calculated after rebasing the indices.
Dividend indices - S&P 500 Dividend Aristocrats, Euro Stoxx Select Dividend 30.

글로벌 테마 견해



Didier BOROWSKI,
Head of Global Views



Tristan PERRIER,
Global Views

이론적으로는, 적절한
거시건전성 규제정책을
시행하면 통화정책으로
주택가격 변화에 대응할
필요성을 완화시킨다

주택 붐: 통화정책에 대한 영향은?

코로나의 경제적 충격에도 불구하고 대부분의 선진국 경제에서 주택가격은 계속 상승했으며, 일부 신흥국 경제에서도 역시 빠르게 오르고 있다. 지금은 아직 글로벌 주택 붐은 아니다. 실제로, 과대평가를 나타내는 지표는 「금융대위기」(GFC) 이전에 관찰되었던 지표보다는 그 이하로 유지되고 있으며, 지역별로 여전히 매우 상반된 상태를 보이고 있다. 하지만, 매우 상이한 국가에서 동시적인 물가 상승은 “공통 요인”의 유무에 대한 질문을 부각시킨다. 모든 시선은 자연적으로 중앙은행들의 보유자산 확대에 집중되고 있다. 우리는 여기에서 현재 상황의 일반적 및 선진국 경제(대부분은 미국과 유럽에서)에서 주택가격이 통화정책을 결정함에 있어서 어떠한 역할을 할 수 있는지와 대해서 질문을 하고 있다.

글로벌적으로, 주택가격은 2021년 1분기에 (56개국 전체 평균) 전년동기대비 7.3% 상승했으며, 이는 2006년 이후에 가장 빠른 속도이다. 13개국에서는 두 자리의 주택가격 상승률을 기록했다. 이동제한 조치와 경제위기로 인해서 몇몇의 국가에서는 2020년 1분기 이후에 주택가격의 상승세가 꺾이거나(이탈리아) 심지어 하락(스페인 및 인도)했다. 2021년 1분기 기준으로 사용 가능한 국가별 주택가격 지수 중에서, 2019년 4분기 이후로 미국에서는 14.8%, 영국에서는 10%, 프랑스에서는 7.8% 각각 상승했다(즉, 이러한 세 국가들에서는 주택가격 상승률이 이전 다섯 분기보다 높았음). 이는 최소한 2010년대 중반 이후로 모든 곳에서 관찰되는 상승 추이가 계속되고 있음을 보여준다. 2021년 이후로, 몇몇 국가의 관계 당국(중국, 뉴질랜드, 아일랜드)이 일련의 대출규정 강화를 통해서 이러한 상황에 개입했다.

주택 붐에 대해서 중앙은행은 어떠한 조치를 취해야 할까?/취할 수 있을까?

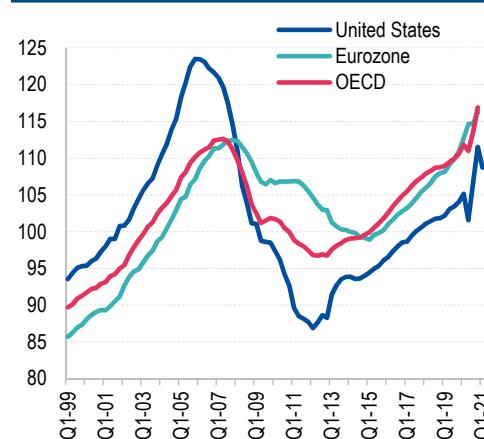
크레딧 붐으로 촉발된 주택가격 붐은 특히 유해한 것으로 과거에 증명되었다. Reinhart와 Rogoff (2009)에 따르면, (주거용 및/또는 상업용) 부동산 가격의 붕괴는 금융위기의 주요 원인 중의 하나라고 분석된다. 많은 경우에 있어서, 이러한 가격의 붕괴는 부동산 거품이후에

발생하며, 이는 종종 과도한 크레딧 가용성과 연계되어 있는 것으로 보인다. 거품이 터질 때에 금융부문과 실물경제가 커다란 충격을 받는다. 통화정책이 주택 거품 방지에 있어서 역할을 해야 하는지의 여부에 대한 질문은 논란적이다. 이론적으로는, 적절한 거시건전성 규제정책을 시행하면 통화정책으로 주택가격 변화에 대응할 필요성을 완화시킨다. 선별적으로 대출조건을 강화시키는 재정적인 거시건전성 정책은 주택 거품의 방지/완화에 있어서 중요한 역할을 한다. 하지만, 이와 동시에 중앙은행은 통화정책이 가계부채를 악화시키지 않도록 해야만 한다. 따라서, 주택가격의 모니터링은 리스크관리 접근방식에서 중요한 요소이다. 실제로 단기적인 저금리는 대출조건을 완화로 종종 이어지고 은행의 리스크감수를 증가시킨다. 금리가 장기적으로 낮게 유지되는 경우에 이러한 효과는 증폭된다. 크레딧 조건의 완화는 증권화(securitisation)로 인해 악화될 수도 있다.

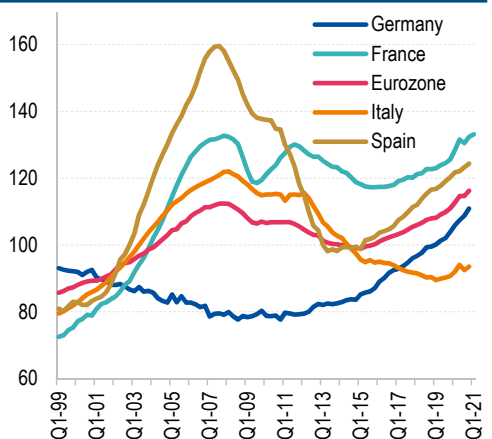
커다란 비중의 소비자가 크레딧에 의존하고 있는 경제에 있어서 주택가격의 급속한 상승은 소비에 대해 효과(자산효과)를 발생시킬 수 있다. 레버리지는 부동산 부문에서 매우 높은 경향을 보이며, 다수의 가계에서 거주용 부동산은 주된 자산이며 주된 부채이다(이는 주식의 경우와는 상이함).

「금융대위기」(GFC)에 선행하여 나타났던

1/ 가계소득 대비 주택가격 비율 및 임대수익 대비 주택가격 비율 (평균)



Source: OECD, Amundi Research - Data as of June 2021



Source: OECD, Amundi Research - Data as of June 2021

글로벌 테마 견해

코로나 위기에서 비롯된
지연된 여파가 부동산 시장에
여전히 충격을 줄 수 있다

“게임을 진정시키라는” 요구가
결국에는 커질 수 있다

글로벌 주택가격 붐은 다양한 요인들(처분가능소득, 금리, 은행 대출, 공급과 관련된 다수의 요인들)에 의해 견인되었다. 하지만, **글로벌 실질금리의 하락 추이가 2000년대 동안의 글로벌 주택가격 상승의 주요한 동인 중의 하나였다.** 실질금리가 중장기적으로 다시 상승할 리스크는 항상 존재하며, 이는 주택매입의 자금이 크레딧에 의해 조달되는 국가들에서는 문제를 야기하게 된다. 이와 더불어서, 유동성 증가도 역시 주택가격 상승으로 이어질 수 있다.

하지만, 단기금리의 인상이 만병통치약은 아니다. 단기금리 인상은 높은 수준의 동질성을 가진 국가(예: 스웨덴과 같은 작은 규모의 국가나 영국과 같은 중간 규모의 국가)에서는 바람직할 수도 있다. 반면에, 이질성이 매우 큰 주택시장(예: 유로통화권 또는 미국)의 지역에서는 주택가격 압박을 억제하기 위한 긴축적인 통화정책은 해당 경제의 나머지에 잠재적으로 심각한 결과를 가져올 수 있음을 감안하면 일반적으로 부적절하거나 역효과의 가능성이 있는 것으로 간주된다.

현재의 주택가격 상승이 코로나 위기에도 불구하고 통화 긴축을 촉발할 수 있을까?

코로나 위기는 중앙은행들이 자산매입 프로그램(양적완화)을 재도입하도록 이끌었다. 현 시점에서 통화의 긴축은 (기준) 금리의 인상 문제와 아니라 테이퍼링의 여부가 되고 있다.

코로나 위기 동안에 지속적인 주택가격 상승에는 다수의 다른 요인들(특히 가계소득에 대한 공공지원, 대출자와 임대인을 보호하는 특정한 조치, 잠재적인 용인으로 더 넓은 주택 공간과 안전을 추구하는 행태의 증가)도 역할을 했지만, 비전형적인 중앙은행 조치를 배경으로 한 주택담보대출의 최저금리가 주요 원인으로 지목되고 있다.

현 시점에서는 이러한 지속적인 주택가격의 상승에도 불구하고, 대다수의 밸류에이션 지표는 리먼 사태 이전 수준 이하로 유지되고 있다. 평균적인 명목가격이 때로는 2006-2008년을 종종 초과(대표적으로 미국, 영국, 프랑스에서 나타남)하기도 하지만, 가계소득 및 주택담보대출 금리에 대한 가격을 조정하는 평가 및 구매력 메트릭스에서는 일반적으로 그렇지 않다(적어도, 미국, 유럽연합, 영국에서는 피크 수준을 초과하지 않으며, 일부 소규모 선진국 경제에서만 이러한 메트릭스가 피크 수준이거나 이에 근접함).

또한, 취약성의 측면에서, 미국의 구체적인 사례로 들면, 대출자의 평균 프로파일은 (적어도 코로나 위기 이전을 기준으로) 「금융대위기」(GFC) 이전보다 훨씬 견고했다. 리먼 사태의 주요 원인으로 지목되고 있는 대규모 크레딧의 취약한 가격으로 분배는 2010년대 동안에는 반복되지 않았다.

하지만, 리먼 사태와 같은 또다른 위기의 위험이 발생할 가능성은 낮아 보이지만, 현재의

주택가격의 상승과 가계부채의 증가는 적어도 다음과 같은 두 가지의 위험을 제기된다.

- **코로나 위기에서 비롯된 지연된 여파가 지금은 더욱 과장된 부동산 시장에 여전히 충격을 줄 수 있다.** 이러한 지연효과는 무엇보다도 부동산 자체와 연관된 공적인 보호 및 보증의 종료에서 비롯될 수 있다. 이 주제와 관련하여, 미국 연방준비위원회는 지난 5월의 「Financial Stability Report」에서 많은 대출자가 이번 여름까지 연장된 일시적인 코로나 관련 대출보호 조치에 의존하고 있음을 언급하고 있다. 다른 지연효과는 노동시장을 통한 가계소득의 하락(또는 최소한 증가세 둔화)에서 비롯될 수 있다. 이 사안은 매우 보호적인 단시간 노동(및 기타 소득)지원이 종료 시에 실업률이 여전히 상승할 수 있는 유럽에서 특히 우려되는 사안이다. 유럽중앙은행은 5월의 「Financial Stability Report」에서 주거용 부동산 시장에서 “과대평가의 징후”를 인지하면서 이러한 리스크에 대해서 언급하고 있다.

- **코로나와 관련하여 지연된 충격이 없더라도, 현재의 주택가격과 가계부채 수준의 지속 가능성은 그 어느 시기보다도 낮은 현재의 최저금리에 의존하고 있는 것은 사실이다.** 시간이 경과함에 따라, 중앙은행이 시도할 통화조건의 긴축 이니셔티브는 (대출자에 대한 비용의 증가/감소가 부정적인 거시경제적 효과를 생성한다는 공포로 인해) 현재보다 훨씬 더 어렵게 만들 수 있으며, 이와 더불어서 중앙은행들이 원하지 않을 리스크프리미엄을 상승과 관련된 리스크를 증가시킬 수 있다.

따라서, 현 경기회복 동안에 주택가격 상승이 주는 선한 효과(대표적으로 경제 신뢰도에 대한 자산효과)에도 불구하고, 결국에는 “게임을 진정시키라는” 요구가 커질 수 있다. 우리의 견해로는, 연준이 매달 1,200억 규모로 증권을 매입하고 그 중에 주택저당증권(MBS)이 400억을 차지하고 있는 미국에 특히 주택가격 상승을 억제할 것으로 보인다. 주택가격이 미국에서 계속 상승하는 경우에 연준은 크레딧 조건이 과도하게 완화적이라고 결론을 내리고 주택저당증권의 매입규모를 줄이기 시작하여 테이퍼링을 진행할 수도 있다.

유로통화권 주택시장은 미국 시장보다 주택저당증권화의 비중이 낮고 이질성은 더 크다. 또한, 유럽의 몇몇의 국가에서는 여전히 온화한 주택가격 역동성을 보이면서 그 상황은 미국과는 매우 상이하다. 현 시점에서, 부동산 가격의 상승으로 인해 유럽중앙은행이 증권 매입의 규모를 줄일 이유는 연준보다는 떨어진다. 전반적으로, 주택시장에서도 미국과 유로통화권 사이에서 나타나는 추가적인 분화의 요인을 발견된다.

2021-06-22 작성 완료

중심 시나리오 및 대안 시나리오 (12~18개월 기간)

월별 현황

우리는 분기별 현황을 바탕으로 중심 시나리오와 대안 시나리오의 내용과 확률을 검토했다. 중심 시나리오에서는 정책조합(폴리믹스)과 펀더멘탈의 개선이 경기회복과 시장을 떠받치는 상황을 상정하고 있다. 우리는 18개월 이후에 미국 경제성장률은 인플레이션 상승의 레짐에서 잠재성장률로 반전될 것으로 예상하는 반면에, 특히 유럽 전역에는 스태그플레이션 압박이 상승할 것으로 보인다. 밸류에이션은 과장되어 있고 경기모멘텀은 잦아듦에 따라, 주식의 리스크조정 예상수익률은 줄어들고 있다. 우리는 이제 백신저항 변이 바이러스나 백신관련 이슈를 중심 시나리오의 리스크로 간주한다.

다운사이드 시나리오
25%

슬럼플레이션

분석

- ❖ 성공적인 백신접종 시행에도 불구하고 팬데믹 관련 제약 조치로 인해 **저하된 경기회복**
- ✦ 재정지원책에도 불구하고 잠재성장률(또는 그 미만으로)로 환원된 선진국 경제(AE)의 **경제성장률**
- ✦ 장기적인 공급망의 병목현상으로 인한 **지속적인 인플레이션 압박**
- ✦ 선진국 경제에 영향을 주는 예상보다 빠른 **중국의 경기둔화**
- ▲ 금융조건의 긴축 상승으로 악화되는 **경제적 및 금융적 취약성**
- 공공부채 지속가능성을 저해하고 재정지원책을 제한시키는 중기적인 **기대성장률의 하락** 및 금리 상승
- 교역과 가치망에 영향을 주는 **보호무역주의와 탈글로벌화**
- 디레버리징과 병목현상으로 악화되는 **스태그플레이션 압박**

시장 합의

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

중심 시나리오
60%

다중적 속도의 경기회복

분석

- ❖ **강력하지만 불균등한 다중적 속도의 2022년 경기회복** 및 그 이후 2023년의 경기둔화
- GDP 대비 부채비율을 안정화시키는 **경기부양적인 정책조합(폴리믹스)**
- 연준을 시작으로 점진적으로 시작되는 선진국 통화정책의 정상화
- ✦ 신흥국과 선진국 사이의 **성장률 프리미엄의 간극** 축소 (미국의 경기부양책과 중국의 경기둔화)
- ✦ 2분기에 피크를 치고 그 이후에 정상화되는 미국 성장률과 인플레이션 - 유로존 성장률과 인플레이션은 2분기에 피크를 칠 것으로 보임
- ▲ 정치적 약속에도 불구하고 **희석되어** 시행되는 **NGEU**(「차세대 유럽연합」) 계획
- 긍정적인 기업이익, 적극적인 디레버리징, 낮은 자금조달 비용 덕분에 **낮아진 지급불능(부도) 리스크**
- ✦ 사회적/정치적 긴장을 증가시키는 **소득과 부의 불평등**

시장 합의

- 높은 밸류에이션과 성장률 감속으로 인한 리스크 조정 예상수익률의 하락
- 미국 재무성증권 수익률곡선의 억제된 스티프닝이 유로통화권과 신흥국으로 파급됨
- 가치주와 경기민감주 선호됨
- 금, 연계채권, 주식을 통한 인플레이션 헤지
- 통화 공간에서 바벨(barbell) 포지션이 선호됨
- 신흥국(EM): 단기적으로 신중한 포지션, 장기적인 수익 및 성장 스토리는 영향을 받지 않음

업사이드 시나리오
15%

지속가능하고 포용적인 경기회복

분석

- ❖ **전면적인 글로벌 경기회복**을 가능하게 만드는 대규모 백신접종
- ✦ 제조업과 서비스업 부문 사이의 간극 줄어들
- ✦ 저축과 처분가능소득 증가로 견인된 **소비 강세**
- ▲ 미국 일자리 시장의 회복과 임금 압박에도 불구하고 **연준의 기존 정책 유지**
- ▲ **NGEU** 시행의 **성공**
- 글로벌 경기과열 없이 성장률과 인플레이션의 **선순환**
- ✦ **포용적**이고 지속가능한 경기회복
- 디지털 및 그린 발전으로 견인된 생산성향상으로 인한 **잠재성장률의 상승**

시장 합의

- 미국 재무성증권 곡선의 베어 스티프닝
- 경기민감주와 가치주 익스포저로 위험자산에 대한 선호할 것
- 인플레이션 헤지로서 인플레이션 연동채권을 선호할 것

상위 리스크

월별 현황

이번 달에 우리는 경제적 및 정치적/지정학적 리스크를 20%로 상향 조정했다. 우리는 이제 변이 및 백신 이슈를 포함한 코로나19 관련 리스크를 중심 시나리오에서 경제적 리스크의 일부로 간주한다. 리스크는 헤징 전략의 파악이 용이하도록 그룹화되어 있으며, 이러한 그룹화된 리스크들은 분명한 연관관계를 가지고 있다.

경제적 리스크
20%

— 코로나19 4차 대확산

- 대규모 백신접종에도 불구하고 북반구 국가들에서 여름 휴가 이후에 새로운 대확산이 시작된다
- 새로운 봉쇄 및 제약 조치의 시행이 경기회복을 저해한다

— 팬데믹 2.0

- 기존에 개발된 백신을 비효율적으로 만드는 하나 이상의 여러 바이러스 변종이 발생, 또는
- 백신의 예상하지 못한 물류 이슈나 부작용이 경기회복을 저해할 수 있다

— 글로벌 테이퍼링

- 기대인플레이션이 상승함에 따라, 연준 및 다른 선진국의 중앙은행들이 예상보다 이른 시기에 자산매입 프로그램의 규모를 줄여서 경기회복을 중단시키거나 둔화시킬 수 있다.
- 중앙은행의 대응기조, 시기상조의 종료, 잘못된 소통은 불확실성의 원인이 될 수 있다

— 경기악화가 여러 차례 재발되는

경기회복의 장기화는 기업과 소비자의 신뢰성에 충격을 주고, 금융 부문과 같이 팬데믹이 직접적인 충격을 주지 않았던 부문에 대한 악영향을 미치게 된다

금융적 리스크
20%

통화정책의 성급한 긴축화나 과도한 재정계획과 같은 정책실수의 결과가 채권시장 전이로 이어지는 **기대 인플레이션의 디앵커링**

— **기업 지급불능 리스크:** 펀더멘탈의 개선에도 불구하고 일단 중앙은행의 유동성과 정부보증 프로그램이 줄어들게 되면, 이번 리세션의 규모로 인해 지급불능(부도) 리스크가 증가할 수도 있다

— 국제 위기

- 평시 기준으로 GDP 대비의 비율이 사상 최고 수준에 도달한 공공부채를 가진 대다수의 국가들은 정책오류가 발생하는 경우에 신용등급의 하락 및 금리 상승에 취약하게 된다
- 신흥국 시장의 약세(단일원자재 수출국, 관광업 집중)은 국제수지 위기를 맞고 채무불이행 리스크를 증가시킬 수 있다

— 양 방향 모두에서 영향을 미칠 수 있는 USD 불안정성:

- (1) 평가절하는 연준이 자산매입 프로그램(APP)을 중단하도록 만들 수도 있으며, 재무성증권 시장에 부정적인 영향을 미치고, 유로통화권과 일본에 디플레이션을 가져오게 되고, 신흥국 경기회복을 저해할 수 있다;
- (2) 평가절상은 미국 재무성증권 수익률 상승의 영향이 유로통화권 채권시장으로 확산되면서 신흥국에 악영향을 줄 수 있다.

정치적/지정학적 리스크
20%

— 미국/유럽 vs 중국의 냉전

- 미국은 중국에 강경노선을 취하고 있다.
- 일부 재제조치와 중국기업의 상장폐지는 갈등고조의 징후이다
- 유럽 국가들은 자신의 경제적 이해에도 불구하고 미국의 노선을 따를 수 있다
- 남중국해나 대만 해협에서의 우발적인 충돌의 가능성

— 독일, 프랑스 또는 이탈리아의 **유럽의 포퓰리스트 지지세**가 유럽연합의 추가적인 파편화로 이어질 수 있다

— 신흥국 정치적 불안정성 견인 요인:

- 혼란스러운 코로나 위기 관리 및 채무 지급불능의 조치
- 「아랍의 봄」에서 나타났던 것과 유사한 새로운 사회적 소요의 발생으로 이어지는 식품 가격 상승

— IT 시스템(보안, 에너지 및 의료보건 서비스)을 중단시키는 **사이버 공격 또는 데이터 유출**

— 선진국 노동시장에서 나타나는 **이력효과에 대한 과소평가**는 실업률 상승과 더불어서 사회적 긴장을 발생시킬 수 있다

+ 현금, 연계채권, JPY, 금, USD, 경기민감주에 대비한 경기방어주

+ CHF, JPY, 금, CDS, 옵션, Min Vol

+ 선진국 국채, 현금, 금, 연계채권, USD, 변동성, 윌리티

- 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 이른

● 전환점에 접근 중

● 전환점이 접근했음

●●● 경제적 배경

- 코로나19 제약조치가 완화됨에 따라 경제활동이 강화되었으며, 이는 고차 주기의 데이터와 최근의 PMI에서 확인되고 있다. 소프트 데이터에 따르면, 현재 진행 중인 경제 재개에 대한 낙관론을 확인시키면서 강력한 업사이드 서프라이즈를 보여주고 있다. 특히, 소매 및 상업 활동의 상승은 팬데믹에 가장 크게 충격을 받았던 부문들이 현재 바닥을 치고 있음을 확인시켜 주고 있다. 경제활동 상승 궤적의 컨센서스는 프랑스와 이탈리아의 가파른 추세와 더불어서 계속되고 있다.
- 미국의 경제활동도 지속적 비율로 계속 증가하고 있다. 서베이는 미국 경제의 재개를 떠받치는 강력한 신뢰를 확인하면서 이러한 경제 활동의 증가 사실을 제시하고 있다. 하지만, 경기서프라이즈(CESI) 지수는 소프트 및 하드 데이터 서프라이즈에서 완화되고 전반적인 안정세를 유지함으로써 하락세로 반전되었다.

●●● 펀더멘탈 및 밸류에이션

- 대부분의 주식은 사상 최고점에 도달했으며, 수익성 회복은 견고하게 유지되지만 밸류에이션은 다른 각도에서 보면 비싼 것으로 보인다.
- 중앙은행의 유동성 주입은 시장에서 여전히 높은 수준이라는 유일한 주장이지만, 이러한 기여 요인들은 향후 사라질 것으로 예상된다.
- 절대적 주가수익률(PE) 수준은 역사적 추이를 상회하고 있으며, 이는 투자자 시장안주의 징후이다.

중립적 + 자산배분

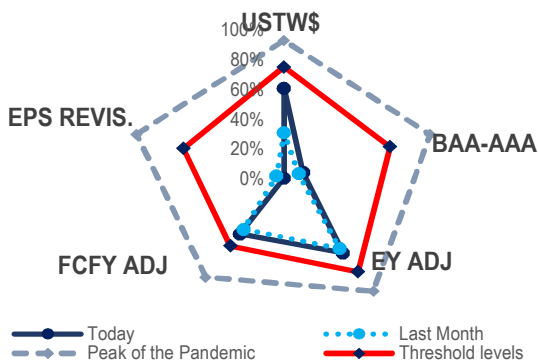
●●● 기술적 요인

- 지난 달과 관련하여 우리의 기술적 톨박스에서 기여요인에는 커다란 전환은 없었다.
- 시장은 연준의 언급을 처음에는 매파적인 것으로 간주했지만 시장의 요동침은 단지 수일 동안만 지속되었고, 그 이후에 주가는 우상향의 움직임을 계속했다. 이는 전 종목에 대한 안정적 “모멘텀”으로 구조화되기에는 충분하지 않았고, 역투자 매수 신호로 지속되기에는 너무 빨랐던 것일 수 있다.
- RSI는 연방공개시장위원회(FOMC)의 6월 회의 이전에 과잉매수의 영역에 있었지만, 회의에서 나온 매파적인 언급 후에는 다른 방향으로 전환하고 물결이 잦아진 다음에는 다시 상승으로 돌아서는 움직임을 보였다. 기술적 요인은 본 분석을 작성하는 시점을 기준으로 방향성 바이어스가 부재한 상태에서 혼재된 상태를 유지한다.

●●● 시장분위기

- 연준은 금리전망 점도표를 변경했으며, 이제 2023년에는 두 차례의 금리인상이 있을 것임을 나타내고 있다. 매파적 언급이 있은 이후에 나타났던 위험자산의 급격한 조정은 시장의 상대적 기대감을 설명해 준다.
- 하지만, 변동성은 경미하게만 상승했으며, 우리의 프레임워크에서 시스템리스크 분위기의 실질적인 악화가 있다는 증거는 존재하지 않는다.
- 금융조건은 온건하게 악화되었으며, 글로벌 신흥국 금융상황지수(GEM FCI)가 가장 커다란 타격을 받았다. EPS 수정과 우량하게 관리되고 있는 크레딧 리스크 프리미엄(본 분석의 작성 시점을 기준으로 Moody의 65bps 미만으로 유지)에 의한 CAST 오프셋의 증거에도 불구하고 이는 일차적으로 USD의 반등세에 의한 것이다.
- 기관투자자의 리스크성향(크로스애셋 스펙트럼 내에서 여전히 리스크 친화적(pro-risk))은 이를 확인해 주는 것으로 보이지만, 대부분의 매트릭스가 역사적 기준과 비교하여 과장되어 있는 것으로 감안(비록 그 정향성은 일정하지만)하여 지속적으로 모니터링 되어야 할 필요가 있다.

여전히 부양적인 Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST)



CAST는 매우 낮은 리스크 인식을 나타내고 있다.

전초징후(Sentinels)는 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 클립

1 선진국: 미국과 유로통화권의 성장률과 인플레이션 상황 조정

- 1분기 GDP 데이터는 업사이드 서프라이즈를 나타냈으며, 이에 따라 우리는 예측을 상향 조정했다.
- 우리는 미국 GDP는 2021년 7.4%(이전 예측수치 7.2%), 2022년 4%, 유로통화권 GDP는 2021년 4.4%(이전 예측수치 3.3%), 2022년 3.6%로 예측하고 있다.
- 또한, 우리는 월별 수치가 예상보다 강세를 보임에 따라 인플레이션도 상향 수정했다.
- 중앙은행에 대해 예상:
 - 연준은 2022년 시작과 함께 테이퍼링을 시작할 것이며, 금리 리프트오프(lift-off, 역주: 최초 금리 인상)는 2023년말부터 시작될 것이다.
 - 유럽중앙은행은 2022년 동안에 경기부양책을 계속 제공할 것이며(세부내용은 9월 회의에서 발표될 예정임), 이는 PEPP의 연장/현재의 APP 유지 또는 PEPP의 테이퍼링/종료+APP 증가의 형태가 될 것으로 보인다.

투자 중요 함의:

- 핵심국 국채 12개월 목표가격 변경: 미국국채 10년물 2.10/2.30% (이전 수치: 1.8/2%) - 독일국채 10년물 -0.10/+0.10% (이전 수치: -0.20/0.00%) - 영국국채 10년물 1.10/1.30% (이전 수치: 0.90/1.10%).

2 USD: 미국 달러화를 계속 압박하고 있는 단기금리

- 연준의 평균물가목표제(FAIT) 약속(즉, 리프트오프의 최초 시기에 대해서 매우 비둘기파적인 견지 유지)의 영향으로 플랫한 상태를 유지하고 있는 초단기 금리(front end rates)로 인해 달러화 헤징의 비용이 하락하고 있다.

투자 중요 함의:

- 연준은 비둘기파적인 포지션을 유지하고 있음에도 불구하고, 미국에 대한 강력한 성장 전망은 미국 통화의 다운사이드 리스크의 기준을 더 높게 설정한다.
- 따라서, 우리는 USD의 강세를 예상하며, 2022년 1분기의 EUR/USD를 1.16으로 예측한다.

3 원자재 슈퍼사이클

- 지난 수년 동안의 미진한 성장으로 인한 수요의 약세가 여러 새로운 광산 개발 프로젝트를 중지하도록 만들었기 때문에 기본 금속에서 현재의 재고 부족은 새로운 것은 아니다.
- 석유 생산은 코로나 발생 이전 수준에서 크게 하회하고 있으며, 이란 제재와 관련된 이슈가 해결되면 석유 생산은 이전 수준으로 재개될 것으로 예상된다.

투자 중요 함의:

- 최근의 석유 부족은 올해말까지 완화(12개월 목표가격: WTI 기준 \$65)될 것이며, 기본 금속 재고부족도 마찬가지로 완화될 것이다.

4 중국 경제성장률과 RMB 평가절하

- 중국의 경기회복이 강력한 속도로 계속되어 2021년 GDP 8.9-9.5%로 예상된다.
- 소비자물가지수(CPI)는 계속 강세를 보여 전년대비 1-2%가 되고, 생산자물가지수(PPI)는 5월에 전년대비 약 8%로 피크를 칠 가능성이 높다.
- 중국인민은행(PBoC)의 지급준비율(RRR) 인상과 대외투자 승인은 RMB 평가절상을 완화시키려는 시도이다.

투자 중요 함의:

- 중국인민은행이 위안화 강세를 억제하려는 노력의 결과와 USD 강세에 대한 기대감으로 인해 RMB의 경미한 평가 절하가 나타날 것으로 보인다.
- 목표가격: 2021년 4분기/2022년 2분기 USD/CNY 6.5/6.6.

코로나19 현황 요약

- Pierre BLANCHET, Head of Investment Intelligence

성공적인 백신접종 프로그램에도 불구하고, 영국에서는 지난 주에 주로 델타 변이의 신규 확진자 3.5만명(이전 주 대비 +46% 증가)이 기록되었다. 신규 확진자의 90%가 델타 변이를 차지하여 코로나 바이러스의 지배종을 이루었다. 영국 총리는 최종적인 사회적 제한조치의 해제를 연기해야만 할 수도 있다. 포르투갈에서도 코로나 상황이 급속히 악화되고 있으며, 브라질과 러시아에서도 신규 확진자의 수가 증가하고 있다. 델타 변이의 중증도는 불분명하지만, 그 감염력은 “영국” 변이보다 60% 강력한 것으로 추정되고 있다. 감염병 예측에 따르면 델타 변이는 8월말까지 코로나19 확진자의 90%를 차지할 것으로 나타났으며, 이는 잠재적으로 여름 휴가 이후에 북반구에서 또 다른 감염병 대확산을 유발할 수도 있다.

본 분석을 작성하는 시점을 기준으로 전세계 인구의 1/4이 코로나 19 백신을 1회 이상의 접종을 했지만, 최빈국에서는 1% 미만이 접종을 했다. 전세계적으로 30억회 이상의 접종이 이루어졌다. 매일 4천회의 백신이 투여되는 현재의 일별 속도를 감안하면, 집단면역에 근접하기 위해서는 (최소한) 6-9개월이 소요될 것으로 보인다. 여러 바이러스 변이 중의 하나 이상이 기존의 백신을 효과적이지 않게 만들거나 및/또는 백신이 예상하지 못한 부작용을 생성하는 상황을 우리는 여전히 핵심적인 리스크 중의 하나로 간주하고 있다.

AMUNDI 자산종목 견해

	자산종목	견해	1개월 변화	근거
주식 플랫폼	미국	=		계속되는 백신접종과 경제 재개와 결합된 바이든 대통령의 재정지출 계획은 상품 및 서비스 부문에 대한 소비자 지출을 떠받칠 것이다. 하지만, 일부 주에서 정부지불의 종료, 잠재적인 세금인상, 공급부족의 결과로 인한 인플레이션은 저해요인으로 작동할 수 있다. 이러한 환경에서, 우리는 선별적인 포지션을 유지하며 이익마진을 보존하기 위해 투입가격의 상승을 소비자로서 전이하는 가격결정권을 보유하고 있는 기업을 모색한다.
	미국 가치주	+		우리는 가치주(특히, 초우량주), 경기민감주에 건설적인 포지션을 유지하며, 경제 데이터가 예측과 일치함에 따라 아웃퍼포먼스의 책임이 시장 선별(베타)에서 보안 선별로 전환한다는 사실을 우리는 인지하고 있다. 이러한 로테이션은 인플레이션 상승, 채권수익률의 온건한 상승, 강력한 경제성장으로 뒷받침되어 장기적인 추이로 유지될 것이다.
	미국 성장주	-		우리는 초고속성장주/투기적 성장주 세그먼트에 대해 방어적인 포지션을 유지하며, 이러한 세그먼트는 올해초에 보였던 과도한 시장과열에서 이미 벗어나고 있다. 금리와 인플레이션의 기대감은 추가적으로 상승하고 있으며, 이러한 추이는 계속될 수도 있다.
	유럽	=		강력한 경제성장률과 완전적인 정책(유럽중앙은행과 「차세대 유럽연합」(NGEU) 계획)은 유럽 지역에 혜택을 주는 경기사이클적 회복이라는 우리의 견해를 뒷받침한다. 하지만 다수의 호재는 이미 시장에서 가격으로 반영되었으며, 우리는 일부 기업에 이익마진에 인플레이션 압박을 감안하여 상대적 가치에 포커스를 두고 선별적인 포지션을 선호한다. 흥미롭게도, ESG, 투자자 행동주의, 소주주주 권리는 시장과 투자자에 있어서도 핵심 테마를 유지하고 있다.
	일본	=		미국과 유럽의 강력한 기업이익으로 인해 상대적인 일본의 기업이익 추이는 최근에 악화되었지만, 장기적으로 글로벌 경기사이클적 회복과 엔화 약세의 전망은 일본 시장에 우호적으로 작동할 것이다.
	신흥국 시장	=/+		신흥국 지역은 성장과 기업이익의 부활을 보이고 있으며, 밸류에이션은 매력적이지만 선별적이어야 하고 가치주/경기민감주 분야에 대한 포커스를 두어야 할 필요성이 높다. 우리는 지정학적 리스크와 미국 금리 및 인플레이션 상승의 속도에서 비롯되는 일부 악재를 발견하고 있다.
채권 플랫폼	미국 국채	-		우리는 미국에서 지속적인 인플레이션, 수익률 상승의 환경 및 대규모 재정적자라는 관점에서 재무성증권(UST)에 대해 신중한 포지션이다. 시장은 일시적 인플레이션(이는 어떠한 수익률의 상승도 당분간은 방지함)이라는 연준의 내러티브를 수용하고 있는 것으로 보이지만, 우리는 금리의 일반적인 방향은 우상향일 것이라고 믿고 있다. 이는 듀레이션에는 부정적일 것이다. 우리는 물가연동 재무성증권을 선호한다.
	미국 IG 회사채	=		향후의 핵심 수익률이 크레딧 가격에 영향을 줄 수 있기 때문에 투자자는 포트폴리오에서 듀레이션 시간 스프레드(duration times spread, 베타)와 동 듀레이션 리스크를 제한해야 할 것이다. 하지만, 우리는 숏 듀레이션 채권에 우호적이며, 가치를 부가할 수 있는 고유한 기회를 선호한다. 증권화된 크레딧의 경우, 대부분의 부문이 회복되었다고 생각되기 때문에 우리는 밸류에이션을 의식하는 견지를 취한다.
	미국 HY 회사채	=		경제와 펀더멘탈이 개선되고 낮은 금리로 채권을 리파이낸싱 할 기회가 있는 상황에서 HY의 캐리는 매력적으로 유지되고 있다. 하지만, 퀄리티를 높은 잠재수익성과 균형을 맞추기 위해서 우리는 매우 선별적인 포지션을 유지한다.
	유럽 국채	-/=		(「차세대 유럽연합」(NGEU) 계획이라는 관점에서) 경제의 향상, 경제 재개 및 인플레이션 압박은 국채수익률의 상향 움직임의 결과로 이어질 수 있기 때문에 우리는 유로 핵심국 국채에 신중한 포지션을 유지한다. 하지만, 우리는 유럽중앙은행이 정책지원과 수익률의 빠른 인상을 방지할 완화적인 금융조건을 계속 유지한다는 것에 확신감을 가지고 있다고 인지하고 있다. 또한, 이러한 유럽중앙은행 지원은 유럽 지역이 파탄화를 피할 수 있도록 도움을 제공하여 유로 주변국 국채를 떠받치게 된다.
	유로 IG 회사채	=/+		우리는 베타를 안정적으로 유지하지만 초우량 종목을 통해서 이를 실현하며, 특히 펀더멘탈의 향상이라는 측면에서 강력한 기술적 배경을 제공하는 유럽중앙은행 지원에서 도움을 받게 된다. 우리는 BBB 등급 및 숏 듀레이션 채권과 금융주(후순위채권), 에너지주, 자동차주와 같은 경기사이클적 부문을 선호한다. 하지만, 우리는 투자자는 선순위금융채를 회피하는 리밸런싱해야 할 것이다.
	유로 HY 회사채	=		기업이익 회복, 디레버리징 및 낮은 금리로 채권의 리파이낸싱은 모두가 낮은 등급의 종목을 모색할 수 있게 만드는 요인들이지만, 우리는 퀄리티, 수익률, 유동성 사이에서 균형을 유지한다. 우리는 핵심 수익률의 상승이 현저하게 가격에 영향을 미치는 종목을 피한다.
	신흥국 채권 경화표시	=/+		우리는 경화표시 채권에 단기적으로는 경미하게 건설적이지만, 중기적으로는 스프레드 압착의 여지가 제한적이라는 사실을 인지하고 있다. HY가 더 높은 캐리를 제공하고 리플레이션 역동성에서 우리는 회사채 IG 및 국채 공간에 대비하여 HY에 대한 기존의 선호도를 유지하며, 선별이 핵심적 사안으로 유지한다.
	신흥국 채권 현지화표시	=		우리는 특히 금리에 신중한 포지션이지만, FX의 경우 우리는 유동성에 유념하면서 높은 캐리 스토리를 선호한다. USD의 강세 전망에도 불구하고 우리는 올해 하반기에 대해 이 종목에 대한 긍정적인 견해를 증가시켰지만, 선별적 포지션을 유지한다.
기타	원자재			경기회복은 일반적으로 원자재 가격에 긍정적이다. 하지만, 기본 금속의 현재 공급부족은 과거의 미진한 수요로 인해 수년 동안에 연기/중단된 프로젝트의 결과라는 사실에 유념해야 할 것이다. 이러한 공급부족은 그런 전환과 연계된 원자재(구리)에서 더욱 확연하게 나타난다. 하지만, 올해말에는 이러한 상황은 완화될 것이다. 이와 유사하게, 석유공급도 이런 제재와 관련된 이슈가 해결되면 완화될 것이다. 우리는 12개월 목표가격을 WTI 기준 배럴당 \$65로 유지한다.
	통화			통화긴축과 재정완화는 USD를 떠받칠 것이다(금리 및 경제성장률 이점). 우리는 미국 달러화 강세를 예상한다 - 우리의 EUR/USD에 대한 올해 말의 목표가격은 1.17, 2022년 1분기의 목표가격은 1.16이다. 실질금리가 (여전히 마이너스를 유지하지만) 상승하고 기대인플레이션이 하락세로 움직일 때, USD는 수익률이 낮거나 높은 모든 FX에 대비하여 강세를 보일 것이다.

범례

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

출처: Amundi, 2021년 5월 22일 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. QE = 양적완화.

선진국

거시경제적 전망

2021년 06월 22일 기준 자료

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (PI, 전년동기대비, %)		
	2020	2021	2022 범위	2020	2021	2022
전세계	-3.5	5.9/6.7	3.7/4.6	2.6	3.2	3.2
선진국	-5.2	5.3/6.0	3.4/4.1	0.7	2.3	2.0
미국	-3.5	6.9/8.1	3.5/4.5	1.3	3.5	2.7
일본	-4.9	2.9/3.1	2.8/3.4	0.0	-0.4	0.6
영국	-9.8	5.5/6.1	4.5/5.1	0.9	1.6	2.2
유로	-6.7	4.1/4.7	3.2/3.9	0.3	2.0	1.6
독일	-5.1	2.7/3.4	3.6/4.2	0.5	2.5	1.6
프랑스	-8.0	5.6/6.4	3.5/4.1	0.5	1.7	1.6
이탈리아	-8.9	4.0/4.9	3.2/3.8	-0.1	1.5	1.5
스페인	-10.8	4.6/5.4	4.6/5.2	-0.3	1.9	1.4

출처: Amundi Research

- 미국:** 극단적으로 완화적인 정책조합(폴리시믹스) 덕분에, 미국 경제는 강력한 경기회복을 계속할 것이다. GDP는 이미 팬데믹 이전 수준을 회복했을 가능성이 큰 반면에, 노동시장은 현재 느린 속도로 회복되고 있으며 3분기부터 가속이 붙을 것이다. 인플레이션은 2분기에 피크를 치고 점진적으로 찾아들 것으로 예상되며, 우리는 본질적으로는 일시적이지만 그 지속성이 강해진 상승 압박을 감안하여 2021-2022년 인플레이션 전망을 상향 수정했다. 연준은 계속하여 목표수치를 감안하여 이러한 전개상황을 고려할 가능성이 매우 크고 완화적인 정책기조를 유지할 것이다.
- 유로통화권:** 여러 국가에서 시행된 제한조치의 결과로 1분기에 역성장을 겪은 후에, 이러한 제한조치가 해제됨에 따라 우리는 2분기에는 온건한 성장률을 예상하며, 제한조치가 전반적으로 완화되고, 백신접종이 진전을 보이면서 소비자/기업 신뢰도가 향상됨에 따라 그 이후에는 더 강력해진 성장 가속화가 뒤따를 것으로 보인다. 재정/통화의 정책조합(폴리시믹스)은 완화적으로 유지되어 경기회복을 떠받칠 것이다. 인플레이션은 주로 일시적 효과로 인해 상향 추이를 보일 것이며, 4분기에는 급상승을 나타내다가 2022년도에는 평균 추이를 하회하는 수준으로 반전될 것이다.
- 일본:** 1분기의 GDP 예상 수치 미달성과 낮은 백신접종률로 인해 우리는 이제 일본이 2021년에 다른 선진국보다 상대적으로 느린 속도로 성장할 것으로 예상한다. 집단면역은 올해 말 즈음에 성취될 가능성이 크며, 이는 의미 있는 소비 회복이 2022년 초로 연기시킬 것이다. 반면에, 일본은 탄력적인 대외수요에서 계속 혜택을 받을 것이며, 특히 중국으로부터 기계류 주문과 미국으로부터 자본재 주문이 늘어날 것으로 보인다. 글로벌 자본적지출 사이클은 일본 기업이익 성장에 유리한 상황이다. 내수수요의 완만한 회복세로 인해서 인플레이션은 침체된 상태를 유지할 것이다.
- 영국:** 새로운 바이러스 변이에 대처하기 위해서 영국 정부가 7월 중순에 전체 경제를 완전히 재개방하는 계획을 연기했음에도 불구하고, 경제부활의 신호가 강하게 지속되고 있으며, 이는 올해 하반기에 강한 모멘텀과 함께 2분기부터 성장세가 회복될 것이라는 우리의 예상을 확인시켜 주고 있다. 여러 일시적 요인으로 인해 최근 업사이드 서프라이즈를 보인 인플레이션은 올해 및 내년에는 목표수치를 지속적으로 상회할 것으로 예상되지만, 부양적인 통화/재정 정책조합(폴리시믹스)을 절충시키지는 않을 것이다.

기준금리 전망

	2021 06-25	Amundi +6개월 컨센서스	Amundi +12개월 컨센서스	Amundi +12개월 컨센서스	Amundi +12개월 컨센서스
미국	0.13	0/0.25	0.11	0/0.25	0.19
유로	-0.50	-0.50	-0.51	-0.50	-0.51
일본	-0.03	-0.1	-0.04	-0.1	-0.04
영국	0.10	0.1	0.11	0.1	0.23

출처: Amundi Research

- 연준(Fed):** 연준은 양적완화 정책의 정상화를 위한 근거를 준비하고 있다. 8월/9월에 연준이 양적완화에 대한 언급을 시작하고, 2022년초에는 자산매입에 대한 테이퍼링을 시작할 것이다. 인플레이션을 언급하는 언어는 상향 리스크를 인정하는 방향으로 전환되었다. 연준 점도표는 이제 2023년에 두 차례의 금리인상을 보여주고 있지만, 이는 포워드 가이드가 아니라 연주 위원들의 개인적인 예상이다. 커다란 불확실성은 인플레이션과 이러한 금리인상과 어떻게 관련되고, 경제 전반에 걸친 자원 활용의 확대와 긴축이 어떻게 인플레이션을 압박하는 결과로 이어질 것이며, 이는 얼마나 오래동안 지속될 수 있는가에 놓여 있다.
- 유럽중앙은행(ECB):** 지난 6월 회의에서 유럽중앙은행은 팬데믹 긴급매입 프로그램(PEPP)의 매입속도를 올해 초보다 현저하게 더 빠른 속도로 시행한다고 확인했다. 사전에 대략적으로 발표되었던 것처럼, 현재로서는 테이퍼링의 그 어떠한 징후도 없으며 정책은 매우 완화적으로 유지되고 있다. 2021년 및 2022년의 경제전망은 상향 수정되었지만, 2023년의 인플레이션 전망은 변경되지 않았고 여전히 목표수치보다 낮은 수준을 유지할 것으로 보인다. 통화적 부양조치는 계속 유지될 것으로 예상되며, 이러한 관점에서 유럽중앙은행의 9월 회의는 2021년 4분기와 2022년도의 부양정책 시행에 대한 더 자세한 가이드를 제공할 가능성이 크다.
- 일본은행(BoJ):** 일본은행은 6월 18일에, 예상되었던 바와 같이, 주요 정책을 변경하지 않고 기업 자금조달 지원을 2022년 3월까지 6개월 연장하기로 결정했다. 이러한 기업 자금조달 지원에는 현재의 지원액 68.6조엔 및 기업어음과 회사채를 매입하는 최대 20조엔을 비롯하여 코로나19에 대응하는 특별 파이낸싱 프로그램도 포함하고 있다. 쿠로다 일본은행총재는 일본경제는 향상되고 있으며 백신접종이 임계 수준에 도달한 이후에는 인플레이션이 결국은 상승할 것이라고 언급하면서 신중하게 낙관적인 전망을 유지했다. 현재의 낮은 백신접종률과 더불어 일본은행은 2021년에 대응을 늦추는 상태(뒷북을 치는 자세)를 유지할 것이다.
- 영국중앙은행(BoE):** 지난 번의 마지막 회의에서 영국중앙은행(영란은행)은 한 명의 통화위원이 자산매입 프로그램의 전체 규모의 축소하는 방향으로 투표했음에도 불구하고 그 목표규모수치는 8,950억 파운드 유지했다. 이와 동시에, 영국에서 양적완화(QE)는 무기한이 아니며 채권매입이 일정보다 훨씬 앞선 상태를 보이고 있기 때문에, 영국중앙은행은 채권매입 속도를 줄인다고 발표했다. 2021년 GDP 예측을 5%에서 7.25%로 확연하게 상향 수정했음에도 불구하고 영국의 통화정책위원회(MPC)는 통화긴축을 하기까지는 엄청나게 남아있다는 전반적으로 비둘기파적인 메시지를 내고 있다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
Fed FOMC	7월 28일
ECB정책위	7월 22일
BoJ MPM	7월 16일
BoE MPC	8월 5일

출처: Amundi Research

신흥국

거시경제적 전망

2021년 06월 22일 기준 자료

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2020	2021 범위	2022 범위	2020	2021	2022
전세계	-3.5	5.9/6.7	3.7/4.6	2.6	3.2	3.2
신흥국	-2.2	6.4/7.2	4.0/4.9	4.0	3.9	4.1
중국	2.3	8.6/9.2	5.1/5.7	2.5	1.1	2.4
브라질	-4.1	4.9/5.9	1.0/3.0	3.2	6.9	4.3
멕시코	-8.3	5.8/6.8	2.0/4.0	3.4	5.1	4.1
러시아	-3.1	3.0/4.5	2.0/3.5	3.4	5.5	4.4
인도	-7.1	9.0/10.2	4.6/6.0	6.6	5.5	6.0
인도네시아	-2.0	3.8/4.6	4.6/5.6	2.0	2.1	3.2
남아공	-6.9	3.6/4.6	2.0/3.0	3.2	4.4	4.7
터키	1.6	4.3/5.3	3.7/4.7	12.3	15.3	11.4

출처: Amundi Research

- **중국:** 5월의 성장률은 다시 예상보다 약세로 나타났다. 제조업 생산량 성장률도 예상보다 빠른 속도로 떨어졌지만, 우리는 이러한 약세는 부분적으로 7월 1일의 공산당(CCP) 창당 100주년 기념을 준비하는 데에 있어서 비롯된 공급의 제한에 기인되었을 수 있다고 믿고 있다. 하지만, 중국 남부의 감염병 발발로 인한 제약조치 재개로 인해 소비 성장은 완만한 상태였고 관광업 회복은 6월에 정제되었다. 그 결과, 우리는 올해 전체에 대한 성장률 예측은 0.3% 낮춘 8.9%로 수정했다. 인플레이션의 측면에서, 우리는 원자재 인플레이션 리스크가 완화되고 돼지고기 가격의 하락을 바탕으로 소비자물가지수(CPI)는 약세로 유지될 것으로 예상된다.
- **인도:** 팬데믹 확산의 감소와 제한조치의 부분적 해제는 이동성 데이터에서 점진적이지만 지속적인 회복을 유발했다. 접근이 가능한 소수의 월별 수치는 여전히 5월에 경기둔화를 나타내고 있으며, 2022 회계연도의 GDP는 하향 수정된 전년동기대비 9%-10% 예상 범위와 부합하는 수치이다. (투입가격에서 근원물가에 이르는) 인플레이션의 예상하지 못한 급격한 상승으로 인해 통화정책의 측면에서는 다른 옵션의 여지가 거의 없는 반면에, 재정적 측면의 소규모 프로그램들(식품 지원 프로그램 11월까지 연장, 전국민 무료 백신 접종, 농촌 일자리 프로그램)이 발표되거나 연장되었다.
- **브라질:** 이동성과 경제활동이 반등세를 보였으며, 컨센서스는 2021년 GDP 예측을 가시적으로 높게 상향 조정했다 - 우리는 경제성장률이 5%를 약간 상회할 것으로 보고 있다. 전년동기대비 8%를 넘어서 인플레이션은 아직까지는 피크에 도달하지 않았으며, 2차효과(second-order effects)의 징후도 나타나고 있다. 물가 상승의 리스크 발생을 유념하고 있는 인도중앙은행(BCB)은 재정상화와 관련된 사인들 '부분적'으로 철회했으며, 금리를 (4.25%로) 75bps 인상하고, 또 다른 75bps의 금리인상을 '사전 발표'했다(필요한 경우에 그 속도를 가속화하는 대비도 갖추고 있음). 인도 행정부는 긴급 소득지원 프로그램을 부가적으로 3개월 더 연장할 가능성이 크지만, (비율의 계산에서 분모의 상승으로 인한) 낮은 부채비율이라는 관점에서 이러한 추가적인 재정지출이 우려를 일으키지는 않을 것이며 매크로/마이크로의 개혁을 진행시키는 데에는 무리가 없을 것이다.
- **러시아:** 러시아 경제는 급속 회복 모드에 들어서 있으며, 실질 GDP는 2021년 2분기에 위기 이전 수준으로 회복될 것으로 예상된다. 2021년 GDP 성장률은 3.5% 근처 또는 심지어는 그 이상이 될 것으로 보인다. 공급은 확대되고 있지만, (국내 및 해외 모두의) 수요 압박이 더욱 강해지고 있으며, 이는 인플레이션 가속화로 이어지고 있다. 5월의 인플레이션은 전년동기대비 6%를 기록했으며, 이는 4월의 5.8%보다 빨라진 상태이다 - 이러한 수치는 목표수치인 4%를 훨씬 상회하고 있다. 러시아중앙은행(CBR)은 지난 6월 11일에 정책금리를 50bps 인상하여 5.5%로 높였다. 러시아중앙은행에 의하면, 인플레이션은 2022년 하반기가 되어야만 목표수치로 복귀할 것으로 예상된다. 리스크의 균형이 인플레이션 관련 리스크로 더욱 치우쳐져 있는 상황을 감안하여, 우리는 러시아중앙은행의 7월 회의에서 추가적인 금리인상이 있을 것으로 예상한다.

기준금리 전망

	2021 06-28	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.85	3.85	4.02	3.95	4.27
인도	4.00	4.25	4.00	4.50	4.20
브라질	4.25	7.00	6.25	7.00	6.45
러시아	5.50	6.25	6.10	6.25	6.10

출처: Amundi Research

- **중국인민은행(PBoC):** 「루자주이 포럼」에서 이강 총재는 중국인민은행이 최근에 높은 수준으로 상승한 생산자물가지수(PPI) 대신에 평균인플레이션율을 살펴볼 것이라는 명확한 메시지를 전달했다. 따라서, 성장회복 모멘텀이 둔화되고 인플레이션 리스크가 완화되는 하반기에는 중국인민은행이 인플레이션에 대한 대응을 늦추는 상태를 유지할 것으로 예상된다. 코어 소비자물가지수(CPI)가 2%를 넘어서 상승할 경우에, 우리는 대출우대금리(LPR)의 5bps 인상이 2022년 상반기에 두 번 있을 것으로 예상된다. 중국인민은행은 이전 달에 비교하여 은행간 시장에 대한 완화적인 견지를 낮추었으며, 국제 발행의 증가의 와중에서도 추가적인 유동성 주입을 철회했고 이는 금리의 점진적 상승을 유발했다.
- **인도중앙은행(RBI):** 인도중앙은행은 6월초에 정책금리를 4%에서 동결하고 양적완화 프로그램(G-SAP)의 2022 회계연도 2분기(1.2조 루피 추가 - 2022 회계연도 1분기보다 경미하게 늘어난 수준)까지 확대하기로 결정하여 기존의 비둘기파적인 견지를 확인했다. 이와 더불어, 인도중앙은행은 접촉에 민감한 부문과 중소기업의 신규대출을 위한 새로운 창구를 「중소산업개발은행」(Small Industries Development Bank)을 통해서 개설했다. 이러한 결정 이후에 발표된 인플레이션이 상승한 일련의 수치(5월의 헤드라인 인플레이션 6.3%)는 서프라이즈로 작동하면서, 인도중앙은행은 중립적 포지션을 강화한 견지로 전환하는 계기가 되었다.
- **브라질중앙은행(BCB):** 미국 연준이 점도표를 바쁘게 점도표를 새롭게 구성하는 동안에, 브라질중앙은행은 금리인상(추가적으로 75bps를 인상하여 4.25%가 됨)에 몰두하고 있었다 - (기대인플레이션이 계속 악화되는 경우에 브라질중앙은행은 정상화의 속도를 빠르게 할 준비가 되어있음에도 불구하고) 이와 비슷한 수준으로 8월에도 금리인상이 있을 것임을 '사전 발표'하고 '부분적' 정상화에 대한 인용을 철회했다. 브라질중앙은행의 정책위원회인 Copom은 인플레이션 압박과 2차효과를 줄이기 위해서 이제 점진적으로 중립적인 견지로 회귀하고 있다. 우리는 완전한/6.50%로 정상화가 10월까지 있을 것으로 예상하며, 12월에 또 다른 금리인상(50bps)가 있을 가능성(이렇게 되는 경우 중립적 견지가 경미하게 줄어들고 긴축적인 견지가 늘어나게 됨)이 상당하다고 보고 있다.
- **러시아중앙은행(CBR):** 러시아중앙은행은 6월 11일에 정책금리를 다시 50bps 인상하여 5.5%로 올렸다. 인플레이션 압박이 강화됨에 따라, 러시아중앙은행에 의하면, 그 분위기는 이전보다 더욱 매파적이게 되었다. 실질 GDP는 2분기에 위기 이전 수준으로 복귀할 것이지만, 국내와 해외의 모든 수요는 공급을 앞서고 있다. 5월의 인플레이션은 전년동기대비 6%를 기록했으며, 이는 4월의 5.8%보다 상승했으며, 이러한 수치는 목표수치인 4%를 훨씬 상회한다. 러시아중앙은행에 의하면, 인플레이션은 2022년 하반기가 되어야만 목표수치로 복귀할 것으로 예상된다. 리스크의 균형이 인플레이션 관련 리스크로 더욱 치우쳐져 있는 상황을 감안하여, 우리는 러시아중앙은행의 7월 회의에서 추가적인 금리 금리인상이 있을 것으로 예상한다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
PBoC	7월 20일
RBI	8월 6일
BCB	8월 4일
CBR	7월 23일

출처: Amundi Research

매크로 및 시장예측

거시경제적 예측
(2021년 6월 22일)

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	범위					
미국	-3.5	6.9/8.1	3.5/4.5	1.3	3.5	2.7
일본	-4.9	2.9/3.1	2.8/3.4	0.0	-0.4	0.6
유로통화권	-6.7	4.1/4.7	3.2/3.9	0.3	2.0	1.6
독일	-5.1	2.7/3.4	3.6/4.2	0.5	2.5	1.6
프랑스	-8.0	5.6/6.4	3.5/4.1	0.5	1.7	1.6
이탈리아	-8.9	4.0/4.9	3.2/3.8	-0.1	1.5	1.5
스페인	-10.8	4.6/5.4	4.6/5.2	-0.3	1.9	1.4
영국	-9.8	5.5/6.1	4.5/5.1	0.9	1.6	2.2
중국	2.3	8.6/9.2	5.1/5.7	2.5	1.1	2.4
브라질	-4.1	4.9/5.9	1.0/3.0	3.2	6.9	4.3
멕시코	-8.3	5.8/6.8	2.0/4.0	3.4	5.1	4.1
러시아	-3.1	3.0/4.5	2.0/3.5	3.4	5.5	4.4
인도	-7.1	9.0/10.2	4.6/6.0	6.6	5.5	6.0
인도네시아	-2.0	3.8/4.6	4.6/5.6	2.0	2.1	3.2
남아공	-6.9	3.6/4.6	2.0/3.0	3.2	4.4	4.7
터키	1.6	4.3/5.3	3.7/4.7	12.3	15.3	11.4
선진국	-5.2	5.3/6.0	3.4/4.1	0.7	2.3	2.0
신흥국	-2.2	6.4/7.2	4.0/4.9	4.0	3.9	4.1
전세계	-3.5	5.9/6.7	3.7/4.6	2.6	3.2	3.2

기준금리 전망

선진국					
	2021-06-25	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	0.13	0/0.25	0.11	0/0.25	0.19
유로통화권	-0.50	-0.50	-0.51	-0.50	-0.51
일본	-0.03	-0.1	-0.04	-0.1	-0.04
영국	0.10	0.1	0.11	0.1	0.23

신흥국					
	2021-06-28	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.85	3.85	4.02	3.95	4.27
인도	4.00	4.25	4.00	4.50	4.20
브라질	4.25	7.00	6.25	7.00	6.45
러시아	5.50	6.25	6.10	6.25	6.10

장기채권수익률 전망

2년물 채권수익률					
	2021-06-25	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	0.27	0.20/0.35	0.47	0.35/0.50	0.68
독일	-0.65	-0.70/-0.50	-0.67	-0.70/-0.50	-0.66
일본	-0.11	-0.20/-0.10	-0.11	-0.20/-0.10	-0.14
영국	0.08	0/0.25	0.22	0.25/0.5	0.31

10년물 채권수익률					
	2021-06-25	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	1.49	1.8/2.0	1.64	2.1/2.3	1.76
독일	-0.18	-0.20/-0.0	-0.13	-0.10/+0.1	-0.06
일본	0.05	0/0.20	0.10	0/0.20	0.13
영국	0.75	0.9/1.1	0.93	1.1/1.3	1.01

통화 전망

	2021-06-25	Amundi 2021년 4분기	컨센서스 2021년 4분기	Amundi 2022년 2분기	컨센서스 2022년 2분기
EUR/USD	1.19	1.17	1.21	1.16	1.24
USD/JPY	111	113	109	114	110
EUR/GBP	0.86	0.85	0.85	0.85	0.85
EUR/CHF	1.09	1.11	1.12	1.11	1.13
EUR/NOK	10.14	9.83	9.83	10.19	9.80

	2021-06-25	Amundi 2021년 4분기	컨센서스 2021년 4분기	Amundi 2022년 2분기	컨센서스 2022년 2분기
EUR/SEK	10.13	9.97	9.95	10.23	9.90
USD/CAD	1.23	1.20	1.22	1.24	1.21
AUD/USD	0.76	0.79	0.78	0.74	0.79
NZD/USD	0.71	0.71	0.74	0.68	0.75
USD/CNY	6.46	6.55	6.39	6.65	6.30

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.

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT OUTLOOK

**H2 2021 - Inflation blows on markets, and investors need to act (28-06-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Global Head of Research

ASSET CLASS VIEWS

**Asset Class Return Forecasts - Q2 - 2021 (07-05-2021)**

DEFEND Monica, Global Head of Research - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - KIM Jung, Senior Quantitative Analyst - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

SHIFTS & NARRATIVES

**Shifts & Narratives #7 - Opening the Pandora's box of social risks: Consequences for investors (14-06-2021)**

LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement, and Voting - SANTARSIERO Sofia, Business Solutions and Innovation Analyst

Shifts & Narratives #6 - Technology trends in Asset Management and Saving Industry (09-06-2021)

SAUVAGE Romain, Head of Product Marketing & Communication, Amundi Technology - LESAGE Guillaume, Chief Operation Office - EL GHARIB Joseph, Head of Business Development, Amundi Technology

Shifts & Narratives #5 - A unique crisis that opens the way to multiple regime shifts (08-06-2021)

Pascal BLANQUÉ, Group Chief Investment Officer - Didier BOROWSKI, Head of Global Views, Global Research

Shifts & Narratives #4 - In search of a new international order (26-05-2020)

MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - BOROWSKI Didier, Head of Global Views

INSIGHTS PAPERS

**Biden agenda: tackling income inequality and its potential inflation impact (18-06-2021)**

UPADHYAYA Pares, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US - AINOZ Valentine, Deputy Head of Developed Markets Research

The inflation moment - Strategies to protect portfolios from inflation risk (08-06-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer

Insurers' portfolios: re-load the income engine, go beyond the traditional investment universe (07-06-2021)

DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income investment platform - MUNERA Romain, Head of Buy & Maintain - SINKOVA, CFA Natalia, Senior Portfolio Manager, Buy & Maintain

WORKING PAPERS

**Robo-Advising for Small Investors: Evidence from Employee Savings Plans (07-06-2021)**

BIANCHI Milo, Toulouse School of Economics, TSM, and IUF, University of Toulouse Capitole - BRIÈRE Marie, Amundi Research

Measuring and Pricing Cyclone-Related Physical Risk under Changing Climate (03-06-2021)

Théo Le Guenedal, Quantitative Research - Philippe Drobinski, LMD-IPSL, Ecole polytechnique - IP Paris, ENS - PSL Université, Sorbonne Université, CNRS, France - Peter Tankov, CREST-ENSAE, IP Paris

DISCUSSION PAPERS

**Inequality - what is at stake (2-4) - Pro-Piketty and Anti-Piketty - A review of the literature in 20 topics (07-06-2021)**

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

Inequality: what is at stake (1/4) - Globalisation, growth, financial liberalisation and inequality (07-06-2021)

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

**Reindustrialisation, interventionism, sovereignty, deglobalisation...
How Covid-19 and economics transform the world (19-05-2021)**

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

INVESTMENT TALKS

**June FOMC review: the talk of talk of tapering has begun (17-06-2021)**

J. TAUBES Kenneth, CIO of US Investment Management - UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

European equity value has further to go in this cycle (29-03-2021)

ELMGREEN Kasper, Head of Equities - WOSOL Andreas, Head of European Equity Value

REPORT

**Emerging Market Green Bonds - Report 2020 (19-04-2021)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - LACOMBE Jean-Pierre, Director, Global Macroeconomics, Market and Portfolio Research IFC

Amundi Research Center



**Amundi 간행물
알아보기**

research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Policies
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies 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, 사적적, 징벌적, 결과적 또는 다른 유형의 손해(이익 상실 포함, 이에 한정되지는 않음)에 대해서 책임이 있지 않다. (www.msicibarra.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 Asset Management, 자본금 €1,086,262,605의 “société par actions simplifiée” - 프랑스 금융감독기관 규제대상의 포트폴리오 운용사: 등록번호 GP04000036 - 본사 주소: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

사진 저작권: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Thongkoch Chutpattarachai

대표 편집인

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer

편집인

DEFEND Monica, Global Head of Research

Global Research 기여자

AINOUZ Valentine, Deputy Head of Developed Markets Strategy Research, CFA
BERARDI Alessia, Head of Emerging Macro and Strategy Research
BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist
BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence
BOROWSKI Didier, Head of Global Views
CESARINI Federico, Head of DM FX, Cross Asset Research Strategist
DROZDZIK Patryk, Senior EM Macro Strategist
GEORGES Delphine, Senior Fixed Income Research Strategist

부편집인

BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Head of Global Views

HERVÉ Karine, Senior EM Macro Strategist
HUANG Claire, Senior EM Macro Strategist
PERRIER Tristan, Global Views
PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research
USARDI Annalisa, Senior Economist Cross Asset Research
VANIN GREGORIO, Cross Asset Research Analyst
VARTANESYAN Sosi, Senior Sovereign Analyst

Amundi Insights Unit 기여자

BERTINO Claudia, Head of Amundi Investment Insights Unit
CARULLA POL, Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Deputy Head of Amundi Investment Insights Unit
DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit
PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit

개념정립 및 생산책임

BERGER Pia, Research
PONCET Benoit, Research

본 문서는 전문고객, 투자운용사 및 기타 금융산업 전문가에게 독점적 정보제공을 목적으로 한다