

# CROSS ASSET

## 투자전략

Monthly

06호

2020년  
6월



CIO 견해

현실에서 크게  
괴리된 시장

이번 달의 토픽

1분기 기업 실적 발표에도 불구하고,  
컨센서스는 여전히  
너무 낙관적으로 보임

## 2020년 6월 -제6호

차례

### 글로벌 투자견해

#### CIO 견해

##### 현실에서 크게 괴리된 시장

p. 3

허위의 시장 평온함과 이번 위기의 기간 및 이에 따른 장기적 함의에 대한 높은 수준의 불확실성 사이의 이분법이 확연하게 부각되고 있다. 시장의 희망과 경제/팬데믹의 현실 사이에서 분리되는 지금은 신중한 포지션을 유지할 시기라는 우리의 투자확신을 강화시키고 있다 - 대박을 추구하진 않아야 하지만, 점진적이며 선별적으로 경기회복의 느린 경로로 포지션 된 투자 테마에 플레이하고 유동성에 유념해야 한다.

#### 거시경제

##### 주식: 약세장 랠리 또는 의미 있는 반등?

p. 4

중앙은행은 현재 및 2009년 모두의 경우에서 비전형적인 정책을 수행하고 있지만, 지금은 밸류에이션이 너무 극단적이어서 배수(multiples) 확장으로 견인되는 강세장이 될 가능성은 낮다.

#### 멀티에셋

##### 리스크를 역동적으로 관리할 것 - 강세장 추구를 피할 것

p. 5

우리는 주식에 대해 방어적인 견지를 유지한다 - 크레딧과 주변국 채권에 대한 긍정적인 견해는 중앙은행의 부양책에 의해 뒷받침된다.

#### 채권

##### 크레딧 질이 핵심임

p. 6

우리는 시장전이를 모색하고 있으며, 이번 위기를 견디지 못하는 종목을 회피하기 위해서도 노력한다. BBB 시장 비중이 크게 증가함에 따라 이와 관련된 상황의 중요성이 더욱 커졌다.

#### 주식

##### 기업실적에 대한 낮은 가시성으로 신중함이 요구됨

p. 7

기업배당은 주주뿐만 아니라 사회에 대해서도 책임 있는 자세를 요구하는 기업운영의 환경을 반영할 것이기 때문에, 이제 경기사이클에 따라 움직일 가능성이 크다.

### 테마

#### 경기회복 국면 중에 수익률곡선 제어하기

p. 8

중앙은행은 코로나19 위기 동안에 경기회복을 뒷받침하는 정책수단의 일환으로 수익률곡선 제어를 이행할 수도 있다. 수익률곡선 제어는 매력적이지만, 이러한 정책의 이행 및 종로의 리스크는 그 효용성을 상쇄시킬 수도 있으며, 특히 유통화폐권에서 그러하다. 또한, 연쇄적인 무위험자산이 위험자산이 일시적으로 불안정하게 만들 수 있기 때문에 금융시장에 대한 영향이 현저하게 나타날 수도 있다.

#### 미국 소비자의 상태: 약세이지만 탄력적임

p. 9

대규모 정부지원과 건전한 소비자의 재정상태는 상대적으로 짧지만 매우 깊은 리세션을 통과할 수 있는 수단을 소비자에게 제공하고 있다. 우리는 소비자의 채무 상환능력을 측정하기 위해서 실업의 강도와 지속기간을 긴밀하게 관찰하고 있다. 정부의 유동성 백스톱이 금융시장에 안정을 계속 제공하고 있고, 우리는 적극적인 관리를 위한 비옥한 환경이라고 믿고 있다.

### 이번 달의 토픽

#### 1분기 기업 실적 발표에도 불구하고, 컨센서스는 여전히 너무 낙관적으로 보임

p. 13

1분기 실적은 팬데믹에 커다란 충격을 받아 미국의 S&P 500은 -12%, 유럽의 Stoxx 600은 -35% 줄어 들었으며, 더구나 1분기의 말까지는 팬데믹이 거의 시작되지 않았었던 상태였다. 따라서, 2분기에는 훨씬 더 악화될 것이라고 예상하는 것이 안전할 것이지만, 이는 올해 안에 바닥을 치는 수치일 것이다. 그럼에도 불구하고, 컨센서스는 2분기 기업실적과 2020-2021년도에 대해서 여전히 과도하게 낙관적인 것으로 보인다. 따라서, 경제 재개에 따른 긍정적인 영향이 이미 가격에 반영되어 있는 것으로 보인다.

### 시장 시나리오 및 리스크

- > 중심 및 대안 시나리오 p. 17
- > 상위 리스크 p. 18
- > 글로벌 리서치 클럽 p. 19
- > Amundi 자산 종목 견해 p. 21

### 거시경제적 현황

- > 선진국 거시경제적 전망 시장 예측 p. 22
- > 신흥국 거시경제적 전망 시장 예측 p. 23
- > 거시경제 및 시장 예측 p. 24
- > 당사 예측에 대한 고지사항 p. 25
- > 주요 간행물 p. 27

## CIO 견해



**PASCAL BLANQUÉ**  
그룹 최고투자책임자(CIO)



**VINCENT MORTIER**  
그룹 최고투자부책임자

## 현실에서 크게 괴리된 시장

허위의 시장 평온함과 이번 위기의 기간 및 이에 따른 장기적 함의에 대한 높은 수준의 불확실성 사이의 이분법이 확연하게 부각되고 있다. 우리의 견해로는 어둠의 터널을 전혀 빠져나오지 못했으며, 현재의 시장 수준은 여전히 ‘조만간 위기가 종료될 것이라는 과도한 장미빛’의 환상을 가격에 반영하고 있기 때문에 투자자는 경계를 유지해야 한다. 다음과 같은 **세 가지의 사이클 사이의 경쟁**이 계속될 것이다. **팬데믹 사이클의 경우**, 시장은 감염병 확진자 수의 곡선이 편평해 질 것이라는 기대감의 상승과 더불어서 유럽과 미국에서 최악의 상황은 지나갔다는 견해에 의존하고 있다. 이러한 희망 사항이 현실화되지 않는다면, 시장 긴장이 재부상할 것이다. **경기사이클의 측면에서는**, 대규모의 재정적 및 통화적 조치들은 향후 6개월 동안 보험과 같은 역할을 하겠지만, 현재의 리세션이 예상보다 심각할 경우, 시장은 더 많은 지원책이 필요할 것이고 이와 관련된 실망감은 시장 조정을 유발할 것이다. ‘크레딧’은 중앙은행의 조치에 종속되고 있다. 즉 시장조건은 개선되었지만, 정상화되지는 않았다. **신용불량 사이클의 경우**, 코로나19 위기가 잦아든 이후에 부채가 더 심화될 것으로 보이는 환경에서 그 중요성이 커질 것으로 보이며, 시장은 1차적인 채무불이행(기업부도)을 이미 가격에 반영했지만, 2차적인 채무불이행을 전형적인 소외 자산(laggard asset)에서는 가격에 반영하지 않았다. 유동성과 지급불능 사이의 공방은 계속될 것이며, 미국의 상업용 부동산이 모니터링 되어야 할 분야이다. 시장의 희망과 경제/팬데믹의 현실 사이에서 분리는 **지금은 신중한 포지션을 유지할 시기라는 우리의 투자확신을 강화시키고 있다 - 대박을 추구하진 않아야 하지만, 점진적이며 선별적으로 경기회복의 느린 경로로 포지션 된 투자 테마에 플레이 해야 한다.** 상기에서 언급된 세 가지 사이클의 불확실성에 부가하여, 경계해야 할 사안은 다음과 같다. 첫 번째로, ‘바이러스 확산 책임 비난’의 게임 속에서 미국-중국 대결의 재부상이 5월에 다시 심화된 주된 리스크였다. 두 번째로, 미국 대통령선거의 결과가 불확실하다. 세 번째로, 신흥국(브라질)은 높은 고유리스크에 당면해 있다. 마지막으로, 코로나19의 장기적인 영향(글로벌 무역의 쇠퇴, 노동에 우호적인 방향으로 정책의 균형 재조정, 비즈니스 모델의 전환, 스마트 업무와 같은 추이의 가속화)는 복잡적이며 철저히 계속 검토되어야 할 것이다. 사상 유래가 없었던 지난 3개월 동안에, 우리의 포커스는 **영구적인 손실에서 투자자본을 보호하고 부상하는 투자기회에 추가할 수 있는 여지를 확보하는 이중적 목적**에 집중되어왔다. 이러한 견지는 변경되지 않고 유지되며, 투자자는 다음에 포커스를 두어야 할 것이다.

- **유동성:** 위기의 가장 심각한 국면에서 불확실한 경기회복으로의 전환을 관리하는 데에 있어서 중요한 사안이다. 이번 위기에서 유동성은 최근의 개선되는 징후에도 불구하고 포트폴리오 구성의 핵심적인 매트릭스임이 분명해졌다. 실제로, 크레딧 시장에서 유동성의 깊이는 코로나19 확산 이전보다 더 줄어들고 고가로 유지되고 있다. 투자자는 방어적 및 공격적 전략을 위해 일부 유동성을 유지하여 기회가 발생할 때 시장의 일부 분야에서 다시 포지션을 설정할 수 있도록 해야 한다.
- **IG 크레딧에 대한 긍정적인 견지:** 이 종목은 중앙은행 부양책에서 혜택을 입을 것이며, 발행시장은 기회를 제공할 수 있다. 하지만, 투자자는 부문 및 기업 수준에서 매우 선별적인 포지션을 유지해야 하며, 우량한 재무제표와 경제봉쇄를 견딜 수 있는 비즈니스 모델에 포커스를 두어야 한다.
- **주식에 대한 보수적인 리스크 익스포저,** 주당순이익(EPS) 성장률의 추가적인 조정 진행 중: 백신이나 잠재적인 치료제만이 영구적인 경기회복과 소비자 행태에서 긍정적인 변화를 유발시킬 수 있기 때문에, 모든 개선의 촉매제는 백신이나 치료제라는 요인에서 비롯되어야만 한다.
- **지정학적 리스크의 상승이라는 관점에서 신흥국에 대한 신중한 포지션,** 크레딧 및 아시아/중국 주식에서 기회 발생 여부에 주목할 것, 다만 중국-미국 관계의 진화가 핵심적 사안이다(최근의 긴장감 상승은 시장 분위기를 헤칠 수도 있음). 크레딧 시장은 채무불이행(부도율)의 공격적인 상승을 가격에 반영하고 있지만, 투자자는 대다수의 문제 스토리가 침체된 회복 수준으로 떨어진 가격으로 반영되어 이미 트레이딩 되고 있고 일부는 현재 심지어 구조조정 중이라는 사실을 감안해야 할 것이다. 투자자는 침체된 상황에서 벗어날 수 있는 계획을 성공적으로 마련할 수 있는 기업들을 파악해야 할 것이다.
- **코로나19는 환경·사회·거버넌스(ESG)의 중요성을 높이는 가속 요인임:** 환경(E)과 거버넌스(G)는 우선순위 목록에서 계속 높게 유지하겠지만, 사회적 평등의 개선, 피고용인에 대한 공정한 처우와 건강에 대한 배려에 중점을 두는 사회구조적 포커스는 사회(S)적 요소의 우월성 증가를 떠받치게 될 것이다. 모든 이해관계자와 지역사회의 이해와 관련하여 기업이 행동하는 방식에 대해 더욱 면밀한 감시가 있을 것이다. 즉, ESG 리스크 요인 일부가 주가에 커다란 영향을 주는 것으로 전이될 수 있으며, 이는 주식 및 채권 종목 모두에서 적극적인 매니저에게는 기회를 제공하게 될 것이다.

### 전반적인 리스크 분위기



적극적인 리스크관리, 유동성에 포커스;  
신중한 포지션 유지

#### 이전 달 대비의 변화

- ▶ 크레딧에서 전술적인 조정, 발행시장에서 가치기회 모색 중.

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



## 거시경제



MONICA DEFEND

연구원 글로벌 헤드



LORENZO PORTELLI

Cross Asset Research 헤드

중앙은행은 현재 및 2009년  
모두의 경우에서 비전형적인  
정책을 수행하고 있지만,  
지금은 밸류에이션이  
너무 극단적이어서 배수  
(multiples) 확장이 견인하는  
강세장이 될 가능성은 낮다

## 주식: 약세장 랠리 또는 의미 있는 반등?

현재 논쟁이 진행 중인 커다란 질문: **주식에 대한 자산배분을 늘려서 시장 랠리를 노려야 하는가?** 우리는 위험자산에 대한 전략적인 선호를 유지하는 반면에, 아래에서 설명되는 것처럼 주식의 약화가 재발할 예정이라고 생각되기 때문에 (중앙은행 지원으로 뒷받침되는) IG 투자종목에서 유지하는 것이 전술적으로 더 안전하다는 확신을 가지고 있다.

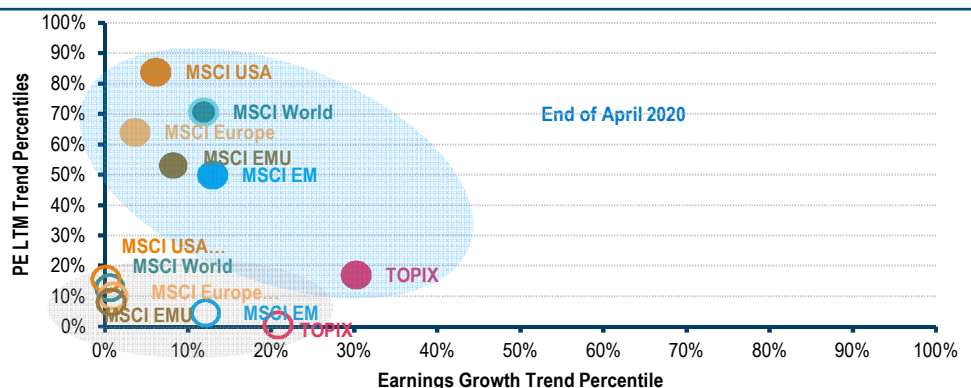
**경제 상황은 급격히 악화되었다. 하드 데이터와 경기모멘텀은 반전되었고, 리스크 분위기는 훼손되었다.** 우리는 2021년 하반기에 실현될 가능성이 큰 중기적 경기회복 시나리오에 현저한 업사이드 잠재력을 제공한다는 점을 인지하고 있다. **하지만, 심각한 불확실성이 지속되고 있는 시기인 지금 현재 주식시장은 업사이드 시나리오를 예상하고 있다.** 이러한 불확실성은 치료제를 둘러싼 보건정책과 관련이 있다. 검사와 백신은 신속한 개발 과정을 거치고 있지만, 해결되어야 할 사안들이 여전히 많다. 치료제나 잠재적인 백신의 사용 가능하게 될 일정은 명확하지 않다.

**재정적 측면에서, 전체적인 역량이 중기적으로 시험되고 유지되어야만 한다. 이행의 속도는 일관적이지 못하고, 지출의 질은 여전히 평가되어 할 필요성이 있으며, 피해에서 회복을 이끌 (재정정책 패키지의) 규모도 전체적으로 추산되지 못했다.**

반면에, (2008년 금융위기를 겪은 바 있는) 중앙은행은 이번에는 신속하게 반응했으며, 특히 미국에서 금융조건을 완화되도록 했다. 이는 시장이 상승하도록 움직이고 배수(multiples)가 확장되는 가장 확신감을 주는 요인이었다. **여기에서 주당순이익 하락의 발생하고 총 수익성은 더 높게 증가하는 위험한 비밀관성을 감지할 수 있다.** 이와는 반대로, 채권수익률과 유가는 침체된 상태를 유지하고 있으며, 그 반등세는 경기사이클 분야에 그렇게 많은 혜택을 주진 못했다. 기업실적 시장조정은 그

수치가 사상 최저로 급격히 떨어질 것으로 가리키고 있으며, 이는 **주가수익률(P/E ratio)를 최고치를 다시 밀어 올리고 있다.** 아래의 표는 현재의 신중한 포지션에 대한 근거를 설명해 주고 있다. 2009년의 수익성 리세션과 이에 따른 중앙은행 조치들은 전체적인 자산 리플레이션 체제가 정착되는 기틀을 마련했다. 오늘날의 밸류에이션(2020년 기업실적에 대한 P/E 백분위수)은 이와는 완전히 다르며, 주요한 모든 주식지수들은 이미 최고치에 있는 상태이다. 실제로, (파란색 버블 영역의) 백분위수 84 가치의 MSCI US는 업사이드에 대한 최선의 가능한 사례를 제공하지 않을 수도 있다. 이것이 현재 상황과 2009년 사이의 주요한 차이점이다. 후자(2009년)의 사례에서는, P/E는 이미 낮은 백분위수(회색 버블 영역)에 있었으며 중앙은행의 비전형적 통화정책이 주식의 상방 움직임을 허용했다. 여기에서 유일한 예외는 TOPIX이며, 이는 현재 더 낮은 백분위수에 있고 더욱 합리적이 밸류에이션을 나타내고 있다. 이는 일본이 이미 리세션에 있기 때문이라고 주장할 수도 있지만, 일본은 다른 선진국과 비교하여 코로나19 확산이 대체적으로 제한적이기 때문에 뒤늦게 충격을 받았지만 그 충격의 규모가 작을 가능성이 크다. 사상 유래가 없는 봉쇄 조치와 통화정책/재정정책 대응은 위험자산에 대한 우리의 '전략적인' 선호를 유지하는 데에 도움을 주고 있지만, 높은 밸류에이션은 가능한 최선의 업사이드를 제공하지는 않는다. 결론적으로, 비전형적 통화정책이 다시 한번 자산가격의 리플레이션을 가져왔다고 말할 수 있을 것이다. 하지만, 2009년의 상황과 비교할 때, **현재의 주당순이익은 침체되어 있고 P/E 수준은 매우 극단적이기 때문에 배수(multiples) 확장이 견인하는 강세장이 있을 가능성은 낮다.**

### 주요 주식지수의 밸류에이션 지도



Source: Amundi Research, as at 20 May 2020. All indices in local currency. PE LTM refers to Price earnings ratio on Last Twelve Month earnings. Names of indices in the grey circle above are same as the ones in the blue circle.

멀티애셋

## 리스크를 역동적으로 관리할 것 - 강세장 추구를 피할 것



MATTEO GERMANO

멀티애셋 헤드

우리는 주식에 대해 방어적인  
견지를 유지한다 - 크레딧과  
주변국 채권에 대한 긍정적인  
견해는 중앙은행의 부양책에  
의해 뒷받침된다

현재의 경제적 상황은 글로벌 리세션과 순차적인 경기둔화와 이에 뒤따르는 경기회복 경로의 국가별 탈동조화를 특징으로 한다. 경기약세의 지속기간, 영구적 생산손실 범위, 수요 파괴의 범위는 봉쇄 조치의 지속기간 및 재정조치/통화조치의 효율성에 의해 좌우될 것이다. 우리는 2020년 4분기에 성장률이 안정화된다는 시나리오를 계속 유지한다. 이번 위기 동안에, 우리는 리스크 익스포저의 적극적인 관리(크레딧 포지션 보호, 헤지의 계속 시행, 보유자산의 질과 크레딧 선별에 우선순위)에 포커스를 두고 있다.

### 투자확신감이 높은 아이디어

타이트한 밸류에이션과 코로나19의 글로벌 경제성장률에 대한 영향과 이와 관련된 모호성으로 인해 우리는 유럽과 미국의 주식에 방어적인 포지션을 유지한다. 2020년의 기업실적 성장에 대한 컨센서스는 수정되었지만, 우리의 견해로는 2021년에 대한 컨센서스는 낮은 가시성에도 불구하고 너무 낙관적인 상태를 유지되고 있다고 생각된다. 리스크가 분명히 하방으로 치우쳐 있는 현 환경에서 우리는 현재의 견지에서 행동하고 변경할 수 있도록 시장이 더 좋은 진입포인트(2650-2700 수준이 S&P 500의 유발 수준임)를 제공하기를 기다리고 있다. 시장 변동성이 높게 유지되고 있기 때문에 우리는 신흥국 시장에 대해 중립적인 견해를 유지하지만, 강력한 부양책과 바이러스에 대한 상대적으로 뛰어난 억제책으로 인해 중국, 한국, 대만을 계속 선호한다.

중앙은행은 정부의 재정적 필요성을 떠받치기 위해 공공부채의 비용을 낮게 유지시키는 목표를 할 것이고 이로 인해 수익률이 박스권의 움직임으로 이어질 것으로 생각되기 때문에 우리는 듀레이션에 대해 중립적인 견해를 가진다. 약 60bps의 미국 재무성증권 수익률은 연준의 견해 및 거시경제적 상황의 급격한 악화와 부합한다. 미국 재무성증권(UST)은 투자안전처로 자금유입과 연준의 매입 프로그램(특히 단기 및 중기의 세그먼트)에서 혜택을 입을 것이기 때문에 우리는 독일국채 5년물에 대비하여 미국 재무성증권 5년물에 건설적인 포지션을 유지한다. 미국 인플레이션의 경우, 우리는 중기적인 관점에서 이제 긍정적인 포지션을 취하며, 인플레이션 스왑과 인플레이션 연계 재무성증권(TIPS) 브레이크이븐은 과거 평균에서 크게 낮은 수준으로 거래되고 있다.

팬데믹에서 벗어남에 따라 탈글로벌화와 부채의 화폐화 등의 리플레이션 요인들이 인플레이션 리스크 프리미엄의 상승과 인플레이션 보호에 대한 수요를 떠받칠 것이다.

이탈리아 국선이 상대적으로 매력적인 수익률을 제공하고 있기 때문에 이탈리아 국선에 대한 수익률 추구가 계속되고 있다. 우리는 독일 30년물에 대비하여 이탈리아 30년물에 건설적인 견지를 유지하며, 유럽중앙은행의 조치들이 수익률과 스프레드 변동성에 대해 실질적인 상한선을 설정시키는 데에 도움을 주고 있기 때문에 이제 심지어는 이탈리아 국채 10년물에 긍정적인 포지션을 취한다. 독일 헌법재판소가 유럽중앙은행의 양적완화 프로그램에 위헌 소지가 있다는 판결은 다우사이드 리스크를 나타내지만, 유럽중앙은행이 계획을 변경할 가능성은 낮다. 우리의 견지는 투자자의 포트폴리오에 균형을 제공할 수 있기 때문에 우리는 기존 견지를 계속 유지한다.

우리는 유동성에 포커스를 두면서, 미국과 유럽에서 중앙은행의 정책적 지원을 받고 있는 크레딧에 여전히 건설적인 포지션이지만, HY 보다는 IG를 선호한다. 유로통화권 HY는 높은 채무불이행률(부도율)과 톱라인(매출) 성장의 둔화에서 악영향을 받을 수 있다. 따라서 우리는 이 종목에 대해 매우 방어적인 포지션이다.

높은 불확실성과 펀더멘탈과 밸류에이션의 분화를 감안하여, 우리는 신흥국 채권에 대해 중립적인 견해를 취하며, IG와 HY 국가 사이의 격차도 인지하고 있다. 대외 채권의 경우, IG 부문은 향후 수개월 동안 더욱 탄력적으로 유지되어야 할 것이다. 하지만, HY는 침체된 국가의 채무불이행 리스크와 매우 침체된 밸류에이션의 재활성화(캐치업) 사이의 이분법적인 리스크/트레이드오프를 나타내고 있다. 현지통화표시 채권 금리의 경우, 주된 동인은 통화 익스포저이며, 우리는 추가적인 압착의 여지는 제한적일 것이라고 믿고 있다.

선진국 FX의 경우, 스위스 프랑화의 투자안전처 지위, 유로통화권에서 높은 통화량 증가율, 유로화에 압박이 될 수 있는 독일 헌법재판소의 양적완화에 대한 판결로 인해서 우리는 더이상 EUR/CHF에 대해 건설적인 포지션은 아니다. 노르웨이 크로네화는 현격한 조정 과정을 겪었고, 보다 낙관적인 시나리오에서 혜택을 받을 수 있는 방향에 있기 때문에 우리는 NOK/EUR 포지션은 유지한다.

### 리스크 및 헤징

JYP, 파생금융상품, 금의 형태인 헤징 도구는 높은 불확실성이라는 현 국면에서 포트폴리오 수익성을 보호하는 핵심적 수단으로 유지된다.

### Amundi Cross Asset 투자확신

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

출처: Amundi Research. 표는 가장 최근의 글로벌 투자위원회에서 표명된 견해를 바탕으로 3-6개월 기간의 크로스애셋 평가를 나타낸다. 전망, 전망의 변화, 자산종목 평가 대한 견해는 기대 방향 (+/-)과 투자확신의 강도(+ /++ /+++)를 반영하고 있다. 본 평가는 변경될 수 있다. USD = 미국 달러화, JPY = 일본 엔화, UST = 미국 재무성증권, DM = 선진국 시장, EM/GEM = 신흥국 시장, FX = 외환, FI = 채권(Fixed Income), IG = 투자등급, HY = 하이일드, CHF = 스위스 프랑, NOK = 노르웨이 크로네화, EUR = 유로화, CB = 중앙은행, TIPS = 인플레이션 연계 재무성증권, BTP = 이탈리아 국채.

## 채권

## 크레딧 질이 핵심임



ÉRIC BRARD

채권 헤드



YERLAN SYZDYKOV

신흥국 시장 글로벌 헤드



KENNETH J. TAUBES

미국투자관리 CIO

3월에 가격 및 유동성의 대규모 전위가 있은 후에 수개월 동안에 우리는 시장조건의 점진적인 개선을 목도해 왔지만, 정상으로 아직 복귀되지는 않았다. 투자자는 신중한 포지션을 유지하고 충분한 유동성의 관리를 계속하며 크레딧 시장에 변동성을 유발할 수 있는 잠재적인 신용등급 변경에 유념해야 할 것이다. 반면에, 시장 사건(예를 들면, 발행시장에서 매력적인 이슈가 나타나는 경우)에서 혜택을 받을 수 있도록 전략적인 투자확신감의 변경 없이 전술적 조정을 시도해야 할 것이다.

### 글로벌 및 유럽 채권(fixed income)

우리는 전반적으로 **듀레이션에 대해 중립적인 견해**를 취하며, 미국에 대해서는 건설적인 견해 및 일본/독일에는 신중한 견해를 가진다. 투자자는 수익률곡선 움직임(미국, 유럽, 영국에서는 곡선 플래트닝, 일본에서는 곡선 스티프닝)을 활용할 수 있다. 우리는 **유로통화권 주변국** 국채에 긍정적 포지션을 유지하는 반면에, 우리는 이탈리아 국채에 대해서는 신중한 포지션을 증가시켰지만 여전히 건설적(이탈리아 국채를 통해 220억 유로를 조달한 것과 같은 강력한 투자자 성향에서 발견됨)이다. 독일 헌법재판소의 판결에 대한 우려와 늘어난 채무 부담은 일종의 '경제회생펀드'(recovery fund)라는 프랑스-독일의 제안에 의해 균형을 이루고 있다. 크레딧의 경우, **미국 IG**(우리는 최근에 이 세그먼트에 대해 긍정적 포지션을 증가시킴)와 **유로통화권 IG**는 중앙은행의 조치에 의해 **잘 떠받쳐 지고 있지만**, 현 위기를 잘 헤쳐가고 있는 채권발행 회사와 지급불능 상태가 되는 회사 사이의 구별하는 **크레딧의 선별과 질이 중요하다**. 우리는 후순위금융채와 이동통신, 제약, 보험을 선호하지만, 미국 에너지에 대해서는 신중한 포지션이다. 미국에서 채권발행은 IG 발행과 BB 등급의 회사채(추락한 천사(Fallen Angels), 역주: 투기등급으로 강등된 회사채)와 하이일드 상장지수펀드(ETF)를 포함하기로 한 연준의 결정)에 집중되어 있다. 우리는 BB 부문에 확신감을 가지고 있지만, 여기에서는 질의 추구가 핵심적인 사안이다. 미국 HY의 활동이 재개(수요가 공급을 초과함)되었지만, 유럽에서는 그 활동이 미진하다. **하지만, 투자자는 신중한 포지션을 취해야 한다**.

### 미국 채권(fixed income)

가격 상승에 대한 제한적인 전망을 가진 종목과 부문(예: 보험연계증권(올해 현재까지 2% 수익률의 성과를 나타냄), AAA 소비자 및 상업용 부동산의 유동화)은 탄력성을 보여주고 있으며, 크게 할인된 가격의 롱듀레이션 IG 회사채와 일부 HY 크레딧에 대한 자금조달원으로 활용할 수 있는 기회를 제공할 수도 있다. AAA 등급 트랑셰(tranches) 바깥의 주택저당증권(RMBS)의 스프레드가 더 낮아지지만 전반적으로 할인된 상태이기 때문에, 우리는 이 종목에 긍정적인 포지션을 유지한다. **투자자는 적절한 유동성의 유지에 주의를 기울이면서 미국 재무성증권(UST), 인플레이션 연계 재무성증권(TIPS), 미국 정부기관 담보회사채 및 현금에 대한 포지션을 유지해야만 한다**. 또한, 유동성과 가격설정이 기회를 제공할 때인 지금은 고유리스크를 의식적으로 피할 시기이다. 레버리지론에서 스프레드의 하락은 투자자들이 BB 종목에서 액면가에 가까운 가격으로 탈출하고, 크레딧의 듀레이션을 확장시키면서 그 유동성과 질을 향상시킬 수도 있게 만들 수도 있다.

### 신흥국 채권

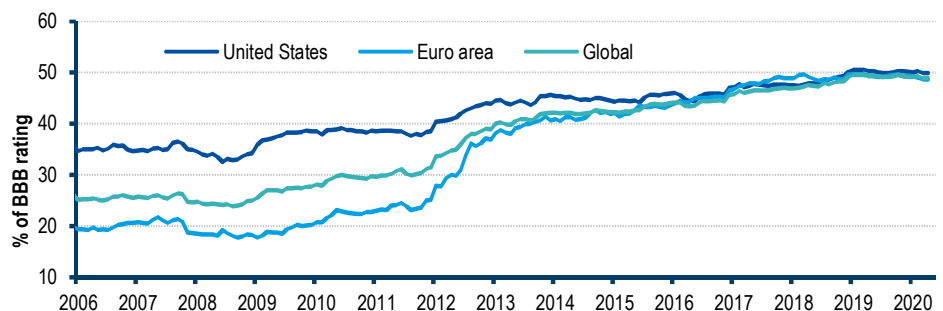
우리는 코로나19 위기가 글로벌 성장과 기업실적에 압박을 가하고 있으며, 신흥국 전망에 부정적인 효과와 많은 국가들을 리세션으로 몰아넣고 있다는 사실을 의식하고 있다. 우리는 **수출, 원자재, 관광업에 의존하고 있는 종목에 신중한 포지션**을 취해 왔다. 포트폴리오 헤지와 유동성이 중요성을 유지하고 있다. 경화표시 채권(HC)의 경우, 우리는 긍정적인 포지션이며, 특히 HY(우크라이나)에서 더욱 그러하다. 발행시장에서는 할인된 수준으로 IG 종목에 대한 익스포저를 확보하는 기회(멕시코)가 있다. 우리는 멕시코와 남아공의 현지화표시 채권 금리에 대해서 신중하게 건설적인 포지션이며, 러시아에 대해서는 긍정적 포지션이다.

### FX

선진국 FX의 경우, 투자안전책이라는 지위를 감안하여 우리는 USD와 JPY에 긍정적인 포지션이며, CHF에는 이제 부정적으로 되었지만, EUR과 GBP에는 신중한 포지션이다. 신흥국 FX의 경우, 우리는 방어적인 포지션이다.

우리는 시장전이를 모색하고 있으며, 이번 위기를 견디지 못하는 종목을 회피하기 위해서도 노력한다. BBB 시장 비중이 크게 증가함에 따라 이러한 상황의 중요성이 더욱 커졌다

### IG 지수의 품질 분석(quality breakdown)



Source: Bloomberg, monthly data 30 April 2020. Analysis based on ICE BoA indexes.

GF=글로벌 채권(Global Fixed Income), EM FX=신흥국 외환, HY=하이일드, IG=투자등급, CHF=스위스 프랑화, EUR=유로화, USD=미국 달러화, UST=미국 재무성증권, RMBS=주택저당증권, ABS=자산유동화증권, HC=경화, LC=현지통화, TIPS=인플레이션 연계 재무성증권, GFC=2008년 금융대위기, JPY=일본 엔화.



## 주식

# 기업실적에 대한 낮은 가시성으로 신중함이 요구됨



KASPER ELMGREEN  
주식 헤드



YERLAN SYZDYKOV  
신흥국 시장 글로벌 헤드



KENNETH J. TAUBES  
미국투자관리 CIO

기업배당은 기업은  
주주뿐만이 아니라 사회에  
대해서도 책임 있는 자세가  
요구되는 운영 환경을  
반영할 것이기 때문에, 이제  
경기사이클에 따라 움직임  
가능성이 크다

### 종합적 평가

각 정부들이 봉쇄 조치를 완화하고 전 세계가 점진적으로 코로나19 위기에서 벗어나기 시작함에 따라, 우리는 정부채무의 급증, 저금리와 낮은 경제성장률, 환경·사회·거버넌스(ESG, 특히 S 요인) 중요성 상승, 불평등성 확대, 정치적 파편화, 지정학적 긴장감 증가(미국-중국, 유럽연합 통합확대)가 나타날 가능성이 크다. 우리는 '시장 분위기'와 '경제적 펀더멘탈' 사이의 극명한 대조를 목격하고 있다. 정책입안자들은 단기적인 유동성을 제공할 수 있는 반면에, 주요 회복도 두려움과 신뢰성에 의해서도 좌우된다는 사실이 유념하는 것이 중요하다. 이는 결국에는 기업실적과 장기적인 기업 지급불능에 여전히 영향을 줄 수도 있다. 투자자는 **잠재적으로 광범위한 결과가 있을 수 있는 환경에서 예외적으로 낮은 포워드 가시성**으로 이러한 상황을 헤쳐 나가야만 할 것이다.

### 유럽 주식

최고조 수준의 불확실성과 펀더멘탈의 악화를 감안하여 전반적으로 우리는 **신중한 포지션**을 권고한다. **프로세스 규율의 유지, 주식 종목 선별에 포커스, 적절한 유동성 수준의 확보**가 핵심적인 사안이다. 우리는 재무제표의 강점 가진 종목을 계속 선호하며, 투자자는 단기적 리스크를 시나리오 분석의 확장적인 사용을 통해 중기적 기회로 균형을 유지해야 한다고 생각된다. 기회는 존재하며, 우리는 투자자가 방어적 부문(유틸리티, 의료, 필수소비재)에서 매력적인 주식에 대한 익스포저를 한 편으로 하고, 악영향을 받지 않은 할인된 경기사이클 부문(사치재, 건설)을 다른 편으로 하는 바벨 전략(역주: 시장 변동성 리스크를 해지하고 투자 수익을 안정적으로 가져가는 전략)을 취하는 것을 권고한다. 또한, 전자상거래와 같이 일부 가속화된 추이에서 특정한 구조적 승자를 식별하는 것이 장기적 수익성의 창출에 핵심이 될 것이다. 스타일의 관점에서, 악영향을 받지 않은 경기사이클 분야의 가치 내에 선별적인 기회가 존재한다.

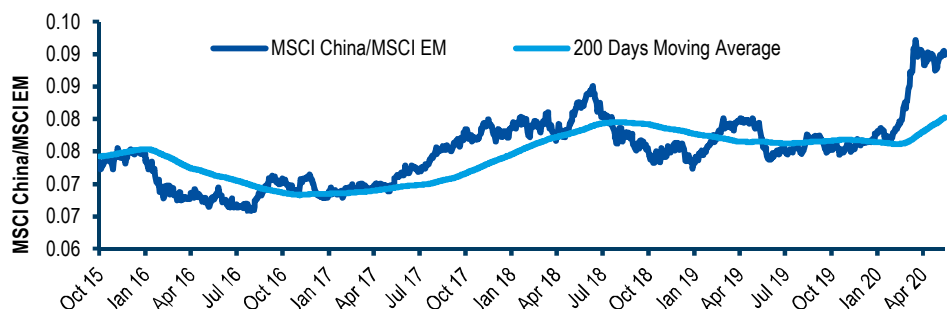
### 미국 주식

미국 주식은 전 세계 장기적 자산종목 중에서 최선의 종목 중의 하나로 유지되고 있으며, 이러한 조건에서 우월한 성과가 계속 축적되고 있다. 우리는 지난 4월 중순에 시작된 시장통합(market consolidation)이 계속될 것으로 예상한다. 투자확신감의 측면에서, 우리는 승자가 계속 승리할 것으로 믿고 있다. 투자자는 단기적으로 극도의 압박을 받는 부문/종목을 피해야 할 것이며, 여기에는 항공, 어려움에 처한 소매부문, 크루즈 항해, 높은 고정비용과 낮은 마진의 기업 및 상업용 부동산 등이 포함될 수 있다. **대신에, 우리는 투자자가 ESG 통합 접근법의 지속가능한 비즈니스 모델을 가진 부문별 선도적 종목에 포커스를 두어야 한다고 생각한다.** 이러한 접근법은 시장조정 국면 중에 적합한 것으로 증명되었으며, 우리는 투자자가 이러한 경로를 따르는 것을 권고한다. 시장 선도적인 위치를 점하고 있는 지속가능한 기업은 시장조건이 어려울 때에 승리한다. 낮은 변동성을 과도하게 가격에 반영되어 있기 때문에, **지금은 투자자가 포트폴리오에 경미하게 경기사이클 요소를 추가하기 시작할 시기이기도 하다.** 부문별 수준에서, 우리는 금융, 통신서비스, 산업 부문을 선호하는 반면에, 필수소비재, 유틸리티, 소재 부문에 대해서는 신중한 포지션을 취한다.

### 신흥국 주식

우리는 코로나바이러스 사이클의 후반 국면에 있는 국가들(중국, 대만, 한국)과 탄력적인 내수성장의 스토리와 구조개혁의 진척(EMEA, 인도)에서 취약성이 덜한 종목에 포커스를 두고 있다. 글로벌 불확실성이 유지되고 있기 때문에 악재가 있을 수 있는 반면에, **능숙한 바텀업 선별, 신중한 톱다운 평가, 유동성 관리**는 투자자가 현재의 폭풍우를 헤쳐 나가는 데에 도움을 줄 수 있다. 결론적으로, 우리는 전반적으로 당분간은 신중한 견지의 유지를 선호하지만, 감염병 2차 대확산이 현실화되지 않는 한 우리의 신흥국 자산에 대한 중기적 전망은 건설적이다.

### 신흥국 시장에 비교한 중국 주식의 상대적 성과



Source: Bloomberg, Amundi as at 20 May 2020. MSCI China and MSCI Emerging Markets Price Index in US dollar

테마

## 경기회복 국면 중에 수익률곡선 제어하기



DIDIER BOROWSKI

글로벌 견해 헤드



PIERRE BLANCHET

투자 인텔리전스 헤드

유럽중앙은행은 운영 상의  
어려움과 정치적 장애에  
당면할 수 있다

중앙은행은 코로나19 위기 동안에 경기회복을 뒷받침하는 정책수단의 일환으로 수익률곡선 제어를 이행할 수도 있다. 수익률곡선 제어는 매력적이지만, 이러한 정책의 이행 및 종료의 리스크는 그 효용성을 상쇄시킬 수도 있으며, 특히 유로통화권에서 그러하다. 또한, 연쇄적인 무위험자산이 위험자산이 일시적으로 불안정하게 만들 수 있기 때문에 금융시장에 대한 영향이 현저하게 나타날 수도 있다.

중앙은행(CB) 기준금리가 제로에 근접한 상태에서, 수익률곡선 제어(YCC) 정책이 다시 부각되고 있다. 이러한 정책 하에서, **중앙은행은 수익률곡선(주로 10년 만기물)의 특정 한 지점/세그먼트에 대한 제어를 추구**하게 된다. 중앙은행은 이렇게 하기 위해서 그 목적을 성취에 필요한 물량의 증권을 매입(또는 매도)을 암묵적으로 설정하게 된다. 시장 차익거래 덕분에, **중앙은행에 신뢰성이 있는 경우 채권수익률은 그 목표치에 근접하게 움직이는 경향을 띠고 있다**. 실제로도 수익률곡선 제어는 양적완화(QE)와 종종 유사하지만, 증권 매입량이 채권수익률에 따라 조정되며 그 반대 방향이 아니라는 점에서 매우 다른 양식을 가지고 있다. 중앙은행(CB)은 보유자산에 대한 통제권을 잃게 된다. 채권수익률에 대한 페그는 심지어는 중앙은행이 그 보유자산을 줄이는 것으로 이어질 수도 있다. 민간투자자 수요가 자금조달의 필요성(신규 채권발행 및 리파이낸싱)을 초과하는 경우에 이렇게 될 수도 있다.

### 유럽중앙은행이 YCC를 이행할 가능성은 낮음

YCC는 2차세계대전 이후에 미국에서 (1947년까지) 이행되었으며 가장 최근에는 호주에서 있었고, 2016년 이후로는 영국중앙은행(BoJ, 영란은행)이 10년물 수익률을 제로로 목표치를 명시적으로 제시했다. 마이너스 기준금리와 결합된 이러한 YCC 정책으로 일본은행(BoJ)은 채권매입량을 줄이고 보유자산을 억제할 수 있게 만들어서 이러한 정책은 일본에서 성공을 거두어 왔다. YCC는 유일하게 하나의 (중앙) 정부 채권상품만이 있는 미국, 일본, 또는 영국과 같은 “진정한” 통화동맹(monetary unions)에서 고려될 수 있다.

반면에, 유로통화권에서는 다음과 최소 두 가지의 이유로 인해서 타당하지 않다. 첫 번째로, 유럽중앙은행(ECB)은 동시에 **여러 수익률곡선을 관리**해야만 할 것이다. 이러한 운영 상의 어려움에 더불어, **정치적인 장애**도 존재한다. 유럽중앙은행은 각국의 국채에 내재한 신용리스크를 추산하는 권한의 정당성을 보유하고 있지 않다. 두 번째로, 유럽중앙은행이 비례의 원칙 없는 자산의 매입이나 리스본 조약에서 금지하고 있는 공공부채의 화폐화를 결정하는 경우에 이에 대한 법적 문제가 유럽중앙은행에서 야기될 수도 있다. 그럼에도 불구하고, 연준 및/또는 영국중앙은행이 YCC를 채택하는 경우에 투자자는 국가 사이의 스프레드를 조절할 것이기 때문에 독일 수익률에도 그 여파가 있을 가능성이 있다. 마지막으로, YCC의 종료는 공사채시장에 급작스러운 조정이 있을 수 있고 잠재적으로 혜택을 상쇄할 수 있기 때문에 커다란 리스크를 띠게 된다.

### 간혀 있던 무위험 이자율이 위험자산을 풀어주는 경우

연준의 경우, 미드엔드-롱엔드의 양적완화(QE)와 결합된 “점도표”에 부합되는 곡선의 숏엔드에 대한 일시적인 제어는 비용/효용 및 종로리스크의 측면 모두에서 효율적인 전략인 것으로 보인다. **YCC + QE 조합**은, 만기 프리미엄에서 전환이 일어나지 않는다면, 최소한 일시적으로는, “무위험자산”의 정상적인 경기사이클로의 조정이 발생하지 않는다는 것을 의미한다. 따라서, 이러한 수익률 캠페인 정책은 **금융자산의 공통적 움직임**에 과거의 정상에서 벗어나서 경기회복의 국면에서 영향(변동성 및 조정)을 미칠 것이며 **비안착된 위험자산 수익률(unanchored risk-assets returns)**을 부양시킬 것이다.

실질적으로도, 트레저리 빌과 채권수익률은 낮게 안정적으로 유지되고 투자자의 성장에 대한 기대감이 개선되면서 그 곡선이 편평하게 유지된다면, 주식과 같은 “**통제되지 않는 자산**”은 **인위적인 높은 밸류에이션**에서 혜택을 받을 것이다. 이러한 자산들은 명목 기대성장률에서 변화에 대한 시장 프록시가 되는 반면에, 이러한 자산의 수익률과 채권(bond)의 상관관계는 제로에 근접하게 될 것이다. 하지만, 주식은 지난 3년 동안 보여준 **변동성 체제**보다 더 첨예한 버전으로 매우 낮은 변동성이 장기간 지속되고 극단적인 수준으로 급작스럽게 상승하는 변동성에서 고통을 받을 수 있다. 또한, 무위험이자율은 변동성을 감안한 비교에서 HY 크레딧 보다는 **높은 기대수익률을 제공하는 IG 크레딧**도 더 영향에 미치게 될 것이다. 마지막으로, 수익률곡선이 경기회복과는 관련없이 편평하게 유지되기 때문에, **신용국경화표시 채권(HCD)**은 밸류에이션 지원과 수익률을 추구하는 투자자로부터 자금유입을 받게 될 것이다.

하지만, “자연스런” 무위험 이자율과 관련된 불확실성은 리스크프리미엄의 상승, 크로스아셋 상관관계의 하락, 균형적인 전략에 대한 투자자산 혜택의 잠재적 하락으로도 연결될 것이다. 따라서, YCC + QE는 미국경제를 빠르게 체제로로 복귀시킬 수 있지만, 최소한 일시적으로는 **금융시장을 탈선시킬 리스크**를 가지고 있다.

2020-05-22 작성 완료

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



테마

## 미국 소비자의 상태: 약세이지만 탄력적임



ANNALISA USARDI, CFA  
선임 이코노미스트



PARESH UPADHYAYA  
동화 전략 디렉터, 미국  
포트폴리오 관리자 Amundi Pioneer

총 근로소득이 급격하게  
하락함에 따라, 2분기의  
개인소비는 금융대위기  
동안에 나타났던 규모보다  
훨씬 크게 폭락할 것으로  
예상된다

대규모 정부지원과 건전한 소비자의 재정상태는 상대적으로 짧지만 매우 깊은 리세션을 통과할 수 있는 수단을 소비자에게 제공하고 있다. 우리는 소비자의 채무 상환능력을 측정하기 위해서 실업의 강도와 지속기간을 긴밀하게 관찰하고 있다. 정부의 유동성 백스톱이 금융시장에 안정을 계속 제공하고 있고, 우리는 적극적인 관리를 위한 비옥한 환경이라고 믿고 있다.

미국이 2차 세계대전 이후의 사상 최악의 리세션 시기로 빠져들게 따라, 우리는 다음의 핵심적인 의문에 대해 검토했다. (1) 이번 위기는 미국 노동시장에 여태까지 얼마나 영향을 끼쳤는가? (2) 미국 소비자는 어떠한 조건에 있는가? (3) 1차채무(primary debt) 취약성은 무엇인가? (4) 주택담보대출, 신용카드, 자동차담보유자의 채무불이행 예측은 어떻게 되는가?

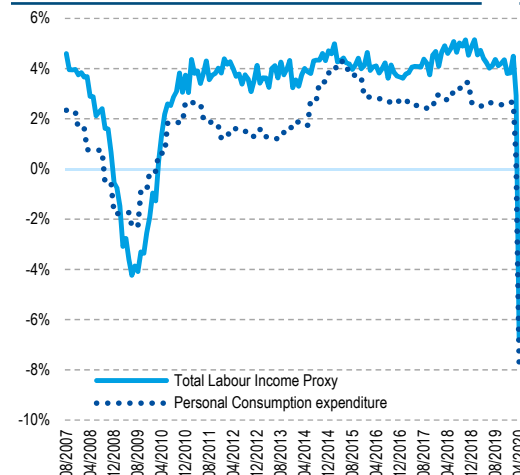
이번 위기는 미국 노동시장에 여태까지 얼마나 영향을 끼쳤는가?

코로나19 위기로 실업수당 청구의 유래가 없는 수준으로 상승하고 피고용인의 해고로 이어졌으며, 이로 인해 사상 최장 기간의 경기확장 동안에 창출되었던 일자리 거의 모두를 잃어버렸다. 사용 가능한 데이터를 살펴보는 경우, 일자리 상실은 위기의 “최전선” 부문, 즉 서비스에 집중되어 있다. 절대적 및 상대적 수치 모두에서 가장 크게 영향을 받은 부문은 레저 및 요식업 부문이며, 그 뒤를 무역, 수송, 유틸리티가 큰 영향을 받았다. 3월-4월 미국에서는 2,100만개의 일자리가 사라졌다. 사라진 일자리는 민간 서비스 부문(미국 경제에서 사라진 전체 일자리의 84%)에 집중되어 있고 1,800만 건의 해고가 있었으며, 이러한 수치는 코로나19 이전에 제공했던 일자리의 17%에 해당된다. 서비스 부문은 미국 노동시장에서 약 71%를 차지하고 있다. 지금까지는 해고가 대부분 가장 낮은 임금의 노동자와 부문들에 영향을 미쳤으며, 이는 구성적 변화를 만들었다. 이에

따라, 전체 및 각 범주에서 평균 시간별 소득을 일시적으로 끌어올렸다. 하지만, 우리는 이러한 현상이 일시적일 것으로 예상한다. 근로시간의 감소와 고용률 하락으로 인한 경제의 총 노동시간이 하향세를 보임에 따라, 우리가 소비의 미래 추이를 이해하기 위해서 추적하고 있는 근로소득 프록시는 2분기에 금융대위기 동안에 나타났던 강도보다 훨씬 큰 수준으로 폭락할 것으로 예상되고 있다.

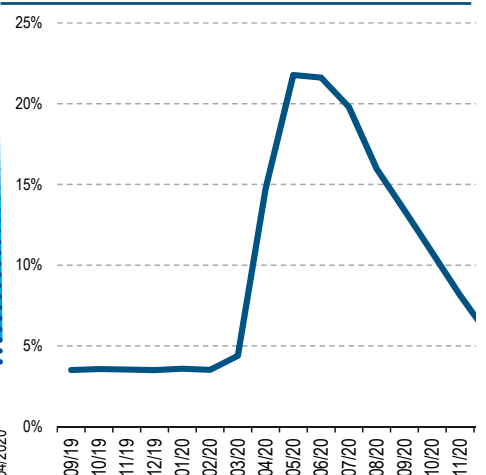
미국 소비자가 이러한 충격에서 벗어나는 방식은 노동시장의 지속적인 약세와 결정적으로 연관되어 있다. 4월의 자료에 따르면, 상당히 큰 비중의 사람들이 실업이 아니라 일시적인 해고 상태라고 보고하고 있다. 노동시장이 얼마나 빠르게 회복될 수 있는지를 평가하기 위해서는 경제활동이 재개된 주에서 계속되던 실업수당 청구가 얼마나 빠르게 줄어드는지를 모니터링하는 것이 핵심이 될 것이다. 이와 더불어, 실업률에 모든 시선이 집중되어 있지만, 노동시장의 약세를 전체적으로 파악하는 데에는 실업률 지수만으로는 충분하지 않다는 사실을 유념하는 것이 필요하다. 우리의 견해로는, 경제활동참가율(LFPR)도 함께 면밀하게 모니터링되는 것이 필요하다. 4월의 경제활동참가율은 2.5pp 하락하여 60.2%(3월에는 -0.7pp 하락)가 되었으며, 이는 충격의 지속 여부(즉, 사람들의 움직임에 대한 제한에 대한 일시적인 반응인지, 또는 노동시장의 훨씬 큰 약세를 나타내는 징후인지의 여부)를 가늠하기 위해서 모니터링해야 할 핵심 변수이다

### 1/ 총 근로소득 프록시 vs (실질) 개인소비지출, 전년대비



Source: Amundi Research, Bloomberg data as of 10 May 2020

### 2/ 실업률 변화 추이 (예상 포함)



Source: Amundi Research, Bloomberg data as of 10 May 2020

## 테마

미국 소비자 펀더멘탈은 강세를 보여왔으며, 특히 가구의 재정상태에서 그러했다

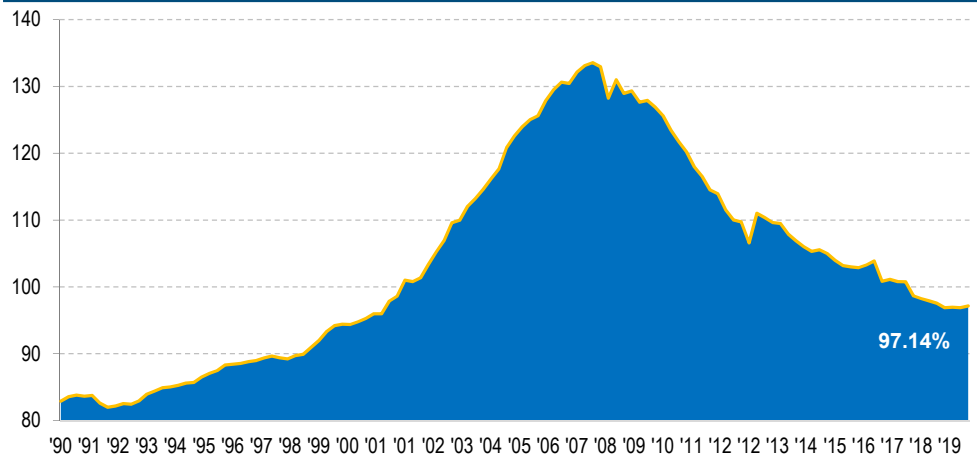
우리는 미국 경제가 2020년에 -4.5%에서 -6.5% 사이에서 역성장하고, 실업률은 5월과 6월 사이에 21%로 상승할 것으로 예상한다. 따라서, 우리는 올해 전반적인 점진적 하향세를 가정하고 있지만, 2020년 전체의 평균적인 실업률은 10%-12% 범주를 유지할 것으로 보고 있다.

### 소비자는 강세의 포지션에서 시작했음

미국 소비자 펀더멘탈은 강세를 보여왔으며, 특히 가구의 재정상태에서 그러했다. 연준에 따르면, 처분가능 개인소득에서 차지하는 가구 부채의 비중은 2007년 4분기의 최고치인

133.5%에서 2019년 4분기에 97.1%로 크게 낮아졌다. (도표 3). 가구의 채무원리금 상황, 또는 처분가능소득에 퍼센티지로 표시된 부채에 대한 이자지불능력은 9.7%였으며, 이는 1980년에 이러한 수치를 계산하기 시작한 이후로 가장 낮은 수치였다. 마지막으로, 개인저축률은 2월에 9%로 2012년 이후로 가장 높은 수준이며, 팬데믹의 초기 확산의 징후가 나타날 때에 소비자들은 이미 저축을 크게 늘리기 시작했으며, 가장 최근의 자료인 3월에는 저축률이 13.1%로 급증한 것으로 나타났다. 이는 1981년 이후로 가장 높은 수준이다.

### 3/처분가능소득의 비중으로 표시된 미국 가구 부채



Source: Amundi Research, Bloomberg, last data point 12/31/19.

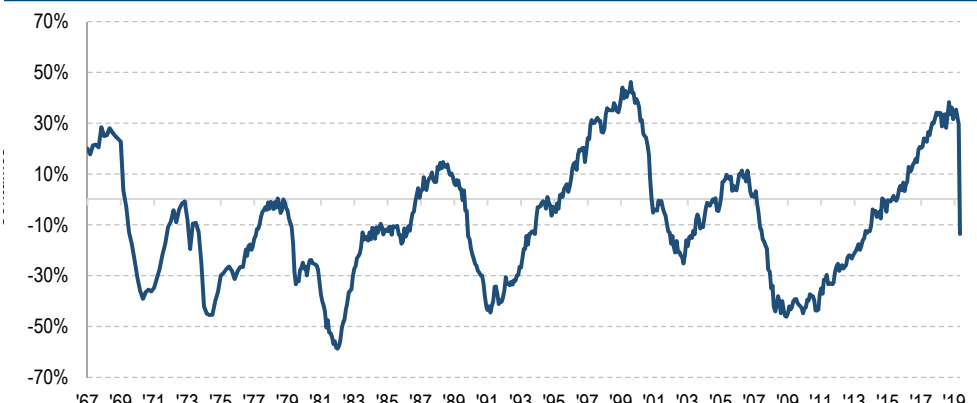
코로나19와 관련된 미국 경제에 대한 봉쇄 조치와 건강에 대한 우려가 미국 소비자들을 크게 압박하고 있다. Conference Board(CB)의 소비자신뢰도지수는 3월 118.8에서 4월 86.9로 하락했으며, 이러한 수치는 2014년 5월 이후 가장 낮은 수준이다. 특히, 소비자 분위기는 노동시장 약세를 반영하고 있다. 노동격차(labour differential - 즉, 일자리 풍부(jobs plentiful)에서 일자리 부족(jobs hard to get)을 뺀 차이)은 3월 +29.5에서 4월 -13.6으로 떨어졌다. 3월20일에서 5월1일 사이에 3,300만명의 사람들이 일자리를 잃었다. Experian의 설문조사에 참여한 소비자의 61%가 일자리 안정성에 대해서 불안해하고 있으며, 78%는

가구소득이 팬데믹 리세션으로 부정적인 영향을 받았다고 밝히고 있다.

하지만, 소비자는 6개월 이내에 상황이 개선될 것이라고 낙관적인 견해를 유지하고 있으며, Conference Board에 따르면, 소득의 순 증가를 예상하는 소비자는 3월의 +2.3%에서 4월 +14.3%로 상승했다. 미국 자영업자연맹의 5월12일 기업실사에 따르면, 실직 노동자의 78%가 올해 말 이전에 재고용될 것으로 예상하고 있었다. 정부의 재정부양책 패키지와 실업보험 급여의 확대도 소비자 불안감의 일부를 해소하는 데에 도움을 줄 수 있을 것이다.

### 주요 부채 취약성

### 4/Conference Board 실사조사- 일자리 풍부 vs 일자리 부족



Source: Amundi Research, Conference Board as of 4/30/20.

## 테마

소비자가 더욱 취약할 수 있는 부채의 세 부분은 신용카드 부채, 자동차담보용자, 대학자금 용자이다

놀랍지 않게도, 많은 미국인들은 대학자금 용자, 주택담보대출 상환, 신용카드 청구서와 같은 부채를 갚는 자신의 능력에 대해서 우려하기 시작했다. 연체를 상환 기한을 30일 이상 지연으로 정의하는 경우, 2020년 1분기에 연체를 하기 시작한 새로운 가구의 비율은 4.61%였다. 뉴욕 연방준비은행이 발표한 가구부채 및 신용보고서에 대한 우리의 분석에 따르면, 가구 총 부채는 2019년 1분기의 전년대비 3.5%에서 2020년 4.6%로 상승했으며, 이는 거의 지난 3년 동안에서 가장 빠른 증가율이었다. 하지만, GDP 대비 가구 부채 비율은 현재 75.4이며, 이러한 수치는 글로벌 금융대위기 동안의 최고치인 98.6보다 상당히 낮은 수준이다. 우리는 대출 증가세가 크게 둔화될 것으로 예상한다.

소비자가 더욱 취약할 수 있는 부채의 세 부분은 신용카드 부채, 자동차담보용자, 대학자금 용자이다. 우리의 분석에 따르면 주택담보대출은 압박을 받고 있지 않는 것으로 보이지만, 이번 리세션의 강도가 이 영역에서의 리스크를 증가시키고 있다(도표 5). 「코로나원조·구호 및 경제보안법」(CARES)에 따라, 재무적 어려움에 당면한 대출자는 최대 1년까지 지불을 유예할 수 있다. 주택담보대출 조사기업인 Black Knight에 따르면, 4월 동안 모든 주택담보대출자의 7% 이상이 90일동안 상환을 연기하기로 선택했다. 즉, 소비자는 심지어는 유예할 수 있는 대출에 대해서도 상환을 계속하고 있는 증거가 존재한다. 대학자금 용자는 가장 높은 연체를 기록하고 있지만, 미국 정부는 연방 대학자금 용자에 대한 원금 및 이자의 지불을 2020년 9월30일까지 자동적으로 유예했으며, 이는 전체 대학자금 용자의 85%에 해당된다.

연준의 가구 부채에 대한 분기별 보고서에 따르면, 전반적인 신용카드, 자동차담보용자 및 주택담보대출의 연체율은 안정적으로 유지되고 있다.

- 신용카드 연체율은 2019년 1분기의 6.71%에서 2020년 1분기의 6.84%로 온건하게 상승했으며, 이는 2016년 2분기의 저점 이후로 1.77% 상승한 수치이다. 악성연체율(3개월 초과 연체)은 2020년 1분기에 5.04%에서 5.31%로 소폭 상승했다. 신용카드 잔고의 연체율은 1년 전의 4.6%에서 2020년

1분기에도 변경되지 않았다.

- 자동차담보용자의 연체율은 2019년 1분기의 7.07%에서 2020년 1분기 6.98%로 개선되었다. 기간이 짧은 자동차담보용자 및 중고차대상 용자는 착실하게 상환을 하는 보수적인 구매자에게 제공되는 경향이 있다.
- 주택담보대출의 연체율은 2019년 1분기의 3.5%에서 2020년 1분기 3.48%로 경미하게 낮아졌다. 2019년 동안의 주택 가격 상승(및 이에 따른 주택담보인정비율(LTV)의 하락), 꾸준한 소득 증가, 전반적인 견고한 경제가 4분기의 연체율 하락에 도움을 주었다.

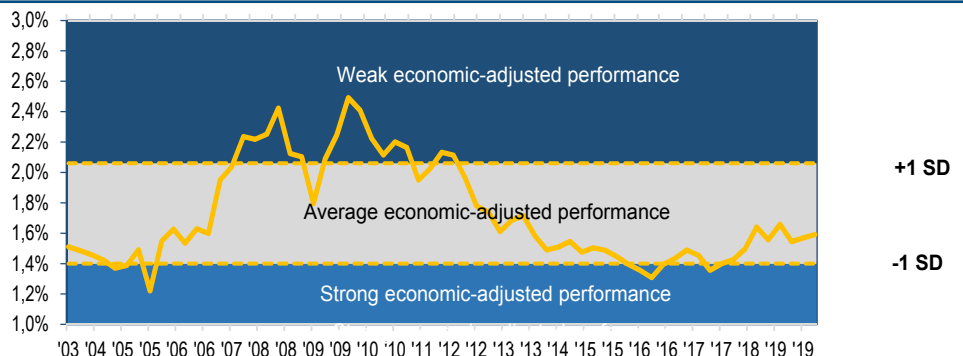
### 소비자 부채 리스크 평가하기

우리는 초기의 실업수당 청구 100,000 건당 새롭게 연체되는 대출의 퍼센티지를 비교하여 자산 성과에 대해 경기를 감안한 측정을 제공하는 프레임워크를 사용하고 있다. 이러한 비율이 높을 때에는 일자리 상실은 평균보다 높은 연체율의 상승은 유발하게 되며, 이는 경제의 상태를 감안하여 약세의 신용 성과를 나타낸다. 이러한 비율은 경제의 상태를 감안하면서 부채 상환의 잠재적인 취약성을 평가하는 좋은 도구이다.

대부분의 이코노미스트에 따르면, 소비자신용의 성과는 초기의 실업수당 청구 건수나 실업률과 같은 기타 노동시장 수치와 밀접한 상관관계를 가지게 된다. 우리의 분석에 따르면, 신용카드와 자동차담보용자가 연체율이 높아질 위험성이 크고, 경기를 감안한 성과의 약세 영역을 침범할 것으로 나타났다. 하지만, 이전 수년 동안에 견고한 경제와 낮은 실업률이 연체율 하락의 추이로 이어져야 함에도 불구하고 2019년 4분기에 자동차담보용자 연체율 수준이 높아진 이유는 명확하지 않다. 보통 이하의 소득 성장과 낮은 신용평점을 가진 서브프라임 대출자에 대한 자동차담보용자의 증가 때문이라고 연체율의 상승을 설명할 수 있을 것이다.

반면에, 1분기 실적은 경기를 감안한 주택담보대출의 성과가 견고하게 향상되었음을 나타내고 있다. 2019년 4분기에는 새로운 연체의 비율은 편평했던 반면에, 초기 실업수당 청구는 온건하게 상승했다. 이는 주택담보 대출시장에는 측정할 수 있는 스트레스가 있지 않을 수 있음을 나타낸다.

### 5/경기를 감안한 주택담보대출 신용 성과



Source: Federal Reserve Bank of New York 12/31/19. (Source of adjusted measures Moodys analysis titled "Post crisis low household debt delinquencies expected to rise modestly," February 12, 2019)



## 테마

### 주택담보대출, 신용카드, 자동차담보대출에 대한 채무불이행 예측

미국 가구 부채는 2020년 1분기에 1,550억 달러 증가하여 14.3조 달러가 되었으며, 이러한 부채는 주택담보대출(9.7조 달러), 대학자금 융자(1.54조 달러), 자동차담보융자(1.35조 달러), 신용카드 대출(0.89조 달러) 등이 가장 큰 부분을 차지하고 있다.

채무불이행 리스크를 결정하기 위해서, 우리는 1999년 이후의 90일 연체율에 대비한 실업률의 연간 변화에 대해 회귀 분석을 적용했다. 우리는 대출 채무불이행 상승과 실업률 사이에서 예상되는 관계를 드러내기 위해서 선형 추세선 (linear trend line)을 활용했다. 우리의 분석에 따르면, 실업률 1% 상승은 자동차담보융자, 신용카드 대출, 주택담보대출의 채무불이행을 각각 0.1%, 0.9%, 0.9% 상승시킬 수 있는 것으로 나왔다. Bloomberg의 가중치평균 예측인 2020년 말까지의 9.7% 실업률을 활용하여, 우리는 90일 연체율을 각각 3.0%, 10.6%, 6.5%로 추산한다. (2019년 4분기는 각각 2.4%, 5.3%, 1.1%, 전형적인 리세션 사이클에서 최고점인 2009년에는 각각 3.5%, 11%, 8.4%였음)

#### 현 시기가 다를 수 있는 이유는?

우리의 잠재적인 채무불이행 분석에서는 전형적인 리세션의 조건을 가정하고 있다. 하지만 이것은 “정상적”인 것과는 전혀 다르다.

- 비농업취업인구 데이터에 따르면, 일시적인 해고는 1,810만 또는 일자리 손실의 거의 90% 인 것으로 나타나고 있다. 「코로나원조·구호 및 경제보안법」(CARES)이 적극적으로 일자리를 추구하는 요건을 완화함에 따라 실업급여 청구를 쉽게 만들었다. 이는 경제가 재개됨에 따라 노동시장에서 신속한 반전이 있을 수 있음을 의미할 수도 있다.
- 각 주 별의 혜택에 추가하여 실업급여의 1주일 당 600달러의 인상은 이례적으로 많은 사람들이 소득 향상을 경험하는 것으로 이어졌다. 주 및 연방 실업급여는 평균 1주일 당 987달러이며, 이는 이번 위기 이전에는 평균 1주일 당 378달러였다. Countable.com에 따르면, 이번 위기 이전의 노동자 절반 이상의 소득이 1주일 당 957달러 미만이었다. New York Times의 최근 기사에 따르면, “주 노동자들의 절반 이상이 평균적으로 일반적인 임금보다 더 많은 실업급여를 받게 된다” 라고 보도했다. 이는 소비자가 생활비 지급을 뒷받침하게 될 것이다. 또 다른 긍정적인 사안은 「코로나원조·구호 및 경제보안법」이

실업급여의 기간을 추가적으로 13주 늘려서 총 39까지 확대했다는 사실이다.

- 소비자는 직접보조금과 실업급여를 보다 신중하게 지출하고 저축할 계획을 가지고 있다. 2020년 4월의 Magnify Money LendingTree 실사조사에 따르면, 42.6%는 생활비에 지출하고, 28.5%는 임대료/주택저당대출, 26%는 저축할 계획을 가진 것으로 나타났다. 이러한 행태는 광범위한 채무불이행을 완화시키는데 큰 도움이 된다.

#### 결론

코로나19는 해고의 파동을 발생시켰으며, 이는 실업률을 최고치 20% 이상으로 충분히 끌어올릴 수도 있다. 하지만, 다수의 해고는 일시적인 것으로 파악되고 있고, 미국의 각 주가 봉쇄 정책을 해제하고 경제 활동이 재개됨에 따라 재고용은 일반적인 회복보다는 빠를 것으로 보인다. 우리는 노동시장이 완벽하게 회복될 것으로 예상하지는 않지만, 올해 하반기에는 경제성장률의 회복과 더불어서 실업률도 회복될 것으로 예상된다. 이러한 시나리오에서, 우리는 다음의 두 가지 측면을 모니터링 해야 할 것이다. (A) 봉쇄 조치가 풀린 주에서 실업수당 청구율의 변화속도 - 실업자들이 일자리로 얼마나 빠르게 복귀하는 지를 측정 및 (b) 경제활동참가율 - 노동력에 발생한 피해의 지속성 평가. 2020년 초에 나타난 완전 고용의 수준은 아닐지라도 건강한 노동시장이 미국 소비자의 탄력성을 평가함에 있어서 핵심적 사안일 것이다.

특히 이전의 견실한 경제와 50년 동안에서 최저였던 실업률을 고려하는 경우, 코로나19 팬데믹 리세션의 강도에도 불구하고, 우리는 연체율의 증가가 전형적인 경기하향의 수준에는 미치지 못할 수도 있다고 믿고 있다. 이번 실업이 일시적이라는 잠재적 특성, 전례 없는 수준의 정부의 혜택과 수혜 기간, 소비자 감소함 등이 대규모 채무불이행의 전망을 최소화하는 데 도움이 될 것이다.

궁극적으로는, 채무불이행의 규모는 팬데믹 리세션의 지속기간과 강도에 의해 좌우될 것이다. 급격한 리세션이지만 실업률의 신속한 감소가 있다면, 채무불이행의 전망은 낮춰질 것이다. 최고조의 실업률이 일시적인 한 우리는 소비자의 재정상태는 상대적으로 짧지만 매우 심각한 리세션을 헤쳐 나가기에 충분히 건전하게 유지될 것이라고 믿고 있다.

채무불이행의 규모는 팬데믹 리세션의 기간과 강도에 의해 좌우될 것임

## 이번 달의 토픽



IBRA WANE  
선임 주식 스트래티지스트

## 2020년의 주저 앉아 버린 모멘텀

# 1분기 기업 실적 발표에도 불구하고, 컨센서스는 여전히 너무 낙관적으로 보임

1분기 실적은 팬데믹에 커다란 충격을 받아 미국의 S&P 500은 -12%, 유럽의 Stoxx 600은 -35% 줄어 들었으며, 더구나 1분기의 말까지는 팬데믹이 거의 시작되지 않았었던 상태였다. 따라서, 2분기에는 훨씬 더 악화될 것이라고 예상하는 것이 안전할 것이지만, 이는 올해 안에 바닥을 치는 수치일 것이다. 그럼에도 불구하고, 컨센서스는 2분기 기업실적과 2020-2021년도에 대해서 여전히 과도하게 낙관적인 것으로 보인다. 따라서, 경제 재개에 따른 긍정적인 영향이 이미 가격에 반영되어 있는 것으로 보인다.

### 팬데믹의 충격을 이미 받은 분기별 기업실적 발표

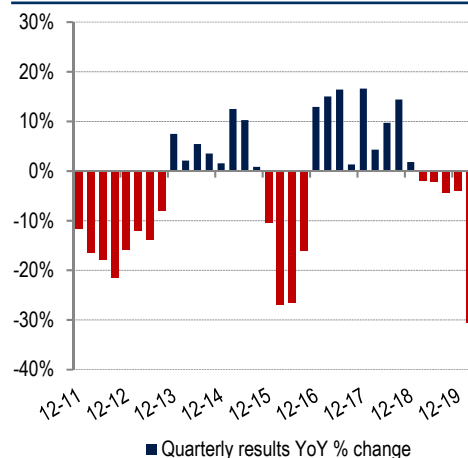
이제, 1분기 기업실적 발표는 거의 끝나가고 있으며, 초반 평가를 하는 시기이다. 팬데믹이 1분기에는 최고조의 근처에도 가지 않았음에도 불구하고, 여전히 수치를 커다란 충격을 주었다. 2015년 이후 처음으로 분기별 기업실적이 현저하게 하락했으며, 미국의 S&P 500은 12%, 유럽의 Stoxx 600은 35%가 줄어들었다.

1분기 동안에는 팬데믹이 시작되지만 한 시점이었기 때문에 이러한 수치는 더욱 놀랍다. 세계보건기구(WHO)에 따르면, 3월31일 기준으로 전 세계적으로 75만명의 확진자가

보고되었지만, 5월12일 기준으로는 400만명 이상의 확진자가 보고되었다. 사망자 수도 역시 급증하여, 40,000명에서 거의 300,000명이 되었다.

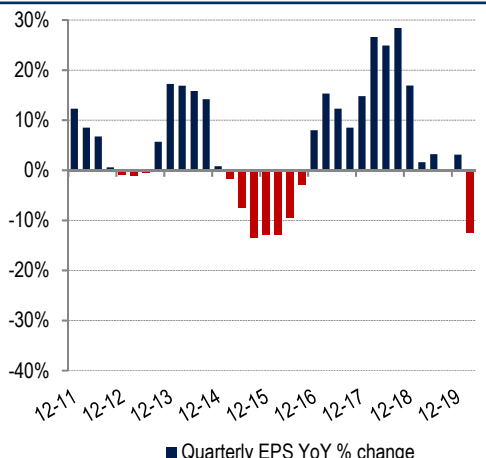
기업실적은 미국과 유럽 모두에서 급락했지만, 감염병에 더 일찍 영향을 받아 봉쇄 조치를 취했던 유럽에서 기업실적의 하락 폭이 훨씬 컸다. 3월31일 기준으로, 유럽은 미국보다 3배 이상의 확진자가 발생했고(42만명 vs 14만명) 감염병에 의한 사망자도 5배 이상 많다(11,591명 vs 2,398명). 미국이 4월부터 팬데믹의 새로운 진원지가 되었기 때문에, 2분기에는 그 추이가 반대로 나타날 가능성이 크다.

### 1/ Stoxx 600 분기별 기업실적



Source: IBES, Amundi Research

### 2/ S&P 500 분기별 기업실적



Source: IBES, Amundi Research

### 부문에 따라 나타나는 두 가지 경로의 기업실적

1분기의 수치에서 파악되는 또 다른 사안은 유럽과 미국 모두에서 두 유형의 부문에서 분명한 분리가 발생했다는 사실이다.

유럽에서 가장 탄력적인 부문은 의료건강, 유틸리티, 이동통신이며, 그 뒤를 기술 부문이 뒤따르고 있으며, 이러한 부문들은 1분기에 기업실적의 수치를 그럭저럭 유지하거나 심지어는 향상시킬 수 있었다. 이러한 스펙트럼의 반대 쪽에 위치한 부문은 산업, 금융, 에너지, 소비자 경기사이클로 -45%에서 -60%의 급락을 경험했다. 이러한 수치들은 미국에서도 크게 다르지는 않다.

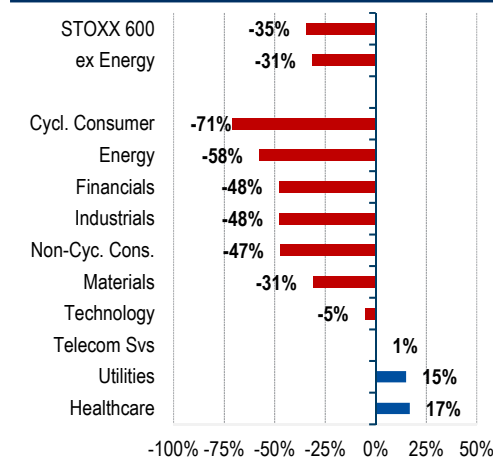
이는 주로 경기사이클주와 방어주 사이의 탈동조화에 의한 것이지만, 이것만에서 비롯된

것만은 아니다. 에너지 부문은 전통적으로 방어주로 간주되지만, 글로벌 수요의 약세와 OPEC, 러시아, 미국의 생산업체가 산출량 제약에 합의하지 못함에 따라 에너지 부문의 기업실적은 1분기에 폭락했다. 이와는 반대로, 경기사이클주인 기술 부문은 통신 및 온라인 소매판매의 활황, 네트워크 사용의 증가, 메모리 가격의 상승 등이 견인하여 오히려 더 향상된 기업실적을 유지했다. 하지만, 봉쇄 정책은 다른 부문들은 특별히 심각하게 충격을 주었다. 즉, 항공 운송, 자동차, 호텔, 레스토랑 및 레저와 같이 통상적으로 매우 경기사이클적인 부문들은 실질적으로 멈춰 섰다. 그리고, 최근 분기 동안에 대출 약세가 가속화되기 시작했던 금융 부문은 이에 대한 대비에 집중하고 있다.

## 주요 부문에서의 경로 분열

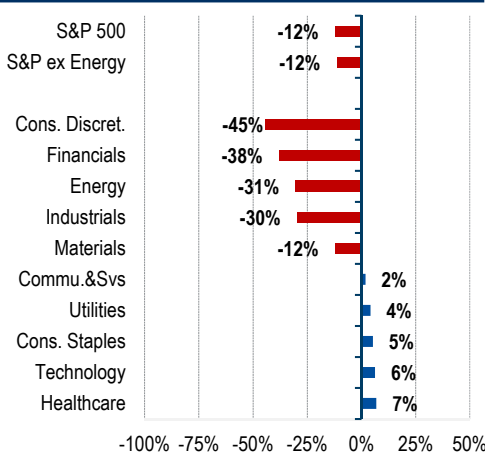
이번 달의 토픽

3/ Stoxx 600: 2020년 1분기 기업실적, (전년대비 변화, %)



Source: IBES as May 12 2020, Amundi Research

4/ S&P 500: 2020년 1분기 기업실적 (전년대비 변화, %)



Source: IBES, Amundi Research, as May 12 2020

2020년 예측 수치의 컨센서스를 조정하는 속도가 빨라졌다...

상대적으로 느리게 시작했지만 2월 중순 이후로는 기업실적 컨센서스의 하향 조정이 급속하게 가속화되었다. 예를 들면, Stoxx 600에 대한 1분기 예측은 1월1일에 +10%에서 2월 중순에 +3%, 3월 하반기에 -13%, 5월12일에 -35%로 연속적으로 하향 조정되었다. 이와 대칭적으로, 2020년 전체 연도의 예측도 1월1일 +8%에서 5월12일에 -25%로 하향 조정되었다. 이러한 예측 수치의 변화는 팬데믹이 전개되는 다양한 국면을 반영하고 있다. 올해 시작할 때 시장은 여전히 바이러스를 무시하고 있었고 중국-미국 무역전쟁에 포커스를 두고 있었다. 따라서, 중국 우한에서 1월 중순에 첫 번째 보고가 있는 후에 투자자는 감염병이 상대적으로 국지적이고 가치망을 통한 간접적인 영향만을 있을 것이라고 믿었다.

유럽, 특히 이탈리아에서 첫 번째 확진자가 보고된 이후 확진자가 3명에서 24,700명으로, 사망자는 0명에서 1,800명으로 늘어난 2월 중순에서 3월 중순 동안에는 기업실적 예측에 대한 하향 조정의 속도가 빨라졌다.

하지만, 봉쇄 조치가 시행되는 3월 하반기가 되어서야 컨센서스는 진정으로 팬데믹이 영향을 측정하기 시작했으며, 기업실적에 대한 거시경제적 및 미시경제적 예측이 급락했다.

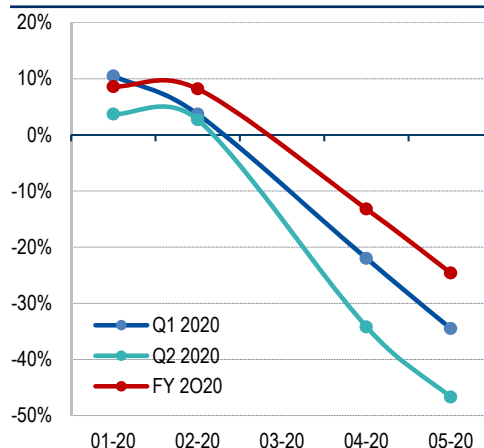
...하지만 턱없이 모자란다

기업실적 하향 수정이 그 속도를 올렸지만, 우리는 지금 시작되고 있는 리세션의 강도를 가격에 완전히 반영하고 있지 못하고 있다고 여전히 생각한다 - 이번 리세션이 지속될 기간에 대해서는 여전히 일부 논란이 있지만, 그 강도가 2차세계대전 이후로 최악일 것이라는 데에는 이견이 없다.

국제통화기금(IMF)은 2020년 전체 연도 동안에 글로벌 GDP는 -3.0%의 역성장, 미국은 -5.9%, 유로통화권은 -7.5%로 예측했다. 이는 2009년 금융대위기 동안의 각각 -0.1%, -2.5%, -4.5%

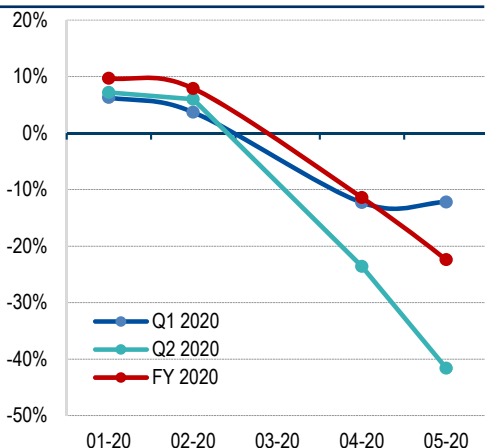
기업실적 하향 조정이  
가속화되었지만... 여전히  
충분하지 못하다

5/ Stoxx 600  
기업실적 추산치 추이



Source: IBES, Refinitiv as May 12 2020

6/ S&P 500  
기업실적 추산치 추이



Source: IBES, Refinitiv as May 12, 2020

## 이번 달의 토픽

예외적인 사안들이  
기업실적을 추가적으로  
저해하게 될 것이다

수치들과 대비된다. Amundi 이코노미스트들도 그 예측 범위에서 이와 비슷하게 비관적이며, 중심 시나리오에서는 글로벌 GDP는 -2.4% ~ -3.9%, 미국은 -4.5% ~ -6.5%, 유로통화권 -7.5% ~ -10.2%로 예측하고 있다.

2009년 금융대위기 동안에 주당순이익이 미국에서 -35%, 유럽에서는 -47% 하락했음을 감안하면, S&P 500 및 Stoxx 600의 기업실적이 올해 전체 기간동안 -22% 및 -25%의 하락으로만 그칠 것이라고 예상하기는 어렵다.

특히, 2009년과는 다르게 이번에는 우호적인 기저효과도 없다는 점을 감안하면, 그 규모를 상상하기가 더욱 힘들어 진다. 당시 금융대위기 이전의 2008년 4분기에 기업실적은 리먼 브라더스의 파산의 여파로 이미 급락하기 시작했던 반면에, 코로나19는 2020년 1분기에 전체적으로 영향을 주기 시작했기 때문이다.

**2020년 1분기에 기업실적이 이미 하락했지만, 진실의 순간은 2분기에 있을 것이다.** 긴급하게 하향 조정을 했음에도 불구하고, 컨센서스의 2분기 예측(유럽 -47%, 미국 -42%)은 여전히 전반적으로 낙관적인 것으로 보인다. 유럽의 경우 1분기 동안에 (평균) 15일간의 봉쇄 조치가 -35%의 기업수익을 하락시켰음을 감안할 때, 2분기 동안에 45일간의 봉쇄 조치가 단지 -47%의 하락만을 유발할 것이라고 예측하는 것은 무리가 있다. 미국의 경우에는 파괴 혁신적 기업들의 우월성으로 인해 원격 운영이 더 잘 수행될 수 있기 때문에, 미국의 2분기 기업실적은 유럽보다는 더욱 탄력적일 것이다. 그럼에도 불구하고, 이러한 탄력성을 과대 평가되지 않아야 하며, 미국에서는 1분기에는 봉쇄 조치가 시행되지 않았고 2분기에는 유럽과 마찬가지로 거의 6주 동안 봉쇄 조치가 시행될 것으로 예상되기 때문에, 1분기의 -12% 수치는 좋은 가능자가 될 수 없다.

**분기별 기업실적에 대한 2년 기준의 견해로 살펴보면, 더욱 놀라운 사실들을 발견할 수 있다. 예를 들면, Stoxx 600 컨센서스는 2년간의 누적 하락이 단지 -1.5%으로, 이는 2020년에는 -23% 우선 하락하고 2021년 28% 반등이**

뒤따를 것으로 기반으로 하고 있다. **S&P 500도 마찬가지로**, 컨센서스 예측(2020년 -21%, 2021년 +28%)을 기반하면 2021년 기업실적은 심지어 2019년보다 경미하게 높을 것(+0.9%)이다. 두 사례의 경우, 2020년 이후에 반등이 있더라도 두 지역에서 **실질 GDP**가 위기 이전의 **시작 수치**로 미국에서는 2022년, 유럽에서는 2023년까지는 회복되지는 않을 것으로 보이기 때문에, 이러한 예측이 맞을 가능성은 낮다.

**우리는 Stoxx 600 기업실적이 더 큰 폭으로 우선 하락(-60%)**하고, 그 이후에는 반등은 적을 것으로 예상하며, 이는 2년 누적 -15% 하락의 결과가 될 것이다.

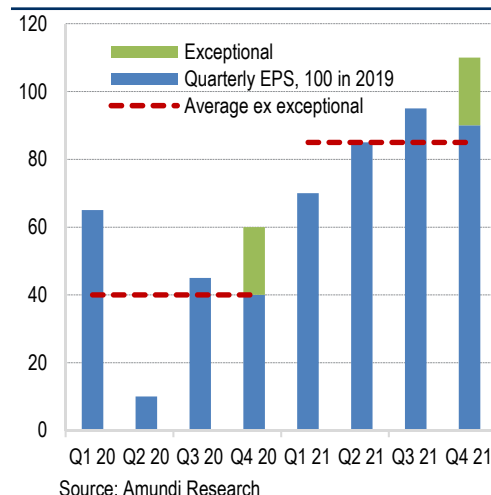
우리는 톱라인 매출, 고정비용 및 가변비용, 나타낼 수 있는 구조조정 등을 고려하면서 Stoxx 600 총합 계정과 **레버리지의 종합적 분석**을 바탕으로 하여 이러한 결론에 도달했다. 이러한 결론 도출의 근거는 이번 강도의 위기가 발생하는 시기 동안에는, 전형적인 상관관계(기업실적과 GDP 등)는 그 한계에 빠르게 도달하기 때문에 이보다는 분석적 접근법에 의존하는 것이 낫기 때문이다. 그 정의 상, 숫자는 거의 없지만, 상관관계의 질을 크게 반영할 수 있게 된다.

아래의 도표는 2021년말까지의 분기별 예측을 나타내고 있다. 기업실적은 2020년 2분기에 **바닥을 친 후에 순차적인 증가세**를 띌 것으로 예상된다. 하지만, 2020년 4분기와 2021년 4분기 모두에서는 커다란 **예외적 비용**이 발생할 수 있다.

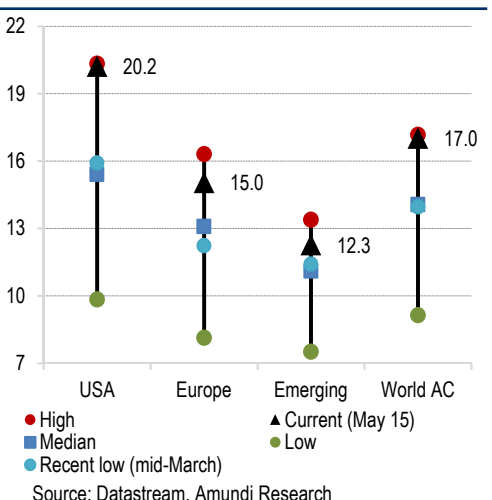
**물류의 어려움에 더해서**, 봉쇄 이후의 조치(수송, 직원의 복귀, 사무실과 대중 안내 구역의 재조직 등)로 기업들이 바쁠 것으로 보이며, 그 이후의 가을에는 이를 **강화하는 조치**들이 따를 것이며, 일부 기업의 경우에는 새로운 환경에 적응하기 위해서 **생산성 향상계획이 발표될** 것으로 예상된다. 이러한 생산성 향상계획을 재검토할 수 있는 시간과 당면한 어려움의 규모를 감안하면, 2021년 후반기에는 더욱 구조적인 특징에 대한 조치를 하는 두 번째 라운드의 이행이 필요할 것이다.

**결론: 간절히 기대하는 경기회복은 이미 대부분**

### 7/ Stoxx 600 분기별 EPS 예측



### 8/ 경기사이클 동안(2008년-2020년)의 12M Fwd PE





## 이번 달의 토픽

### 가격에 반영되었음.

봉쇄 조치가 점진적으로 완화됨에 따라, 우리는 유럽 경제가 실질적으로 4월-5월에 바닥을 쳤고 6월에 개선되기 시작된다는 사실을 조만간 확인할 수도 있을 것이다. 그렇다 하더라도, 주식시장에서 3월 중순의 최저점에서 공격적인 랠리의 수준을 감안하면, 이러한 간절히 기대하는 경기회복은 지금까지 이미 가격에 반영된 것으로 보인다.

심지어는 밸류에이션 비율이 이미 높은 상태(미국과 유럽 모두에서 12개월 포워드 추가수익률

(12M FW P/E)이 12년 동안의 최고점 또는 이에 근접함)에서도, 우리가 예상하듯이, 향후 분기들에 대한 예측이 훨씬 더 하향될 때에만 주식시장이 상승하게 될 것이다. 따라서, 우리가 면밀한 검토를 한 유럽만의 경우에는 컨센서스는 2021년 기준의 누적 수치는 하향 조정되어야만 할 것이다.

따라서, 이는 주식시장의 업사이드 잠재력을 저해하게 되고, 지속적인 랠리 혼돈의 경로로 만들면서 지원책의 연장 및 감염병 돌파구에 대한 의존도를 심화시키게 될 것이다.

2020-05-20 작성 완료

## 중심 시나리오 및 대안 시나리오.

### 월별 현황

우리는 전반적인 팬데믹 관련내용에서 기본 시나리오와 대안 시나리오에 부여한 확률을 전달과 동일하게 유지했다.

| 다운사이드 시나리오<br>L형                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | 중심 시나리오<br>U 기본형                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 업사이드 시나리오<br>U형                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 20%                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | 50%                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | 30%                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>감염병 대유행이 2021년 중반까지 지속되고, 의학적 개선이 느리게 진행되며, 2020년말에 2차 발발/확산이 발생함</li> <li>사망률이 상승함에 따라 국가별 봉쇄 조치가 연장됨</li> <li>심화되고 장기화된 글로벌 리세션이 공황으로 이어짐. 심지어는 방역 긴급사태를 넘어서는 수준으로 수요와 경제활동이 붕괴됨</li> <li>전세계적인 부채의 전면적 화폐화, 공공부채와 중앙은행 보유자산의 급속한 상승 동반</li> <li>비즈니스 붕괴에 따른 잠재적 생산량의 손실</li> <li>장기간 동안의 (규제 및 제로 금리 정책으로 인한) 금융억압</li> <li>대규모의 파산 및 도산 기업의 비용 급증이 은행 부문에 대한 신뢰도를 저해하고 금융 불안정성으로 이어짐</li> <li>장기 침체가 전면으로 부상하고 탈글로벌화가 새로운 정상 상태로 정착됨</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>일시적이지만 장기적 영향을 주는 충격: <ul style="list-style-type: none"> <li>감염병 대유행이 2020년 2분기말에도 종식되지 않음 (사망률은 하락하지만, 감염병이 사라지지는 않음)</li> <li>국가별 봉쇄 정책은 제한적인 시간 동안만 시행되고, 결국에는 3분기말에 감염병 통제에 성공함</li> <li>취약한 신흥국(아프리카와 남아시아)에서 보건/의료 및 경제적 위기</li> </ul> </li> <li>2020년 1분기, 2분기, 3분기 동안에 심각한 글로벌 리세션, 지역 별로 그 속도와 강도는 상이하고 높은 수준의 실업률 동반함</li> <li>2020년 4분기부터 순차적으로 느린 속도의 경기회복(이력효과, 성장둔화) 시작, 그 이후 2021년에는 경기반등(주로 기저효과가 견인함)이 뒤따름</li> <li>정부와 중앙은행의 “바주카” (Bazooka) 정책이 단기적 기간(2분기) 내에 “야성적 충동”(animal spirits, 공포 요인)을 진정시키고 소득과 기업은 보존시킴(지역별 편차는 존재함)</li> <li>기업 채무불이행이 2020년에 급속히 증가하며, 유가 하락과 결합되어 금융조건 긴축화와 수익 하락 동반됨. 크레딧 시장과 지급불능 이슈가 파편화 되고, 이는 2021년에 심화됨</li> <li>제조업 부문의 회복세는 서비스업 부문의 회복세보다 뒤처짐</li> <li>중국의 경기회복이 전세계 다른 지역 (RoW)의 수요 약세로 인해 제한됨</li> <li>일부 스태그플레이션 요인들의 현실화 (탈글로벌화)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>제한적인 기간 동안의 충격, 감염병 대유행<br/>2020년 2분기에 안정화</li> <li>심화되지만 단명하는 리세션, 주로 2020년 전반기에 발생하며 신속한 실업률 회복을 동반함</li> <li>2021년에 이미 위기 이전 수준으로 되돌리는 경제의 재활성화를 뒷받침하는 전세계적으로 중앙은행과 재정당국의 조화된 조치</li> <li>제조업 부문과 서비스의 회복세</li> <li>정부의 지원과 중앙은행 유동성 조치 덕분에 제한적인 기업 채무불이행 건수</li> <li>억눌린 수요 현실화</li> <li>2021년에 잠재성장을 이상의 경제성장을 및 일부 국가의 경우에는 이르면 2020년 하반기에 본격적인 경기회복</li> </ul> |

### 코로나19 현재 상황

중국을 코로나19 사태의 종료를 선언했으며, 중국경제는 제궤도로 돌아온 것으로 보인다. 여전히 감염병 2차 발발/확산이 있을 수 있지만, 중국, 일본 및 기타 아시아 국가들은 지금까지는 새로운 감염 클러스터를 성공적으로 관리하고 있다. 봉쇄 조치는 유럽과 미국에서 점진적으로 완화되고 있고, 바이러스 확진자의 일일 사망자 비율도 줄어들고 있는 추세이다.

본 분석을 작성하고 있는 시점을 기준으로 공식 수치에 따르면, 550만명이 감염되고 그 중의 35만명이 사망했으며, 이들 중의 1/3이 미국에서 비롯되었다. 병원에 커다란 압박을 받고 있는 브라질과 러시아는 35만명 이상의 확진자를 가지고 있으며, 각국은 상대적으로 낮은 사망률을 나타내고 있다. 하지만, 바이러스가 신흥국으로 확산됨에 따라 관련된 통계는 신뢰성이 떨어지고 있다.

일부 의학연구에서 고무적인 결과를 보이면서 적절한 의약품나 백신을 개발할 가능성이 높아지고 있지만, 여전히 감염병 치료제는 존재하지 않는다. 따라서, 사회적 거리두기, 부분적/전체적 격리 조치, 마스크, 검사, 손 세정제의 가용성은 감염병 확산을 억제할 수 있는 주요 수단들이다. 유럽연합 지역의 프런티어 국가들을 포함하여 프런티어 국가들은 대부분의 국내 지역에서 봉쇄를 유지하고 있다. 쟁쟁조약 지역과 선진국들은 의료장비, 의약품, 잠재적인 백신의 보급과 개발에 경쟁하고 있다. 백신에 대한 접근성의 불평등은 향후 지정학적 긴장의 원인이 될 가능성이 크다.

## 상위 리스크

### 월별 현황

리스크는 헤징 전략의 파악이 용이하도록 그룹화되어 있으며, 이러한 그룹화된 리스크들은 분명한 연관관계를 가지고 있다. 우리는 리스크 전망에 대한 관련내용이 이전 달과 유사하다고 확인하지만, 팬데믹이 기존의 허약성과 취약성을 악화시키고 현실화된 리스크가 더 많이 파악되고 있다. 이에 따라 금융적 리스크와 지정학적 리스크의 확률은 더 높아지게 된다.

| 경제적 리스크                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 금융적 리스크                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 정치적/지정학적 리스크                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 10%                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 15%                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 15%                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 확률                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | 확률                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | 확률                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <p><b>공황</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>「유럽경제회생기금」(European Recovery Fund)은 출범 시기가 너무 늦었고 그 이행은 모멘텀이 부족하다. 경제적 다이버전스(차이)가 악화됨에 따라 이는 유럽중앙은행의 포지션을 저해하게 된다.</li> <li>감염병 유행의 2차적인 확산/발발 및 사망률 상승과 함께 감염병 대유행이 계속되고, 이는 봉쇄 조치의 재개로 이어짐</li> <li><b>장기적이고 심화된 리세션:</b> 실업률은 사상 최고를 유지함에 따라 수요는 침체된 상태를 유지함</li> <li>긴급 위기 대응 이후의 <b>지속 가능하지 않은 채무 부담</b>이 국제 위기로 이어짐</li> <li><b>채무불이행 리스크 상승</b> 및 신흥국 시장의 취약성(단일 원자재 수출국, 관광업 의존도) 악화</li> </ul> | <p><b>금융 불안정성</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>기업 취약성 상승,</b> 지급불능 이슈, 채무불이행(15% 이상, 심지어는 20%까지 될 수도 있음) 리스크의 증가</li> <li>글로벌 리세션과 금융 불안정성으로 인한 채무불이행의 수치 상승과 더불어 <b>은행업 부문으로 위기 확산</b> 및 금융적 리스크의 악화</li> <li><b>중앙은행 정책의 무효화:</b> 연준의 양적완화에도 불구하고 발행시장의 활성화 미비를 동반한 미국 재무성증권(UST) 장기채수익률의 상승(동일한 상황이 유로통화권에서도 발생할 수 있음)</li> <li>과잉적인 완화 정책의 결과로 인해 기존의 재정적/대외적 취약성으로 <b>신용등급 강등, 국제수지 위기, 크레딧 채무불이행</b></li> </ul> | <p><b>정치적 긴장을 악화시키는 코로나19</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>미국-중국 갈등</b>이 코로나19 대응에서 무역, 기술로 다른 많은 분야로 확대됨</li> <li>유럽연합은 「유럽경제회생계획」에 대한 합의 및/또는 이행에 실패하고, 궁극적으로는 정치적 통합이 저해됨</li> <li><b>US 대통령선거:</b> 시장을 압박하는 더욱 공격적인 선거 수사 유행. 대통령선거의 결과는 정치적 교착상태를 초래함.</li> <li>코로나바이러스 재확산으로 유발된 <b>경제적 및 국가별 안보 이해(및 목적)이 부각</b>되어 일련의 새로운 무역분쟁으로 이어짐</li> <li>영국의 유럽연합 탈퇴가 <b>하드 브렉시트</b>로 귀결됨</li> </ul> |
| <p><b>+</b> 현금, 연계채권, USD, 경기사이클주에 대비한 방어주</p> <p><b>-</b> 석유, 위험자산, FX 원자재, 신흥국 현지통화 CCY 수출국</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | <p><b>+</b> CHF/AUD, YEN (AUD, NZD, CAD), CDS, 옵션, Min Vol</p> <p><b>-</b> 석유, 위험자산, 프런티어 시장, 자본유출</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | <p><b>+</b> 선진국 국채, 현금, 금, 연계채권, USD, 변동성, 질</p> <p><b>-</b> 석유, 위험자산, EMBI</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |

## 방법론

### - 시나리오

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

### - 리스크

리스크의 확률은 내부 서버이의 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.

## CROSS ASSET 디스패치: 시장 전환점 감지하기

### 전환점 평가를 이해하는 방법

● 전환점에 이르렀다고 판단하기는 너무 이른

● 전환점에 접근 중

●

### 경제적 배경

- 글로벌 컨센서스는 신저가에 이르렀으며, 심지어 글로벌 금융대위기보다 더 낮다. Citi ESI로 측정된 글로벌 경제서프라이즈지수는 일부 반전이 시작된 것으로 보인다.
- 새로운 부정적인 데이터가 향후 수주 동안에 나올 수 있기 때문에 컨센서스는 하향 수정될 수도 있지만, 많은 국가들에서 이미 하향 조정이 있었기 때문에 매우 낮고 비관적인 기대감을 고려하면 긍정적인 경제서프라이즈가 있을 수 있는 일부 여지를 남기고 있다.

### 펀더멘탈 및 밸류에이션

- 우리는 기업실적이 올해 2분기와 3분기에 급락하고 2021년에 다시 반응할 것으로 예상한다.
  - 일반적으로, 중심 시나리오에서 잠재적인 업사이드는 다운사이드 리스크 시나리오의 추가적인 잠재적 악화를 상쇄하기에는 충분하게 크지 않다.
  - 밸류에이션: PE는 잠재적 진입포인트에 전혀 도달하지 않았다(2020년 S&P500의 PE는 17, Euro Stoxx 600의 PE는 15임).

### 방어적인 자산배분

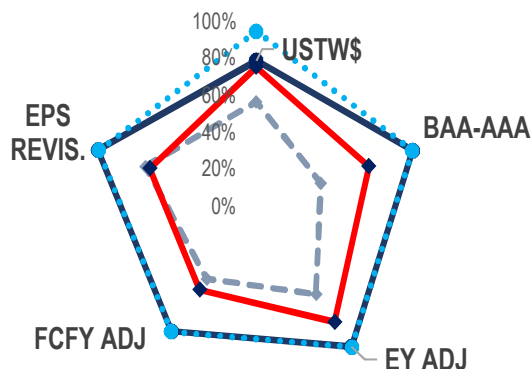
### 기술적 요인

- 전술적인 징후(즉, 순수한 투자분위기 지수에 추가하여 기술적 요인)로 인해 혼재된 상황이 유지되고 있다. 기술적 요인의 긍정적 징후(즉, 지난 달에 나타난 단기적 점수의 긍정적 수치를 중기적 점수가 이번에는 따라잡고 있는 모멘텀)에도 불구하고, 투자분위기 지수는 여전히 부정적-리스크 환경의 신호를 내고 있다.

### 시장분위기

- 금융조건을 살펴보는 경우, 은행시스템의 건전도 프록시(Ted, Libor, Comm. Papers)는 이미 지난 10년 동안 기준으로 최소에 근접하는 수준으로 되돌아 갔다. 실제로, 은행은 커다란 유동성을 제공받아왔다. 문제는 ‘은행들이 어떠한 리스크가 따르든지 간에 이러한 유동성을 시스템으로 순환시킬 것인가?’이다. 유동성 흐름의 관점에서(State Street 데이터), 4월/5월 전반기의 분위기는 “중립+”였다. 행태리스크등급(Behavioral Risk Scorecard, 약자 ‘BRS’) 지수를 면밀히 살펴보면, ‘중앙은행은 미래에 대한 가시성과 상관없이 대처하기 어렵다’라는 실질적으로는 동일한 내용을 나타내고 있다.

### 최고치에 달한 Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST)



Amundi Research, Data as of 15 May 2020

CAST는 매우 높은 리스크 인식을 나타내고 있다.

무디의 스프레드(AAA↘, Baa↘)에서 반영되어 있듯이 상당 위에 있는 전초징후(sentinel) 물결은 질 낮은 크레딧 종목에 지속적인 압박을 주고 있다. EPS는 하향 수정의 방향으로 계속되고 있으며 사상 최저점에 달했다.

방법론 우리는 “전초징후(Sentinels)”라고 불리는 5가지 변수, 즉 거래가중치 기준의 미국 달러화(USTW\$), 무디의 Baa-Aaa, EPS 수정, 리스크 감안 채권 수익률, 리스크 감안 현금 흐름 수익률을 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 클수록 리스크 인식이 높으며, 결국에는 방어적인 자산배분에 근접하도록 움직일 필요성이 높게 된다.



## 글로벌 리서치 클립

## 1 중국-미국 사이의 긴장 상승

중국이 팬데믹을 처리하는 역할에 대해서 거침없는 수사를 주고받으면서 중국-미국 긴장은 상승하고 있다. 관세 및 그 이외의 조치(예를 들면, 화웨이 재제 조치)와 관련된 긴장은 중국의 보복 조치로 이어졌고 이전의 노력을 헛된 것으로 만들었다. 중국의 대응 중의 한 가지는 FX 종목군에서 영향을 줄 수 있다. 우리는 리스크 시나리오에서 USD/CNY의 최고점 7.30(기본 시나리오에서는 7.15)으로 상승할 것이라고 반영하고 있다. 더 큰 맥락의 관점에서 살펴보면, 코로나19는 현재의 무역긴장을 구조적인 갈등으로 악화시켜서 “냉전”으로 이끌 수도 있다.

## 2 노동시장

**미국:** 첫 번째 라운드의 일자리 상실은 최전선 부문(즉, 서비스 및 요식숙박업 관련 부문), 특히 중소기업과 저임금 부문 및 피고용인에 집중되었다. 평균 시급 소득의 대상 구성과 계산 방식에서 변화가 있었으며, 이에 따라 평균 시급 소득의 수치는 크게 증가했다. 일부 실업자는 일시적 해고로 보고되고 있다. 현재, 14.7% 실업률은 피해의 전체 규모를 과소 평가할 수도 있으며, 실질적인 피해의 규모는 향후 수개월 내에 (경제적인 더 깊은 피해에 대한 두 번째 라운드의 효과)가시적으로 나타날 것이다. 우리는 약 3,000만개의 일자리가 위험에 처해 있다고 추산하며, 실업률은 약 22%까지 상승하고 (2분기-3분기에 최고치를 찍은 이후에) 점진적으로 줄어들 것으로 보인다. 실업수당 청구의 지속 여부(경제 개개를 시작한 주에서 이러한 수치의 하락 여부와 그 추이) 및 경제활동참가율 추이(약세의 유지 여부, 즉 사람들이 다시 일자리를 추구하기 시작하는 지의 여부)에 면밀하게 주목해야 할 필요가 있다.

**중국경제**는 (거시적 및 미시적 증거에 따르면) 회복되고 있으며, 서비스 부문의 최악 상황은 지나갔지만 제조업 고용에 대한 압박이 증가하고 있음을 보여주고 있다. 이러한 두 가지 요인들이 균형을 이루면서, 실업률은 단기적으로는 6%를 약간 넘는 상태가 될 가능성이 높다. 지금까지 최악의 수치는 2월의 6.2%였다.

## 3 독일 헌법재판소의 판결

독일 헌법재판소의 판결은 유럽연합의 법적구조에 도전하고 있다. 정치적 파장이 통화정책 및 경제에 미치는 단기적인 영향보다 더 커다란 위협이다.

최선의 전략은 유럽중앙은행이 이러한 판결을 반응하지 않지만 이를 인정하면서 평상시와 마찬가지로 계속하는 것이다. 그렇게 하지 않는다면, 다른 국가의 법원들도 유럽연합의 법적 프레임워크의 정당성에 도전하는 길을 더 주게 될 가능성이 크다.

## 4 자금조달의 필요성 증가

자금조달의 필요성의 증가는 시장전위와 금리압박을 생성한다. 중앙은행은 추가적인 채권공급과 장단기 본드를 화폐화(monetize)할 것(연준은 무제한적으로 재무성증권과 주택저당증권을 매입할 예정이며 유럽중앙은행은 「새로운 팬데믹 긴급매입 프로그램」(PEPP)을 증가시킬 예정임)이기 때문에 금리가 상승할 여지는 제한적이다. 기본 시나리오에서는 경제 및 인플레이션에 대한 암울한 기대로 인해 곡선이 플래트닝 할 것으로 전망하고 있다.

## 5 주식시장

주식시장은 EPS 성장의 침체된 환경에서 업사이드 시나리오에 가까운 현실을 가격에 반영하고 있다. 밸류에이션은 “가능한 모든 수단을 동원”한다는 중앙은행의 접근방식과 금융조건의 완화로 인해 높아졌다. 정책 대응과 봉쇄 조치를 바탕으로 우리는 위험자산에 대한 전략적 선호를 유지하지만, 밸류에이션 활성화는 지금은 최선의 업사이드를 제공하지는 않는다. 우리는 상대적인 안전한 IG를 선호하면서 주식을 추구하는 것을 권장하지 않는다.

## 브렉시트: 노딜의 확률이 증가함

영국과 유럽연합 사이의 세 번째 라운드에서는 커다란 진전을 보여주지 못함에 따라, 두 협상당사자 모두는 노딜 브렉시트의 리스크의 상승에 당면하고 있다. 실제로, 협상 기간의 연장을 요청할 수 있는 시한인 6월말까지는 불과 몇 주가 남지 않았으며, 영국은 여태까지는 협상 기간의 연장을 거부했다. **코로나19 위기는 일부 지연을 발생시켰지만**, 협상은 영상회의를 통해서 다시 시작되었다. 최근의 협상 라운드는 미셸 바니에르와 유럽연합 협상대표와 데이비드 프로스트 영국 협상대표 사이에 거친 말을 교환하면서 종료되었으며, 이는 소위 “**공정한 경쟁 환경**”이라는 공통적인 거버넌스, 사회환경적 기준 등을 포함하는 핵심 사안에 대해 합의에 이르지 못했음을 부각시켰다. 아일랜드에서 물리적 국경을 피할 수 해결책이나 이주민 규칙 등과 같은 다른 사안에 대해서도 여전히 불투명하다.

**오해의 근원은 깊다.** 실제로, 유럽연합은 유럽단일시장에 대한 확대된 접근성을 영국에 허용하면서 이와 관련된 의무를 부여하는 합의를 이끌어 내기 위해서 여전히 노력하고 있는 반면에, 영국은 가벼운 의무만이 있고 유럽연합의 감독을 받지 않는 무역기반의 상호관계를 기본적으로 협상에서 추구하고 있다.

**시간은 흘러가고 있다.** 유럽집행위원회는 6월18일-19일에 영국과의 새로운 조약을 논의하기로 일정을 정했으며, 7개월의 기간은 협상을 체결하고 27개 회원국의 승인을 받기에는 극단적으로 짧았던 것으로 보인다. 양측이 입장을 변경하지 않고 영국이 기한 연장을 신청하지 않는다면, 올해 1월30일에 유럽연합을 탈퇴한 영국이 주요 경제당사국으로 무역협정을 가지지 못한 상태가 2020년 12월30일에 될 가능성이 점차 커지고 있다. 하지만, 작년에서도 매우 커다란 진통을 겪은 협상 후에, 결국에는 실용주의적 태도를 보이면서 유럽연합-영국 탈퇴 협정을 체결했다는 사실에 유념해야 할 것이다.

## AMUNDI 자산종목 견해

|        | 자산종목         | 견해  | 1개월 변화 | 근거                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|--------|--------------|-----|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 주식 플랫폼 | 미국           | -/= |        | 경제 데이터(약세)와 시장 성과(긍정적) 사이의 상관관계가 이처럼 낮은 적이 없었으며, 우리의 견해로는, 시장이 과도하게 낙관적인 빠른 경기회복을 가격에 반영하고 있다. 우리는 기업실적 추산치가 계속 떨어질 것으로 믿고 있으며, 우리는 방어적인 포지션을 유지한다. 하지만, 미국 주식은 그 자본비용에 비교하여 상대적으로 가치가 있기 때문에 이러한 신중한 견해가 장기적인 긍정적인 견지와 혼동되지 않아야 할 것이다. 이에 더불어, 미국 주식의 배당수익률은 이례적이게도 10년물 미국 재무성증권(UST)보다 높다.                                                                                            |
|        | 유럽           | -/= |        | 사상 유래가 없는 경제의 '급작스러운 중단'이 향후 가시성에 낮고 관련된 영향의 결과 범주가 광범위한 상황에서 수요와 공급에 이미 영향을 주었다. 따라서, 신중한 포지션이 요구되며, 우리는 투자자가 프로세스 규율을 유지하고 주식 선택에 포커스를 두며 적절한 유동성의 확보를 통해서 단기적 리스크와 중기적 기회 사이의 균형을 유지하라고 권고한다.                                                                                                                                                                                         |
|        | 일본           | =   |        | 기업 밸류에이션은 장기 평균 미만으로 유지되고 있고, 재무제표 상의 레버리지도 양호하다. 하지만, 현재의 리세션과 글로벌 수요 약세는 기업실적에 영향을 줄 것이다. 우리는 중립적 포지션을 유지한다.                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|        | 신흥국 시장       | =   |        | 우리는 전반적으로 신중한 포지션을 취하며, 코로나바이러스 사이클의 후반 국면에 있는 국가들(중국, 대만, 한국)의 종목과 탄력적인 내수성장과 구조개혁의 진척(EMEA, 인도)을 보이고 있는 국가들의 종목을 모색하고 있다. 하지만, 글로벌 불확실성이 유지되고 있고 추가적인 무역 긴장이 압박하고 있기 때문에, 헤드윈드(headwind, 역풍)가 있을 수 있다.                                                                                                                                                                                 |
| 채권 플랫폼 | 미국 국채        | =/+ |        | 미국 재무성증권(UST)은 양적완화 프로그램과 외국인 자금유입으로 뒷받침되어 강세를 유지하고 있다. 최근의 연방공개시장위원회(FOMC)에서는 정책금리가 변경되지 않았지만, 미국 의회는 추가적인 총 재정부양규모가 거의 3조달러에 이르는 추가적인 재정조치를 승인했다. 장기채권(long dated bonds)이 포함된 발행보증 프로그램은 시장에서 듀레이션을 더 많이 흡수할 수 있게 만들 것이다.                                                                                                                                                              |
|        | 미국 IG 회사채    | =/+ |        | IG 스프레드는 떨어졌으며, 시장은 계속되는 양적완화의 뒷받침을 받아 사상 최대의 회사채 발행물량을 흡수했다. 이러한 스프레드-타이트닝과 불확실성(사회, 경제, 시장)의 고조를 감안하여, 선별의 중요성이 더욱 커지고 있다. 하지만, 매력적인 밸류에이션은 향후 1-2년 동안에 대해 설득력 높은 수익성 전망을 제공한다.                                                                                                                                                                                                        |
|        | 미국 HY 회사채    | -   |        | 연준이 4월초에 '추락한 천사'(fallen angels, 역주: 투기등급으로 강등된 회사채) 및 하이일드 상장지수펀드(ETF)를 회사채 매입프로그램의 대상으로 확대시키는 예상하지 못한 움직임은 HY 회사채 관련 활동과 스프레드 축소를 뒷받침했다. 이러한 모든 것에도 불구하고, 경기회복은 매우 느릴 가능성이 크기 때문에 우리는 매우 신중한 포지션을 유지하고 질에 포커스를 둔다.                                                                                                                                                                     |
|        | 유럽 국채        | -/= |        | 우리는 신중한 포지션을 유지하며, 최근의 프랑스와 독일 사이에서 「유럽경제회생기금」을 추진하기로 한 합의가 다른 유럽연합 회원국가에게 어떻게 받아들일 지를 지켜보아야 할 것이다. 우리는 여전히 주변국 채권 대해서 온화하게 건설적인 포지션을 유지한다.                                                                                                                                                                                                                                              |
|        | 유로통화권 IG 회사채 | ++  |        | 유로통화권 IG는 현재의 정상화 환경과 유럽중앙은행의 대규모 유동성 백스톱에서 혜택을 받을 것이다. 우리는 EUR IG, 특히 후순위금융채에 대해 긍정적 포지션을 유지한다.                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|        | 유로통화권 HY 회사채 | -/= |        | 자동차와 같은 산업 부문 및 제약과 미디어에 대해 선별적 포지션을 유지한다. 우리는 유동성이 전반적으로 안정화되고 있다고 생각하지만, 현재의 시장 환경에서는 여전히 긴축적인 것으로 보인다.                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|        | 신흥국 채권 경화표시  | =/+ |        | 코로나19와 유가 변동은 신흥국에 대한 경제적 환경을 형성시키고 있으며, 우리는 일반적으로 신중한 포지션을 취한다. 우리는 경화표시 채권에 긍정적으로 유지하며, 여기에서는 선별적인 HY 종목에 대해서 건설적인 포지션을 취하고, IG 발행시장에서 일부 종목은 매력적이라고 믿고 있다.                                                                                                                                                                                                                            |
|        | 신흥국 채권 현지화표시 | =   |        | 우리는 현지화표시 채권 금리를 선호하며, 멕시코와 남아공과 같은 국가에서는 선별이 중요하다고 믿고 있다. 러시아는 매력적인 가치를 계속 제공하고 있다. 우리는 FX에 대해서는 신중한 포지션을 유지한다는 사실에 유념해야 할 것이다.                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 기타     | 원자재          |     |        | 경기사이클적 원자재는 글로벌 봉쇄 상황인 현재의 경제적 배경에서 떠받쳐지지 않고 있으며, 석유도 비슷한 운명에 처해 있다. 유가는 경제활동의 복원에서 혜택을 받을 것이지만, 시장은 여전히 구조적인 대규모 과잉공급과 경기회복 없음의 시나리오를 가격에 할인하여 반영하고 있다. 금은 경제적 불확실성, 정부의 재정적자 증가, 중앙은행의 양적완화 매입 프로그램에서 동시에 혜택을 받고 있기 때문에 현재의 프레임워크에서 가장 큰 승리자이다.                                                                                                                                        |
|        | 통화           |     |        | 중앙은행과 정부의 개입이 신용리스크를 억제하고 금융조건을 완화하는 데에 도움을 주고 있는 반면에, USD는 단지 소수의 통화에 대해서만 평가절하의 가능성이 있는 상태에서 탄력적으로 유지되고 있다. 이와 더불어, 펀더멘탈을 살펴보면 미국 달러화 지수(DXY)는 공정가치로 프리미엄으로 거래되고 있다. 하지만, 밸류에이션은 불확실성의 시기 및 성장 기대감이 급상승하는 시기 동안에는 적절하게 작동되지 않고 있다. 유로통화권 성장률이 (미국보다 더 크게) 폭락하고 독일 헌법재판소의 판결의 결과가 영향을 줌에 따라 EUR은 저성과 종목이었다. 하지만 프랑스-독일의 「유럽경제회생기금」에 대한 합의는 긍정적일 수 있다. EUR/USD에 대한 우리의 12개월 목표치는 1.14이다. |

### 범례



출처: Amundi, 2020년 5월 25일 기준, EUR 기반 투자자에 대한 상대적 견해. 본 자료는 특정 시기의 시장환경에 대한 평가를 나타내며, 향후 사건의 예측이나 미래 실적에 대한 보증을 의도하지는 않는다. 본 정보는 이를 참조하는 자가 특히 펀드나 증권과 관련한 어떠한 연구, 투자자문, 권장사항을 마련하는 자료로 사용될 수 없다. 본 정보는 예시적 및 교육적 목적으로만 엄격히 제한되고 예고 없이 변경될 수 있다. 본 정보는 현재, 과거, 미래의 Amundi 상품의 실질적 자산배분이나 포트폴리오를 나타내지 않는다.

IG = 투자등급 회사채, HY = 하이일드 회사채; EM 채권 HC/LC = 경화표시/현지화표시 신흥국 채권. WTI = 서부 텍사스 중질유(West Texas Intermediate). QE = 양적완화(quantitative easing).

## 선진국

### 거시경제적 전망

2020-05-20 기준 자료

| 연<br>평균 (%) | 실질 GDP 성장률 % |            |         | 인플레이션<br>(CPI, 전년 대비, %) |      |      |
|-------------|--------------|------------|---------|--------------------------|------|------|
|             | 2019         | 2020<br>범위 | 2021    | 2019                     | 2020 | 2021 |
| 전세계         | 3.1          | -4.1/-2.7  | 3.9/5.1 | 3.0                      | 2.4  | 2.5  |
| 선진국         | 1.7          | -7.6/-5.8  | 3.1/4.7 | 1.5                      | 0.7  | 1.0  |
| 미국          | 2.3          | -6.5/-4.5  | 2.5/4.5 | 1.8                      | 1.0  | 1.0  |
| 일본          | 1.2          | -4.9/-4.3  | 2.0/2.6 | 0.7                      | 0.1  | 0.5  |
| 영국          | 1.4          | -9/-7      | 3.0/5.0 | 1.8                      | 1.2  | 1.4  |
| 유로통<br>화권   | 1.2          | -10.2/-7.5 | 3.6/5.6 | 1.2                      | 0.6  | 1.1  |
| 독일          | 0.6          | -9.5/-7.5  | 3.4/5.4 | 1.5                      | 0.7  | 1.2  |
| 프랑스         | 1.2          | -10.6/-7.0 | 4.3/6.0 | 1.3                      | 0.6  | 1.1  |
| 이탈리<br>아    | 0.3          | -10.7/-7.8 | 2.9/4.9 | 0.7                      | 0.1  | 1.0  |
| 스페인         | 2.0          | -10.4/-7.9 | 3.5/5.5 | 0.7                      | 0.3  | 1.0  |

출처: Amundi Research

- 미국:** 코로나바이러스 위기는 미국 경제를 급격한 경기둔화로 밀어 넣었고, 심각한 기업 활동 중단과 대규모 해고가 동반되었다. 실업률은 두 자리 수(14.7%)로 급상승했고, 소비자신뢰도 지수와 기업신뢰도 지수 모두가 주저 않았다. 소비자 인플레이션은 봉쇄 조치의 영향을 반영하기 시작하여, 헤드라인 소비자물가지수(CPI)는 전년대비 0.3%로 하락했다(이전 연도는 1.5%). 경기회복의 시기와 프로필은 여전히 매우 불확실하지만, 우리는 GDP는 전년대비 -4.5% ~ 6.5%로 역성장하고, 인플레이션은 현저하게 침체되어 올해 중에 마이너스대로 움직일 현저한 리스크가 있다고 예상된다.
- 유로통화권:** 처참한 1분기 GDP 예비데이터에 나타나듯이, 유럽 경제는 심각한 역성장의 방향으로 움직였다. 특히 우려스러운 점은 이 데이터가 나타내는 1분기에서 마지막 중반 몇 주를 제외하면 여러 국가들에서 봉쇄 조치를 시작하지도 않았다는 사실이다. 우리는 유로통화권 경제가 2020년에 -7.5% ~ -10%로 역성장할 것으로 예상한다. 일부 국가에서는 봉쇄 조치가 완화되기 시작했으며, 조만간 대부분의 국가가 봉쇄 조치를 풀 것이다. 경제활동이 재개됨에 따라 이는 일부 경기반등에 청신호가 될 것이지만, 우리는 V형 경기회복을 예상하지는 않는다. 인플레이션은 침체된 상태를 유지할 것이며, 에너지 가격과 수요 약세로 인해 디플레이션 추이의 리스크도 있다. 유로통화권의 조화된 소비자물가지수(HICP)의 인플레이션은 3월의 전년대비 0.7%에서 4월 0.4%로 이미 낮아졌다.
- 일본:** 글로벌 수요 급락과 4월에 도입된 감염병 국내 통제조치를 감안하여 우리는 일본의 경제가 민간소비와 기업투자 모두에서 2분기에 가장 큰 충격을 받을 것으로 예상하며, 세 분기 연속으로 역성장할 가능성이 크다. 그럼에도 불구하고, 일본정부가 코로나19 확산의 통제를 잘 했기 때문에 우리는 일본이 다른 선진국 경제보다는 사정이 나을 것으로 예상한다. 고차 주기의 데이터에 따르면, 일본의 이동 제한은 미국 및 유럽보다 낮았고, 다른 동아시아 경제와 비슷한 수준인 것으로 나타났다.
- 영국:** 1분기에 봉쇄 조치가 이미 -2%의 역성장을 유발했기 때문에, 영국 경제는 거의 100년만에 가장 크게 역성장할 것으로 보인다. 우리는 2020년 영국 경제가 -6% ~ -8% 사이에서 역성장할 것으로 예상하며, 이는 1921년 이후 GDP가 연간 가장 크게 하락한 수치로 될 것이다. 에너지 가격은 헤드라인 인플레이션율, 수요 약세는 핵심 컴포넌트를 압박하고 있기 때문에, 올해 시작 이후에 나타난 소비자물가지수(CPI) 인플레이션의 하향 추이는 2020년 동안에 계속될 가능성이 크다. 수요의 계속되는 약세와 지속적인 불확실성으로 인해 영국중앙은행의 추가적인 완화조치를 시행할 수도 있다.

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

### 기준금리 전망

|     | 2020<br>05-25 | Amundi 컨센서스<br>+6개월 2020년 3분기 | Amundi 컨센서스<br>+12개월 2021년 1분기 |
|-----|---------------|-------------------------------|--------------------------------|
| 미국  | 0.13          | 0/0.25                        | 0.11 0/0.25 0.08               |
| 유로존 | -0.50         | -0.50                         | -0.56 -0.50 -0.58              |
| 일본  | -0.05         | -0.2                          | -0.1 -0.2 -0.12                |
| 영국  | 0.10          | 0.00                          | 0.02 0.00 -0.01                |

출처: Amundi Research

- 연준(Fed):** 연방공개시장위원회(FOMC)의 지난 번 회의는 기대에 미치지 못했다. 극단적으로 완화된 견지와 포워드 가이드스가 확인된 가운데 현재의 정책기조는 적절한 것으로 판단된다. 연준은 “중기적인 경기전망에 대한 현저한 리스크”라고 경고하면서 필요하면 더 많은 조치를 취하고 금리를 낮게 유지하면서 크레딧을 중요한 영역으로 전환하는 등 경제를 돕기 위해 최선을 다하겠다고 약속했다. 인플레이션 측면에서는 어떠한 주요 우려도 표현되지 않았다. 주요한 점은 기대인플레이션과 연준과 의회의 부양책의 규모를 고정시켰다는 사실이다. 연준은 재정적 조치와의 연계시킴에 있어서 그 역할을 계속할 것이다. 특히, 재무성은 연준이 민간부문에 대한 여신의 규모를 증가시킬 수 있는 여력이 있다.
- 유럽중앙은행(ECB):** 유럽중앙은행은 지난 회의에서 양적완화 프로그램보다는 다음과 같은 유동성 조치를 시행에 세부적으로 중점을 두었다.
  - 이전에 발표된 TLTRO 운영에 부여된 조건의 완화(현재의 -50bp 금리보다 낮춰진 50 베이스스 포인트 금리),
  - 25bps 고정금리로 “일련의 새로운 비타겟팅 팬데믹 긴급 장기 리파이낸싱 운영(PELTRO)”
- 일본은행(BoJ):** 일본은행은 4월과 5월에 완화적 기조를 계속 강화했다. 상장지수펀드(ETF)를 두 배로 확대한 이후에 일본은행은 재정부양책의 증가를 수용하기 위해서 일본국채(JGB)에 대한 80 조엔(현재 기준으로는 실질적으로 14조엔)의 연간 소프트 목표를 제거하여 양적완화를 증가시켰다. 일본은행은 현저한 규모의 기업어음과 회사채를 양적완화에 추가한다고 발표했다. 이와 더불어, 일본은행은 중소기업의 파이낸싱을 지원하기 위한 새로운 자금지원 프로그램을 공개했다. 이 새로운 프로그램은 기존의 기업에 대한 지원에 30조엔(2,800억 달러)를 추가하여 총 75조엔(7,000억 달러)이 되었으며 그 기한도 2021년 5월말로 연장되었다. 기존의 특별 기금의 운영의 경우, 일본은행은 대차담보금의 대상 범위를 모든 민간채권을 포함하도록 확대했다.
- 영국중앙은행(BoE):** 영국중앙은행(영란은행)은 금리를 10bps로 동결했으며, 두 명의 위원이 1,000억 파운드에 즉각적으로 늘리자고 주장했음에도 불구하고 자산매입의 규모를 기존의 6,450억 파운드에서 변경하지 않았다. 통화정책위원회의 회의록과 통화정책 보고서 모두에서는 비둘기파적인 견해가 지배적이었으며, “모든 측면에서 중기적인 전망의 다운사이드 리스크”를 고려하면 이는 추가적인 통화부양책이 가까운 미래에 있을 수 있음을 제시하고 있다.

### 통화정책 의제

| 중앙은행     | 다음 회의  |
|----------|--------|
| Fed FOMC | 6월 10일 |
| ECB 정책위  | 6월 4일  |
| BoJ MPM  | 6월 16일 |
| BoE MPC  | 6월 18일 |

출처: Amundi Research

## 신중국

### 거시경제적 전망

2020-05-20 기준 자료

| 연<br>평균 (%) | 실질 GDP 성장률 % |            |          | 인플레이션<br>(CPI, 전년대비, %) |      |      |
|-------------|--------------|------------|----------|-------------------------|------|------|
|             | 2019         | 2020<br>범위 | 2021     | 2019                    | 2020 | 2021 |
| 전세계         | 3.1          | -4.1/-2.7  | 3.9/5.1  | 3.0                     | 2.4  | 2.5  |
| 신중국         | 4.1          | -1.8/-0.7  | 4.4/5.3  | 4.0                     | 3.6  | 3.4  |
| 브라질         | 1.1          | -4.6/-3.2  | 0/1.0    | 3.7                     | 2.9  | 3.7  |
| 멕시코         | -0.1         | -5.3/-4.3  | -0.9/0.1 | 3.6                     | 2.5  | 3.2  |
| 러시아         | 1.3          | -6/-4      | 2.5/5    | 4.5                     | 3.3  | 3.9  |
| 인도          | 5.3          | -2.5/-1.1  | 3.0/4.3  | 3.7                     | 5.9  | 4.9  |
| 인도네시아       | 5.0          | 0.2/1.2    | 3.5/4.5  | 2.8                     | 2.6  | 3.2  |
| 중국          | 6.2          | 1.4/2.4    | 7.6/8.2  | 2.9                     | 2.6  | 1.9  |
| 남아공         | 0.2          | -6.4/-5.4  | 4.0/5.0  | 4.1                     | 4.0  | 5.0  |
| 터키          | 0.8          | -7.2/-6.2  | 4.2/5.2  | 15.5                    | 9.8  | 10.1 |

출처: Amundi Research

- **중국:** 4월에 중국의 경제는 추이 이상의 성장을 순차적으로 계속했다. 투자는 토지 판매의 활황과 공적 인프라 프로젝트가 견인하여 플러스로 돌아섰으며, 서비스 소비는 상품 소비에 뒤처져 있었다. 식료품 가격이 빠르게 안정화되고 돼지고기 공급이 회복됨에 따라 인플레이션은 추가적으로 완화되었다. 전국인민대표회의(NPC)에서는 2020년도 성장률 목표를 강조하지는 않았으며, 새로운 도시 고용을 2백만명 줄인 다소 미지근한 노동시장 목표를 보고했다. 정부기금 지출의 급격한 상승으로 견인되어 재정적자는 확대될 것이다. 대출 증가는 작년보다 크게 상승세로 유지되고 있다.
- **인도:** 지난 2개월 동안에, 경제조건이 급격하게 계속 악화되고 있다. 4월(2020년 2분기)과 관련된 제한적인 정보에서는 3월 데이터에서 예상했던 것보다 더욱 암울한 현상이 나타나고 있다. 4월의 경우, 화물 수송량과 수출이 폭락했다. 우리는 실제로 2020년 GDP 기대성장률을 이전의 전년대비 0%/1.5%에서 -2.5%/-1.0%의 범위로 하향 수정했다. 인도 정부는 최근에 재정정책과 통화정책 수단의 부양책 패키지를 발표했다. 급격한 리세션은 재정적인 수치를 현저하게 악화시킬 것이다.
- **중부 유럽:** 2020년 1분기에 폴란드, 헝가리, 루마니아의 GDP 성장률은 플러스 수치를 유지했지만 2019년 4분기와 비교하여 절반(전년대비 1.9% ~ 2.4%)으로 줄어 들었다. 하지만, 체코 공화국의 경우에는 GDP가 전년대비 2.2% 줄어 들었다. 이러한 수치는 i) 데이터 수집의 문제와 ii) 봉쇄 조치가 3월에 시행되어서 1분기말에만 성장률에 영향을 미쳤기 때문에 주의해서 다뤄져야 한다. 우리는 이러한 국가들의 GDP가 2분기에는 역성장하고, 그 이후 올해 하반기에는 점진적으로 상승할 것으로 예상한다. 하지만 팬데믹의 범위와 지속기간과 관련한 불확실성이 유지되고 있기 때문에 이러한 예측은 잠정적이다.
- **콜롬비아:** 유가의 급격한 하락과 코로나19에 따른 경기둔화로 인해 콜롬비아는 심각한 헤드윈드(역풍)와 크레딧 수치의 악화에 당면하고 있다. GDP 성장률은 2020년에 거의 5%가 하락할 것으로 추산되는 반면에, 재정적자는 GDP의 6%까지 치솟을 수 있다. 이는 공공부채가 2019년 GDP의 44%에서 2020년 GDP의 60%까지 확대될 수 있음을 의미한다. 대외계정도 우려되는 사안으로, 외국인직접투자의 하락과 신중국에 대한 자금유입과 대출의 감소와 더불어서 2020년의 경상수지 적자는 GDP의 5%에 근접할 것으로 추산된다.

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

### 기준금리 전망

|     | 2020<br>05-22 | Amundi<br>컨센서스<br>+6개월 | Amundi<br>컨센서스<br>2020년 3분기 | Amundi<br>컨센서스<br>+12개월 | Amundi<br>컨센서스<br>2021년 1분기 |
|-----|---------------|------------------------|-----------------------------|-------------------------|-----------------------------|
| 중국  | 3.85          | 3.65                   | 3.65                        | 3.65                    | 3.65                        |
| 인도  | 4             | 3.75                   | 3.85                        | 3.75                    | 3.8                         |
| 브라질 | 3             | 2.5                    | 2.8                         | 2.5                     | 3.1                         |
| 러시아 | 5.5           | 4.5                    | 4.7                         | 4.5                     | 4.8                         |

출처: Amundi Research

- **중국인민은행(PBoC):** 중국인민은행은 이전 수개월 동안에 일련의 완화적 조치들을 이행한 후 5월에는 금리인하를 유예했다. 전국인민대표회의(NPC)에서는 금리인하와 지급준비율(RRR) 인하를 통해 보다 유연하고 적절한 방식으로 신중한 통화정책을 도입하겠다고 선언했다. 또한 작년보다 증가하기 시작한 총 파이낸싱 성장도 유도할 것이다. 이와 같은 계속적인 통화완화적 신호와 더불어 우리는 대출우대금리(LPR)의 추가적인 20bps 인하를 예상한다. 또한, 지급준비율 인하는 은행이 국채 매입을 위한 자금공급의 여지를 마련해 줄 가능성이 크다.
- **인도중앙은행(RBI):** 인도중앙은행은 비정기 회의에서 연속 두 번째로 정책금리를 40bps 인하하여 4.0%로 내렸다. 통화정책위원회(MPC)도 필요한 기간만큼 완화적인 견지를 계속 유지하기로 결정했다. 우리는 금리인하의 결정에서 그 수치에서는 놀랍지 않았지만, 정기 회의 10일 이전에 단행된 시기는 놀랍다. 시장 작동의 향상, 채무원리금 상황과 자본시장 접근에 대한 구제의 제공, 수출입 지원을 위한 추가적인 조치들도 발표되었다.
- **브라질중앙은행(BCB):** 브라질 중앙은행은 정책금리를 75bps 인하하여 3.75%에서 3%로 내렸으며, 이는 2017년 10월 이후 가장 큰 금리인하이다. 국내적으로 불확실성이 높아진 상황에서 통화정책의 가용할 수 있는 남은 범위는 알 수 없고 작을 수 있다는 시각이 우세했었다. 회의록에 따르면, 위원회는 다음 통화정책 결정은 재정정책 시나리오와 경제 데이터에 의존할 것이며 최종 부양책은 최근의 부양책보다 크지 않을 것이라고 반복하고 있었다.
- **러시아중앙은행(CBR):** 4월24일에 러시아중앙은행은 정책금리를 50bps 내려서 5.5%로 인하하고, 완화적인 통화정책으로 전환한다고 발표했다. 추가적인 금리인하의 여지도 남겨두고 있다. 수요 약세로 인한 디스인플레이션 압력이 루블화 약세와 같은 인플레이션 상승 요인을 일시적으로 능가하고 있다. 연간 인플레이션은 올해말을 기준으로 3.8-4.8%이 이르고, 그 이후에는 목표수치인 %로 떨어질 것으로 예상된다. 러시아중앙은행은 2020-2021년도의 거시경제적 예측을 수정했다. 경제활동의 악화가 예상되는 것을 감안하여, 우리는 러시아중앙은행이 금리를 올해말까지 100bps 인하할 것으로 예상한다.

### 통화정책 의제

| 중앙은행 | 다음 회의  |
|------|--------|
| PBoC | 6월 22일 |
| RBI  | 6월 5일  |
| BCB  | 6월 16일 |
| CBR  | 6월 19일 |

출처: Amundi Research



## 거시경제 및 시장예측

### 거시경제적 예측 (2020년 5월 20일 기준)

| 연<br>평균 (%) | 실질 GDP 성장률<br>% |            |          | 인플레이션<br>(CPI, 전년대비, %) |      |      |
|-------------|-----------------|------------|----------|-------------------------|------|------|
|             | 2019            | 2020<br>범위 | 2021     | 2019                    | 2020 | 2021 |
| 미국          | 2.3             | -6.5/-4.5  | 2.5/4.5  | 1.8                     | 1.0  | 1.0  |
| 일본          | 1.2             | -4.9/-4.3  | 2.0/2.6  | 0.7                     | 0.1  | 0.5  |
| 유로통화권       | 1.2             | -10.2/-7.5 | 3.6/5.6  | 1.2                     | 0.6  | 1.1  |
| 독일          | 0.6             | -9.5/-7.5  | 3.4/5.4  | 1.5                     | 0.7  | 1.2  |
| 프랑스         | 1.2             | -10.6/-7.0 | 4.3/6.0  | 1.3                     | 0.6  | 1.1  |
| 이탈리아        | 0.3             | -10.7/-7.8 | 2.9/4.9  | 0.7                     | 0.1  | 1.0  |
| 스페인         | 2.0             | -10.4/-7.9 | 3.5/5.5  | 0.7                     | 0.3  | 1.0  |
| 영국          | 1.4             | -9/-7      | 3.0/5.0  | 1.8                     | 1.2  | 1.4  |
| 브라질         | 1.1             | -4.6/-3.2  | 0/1.0    | 3.7                     | 2.9  | 3.7  |
| 멕시코         | -0.1            | -5.3/-4.3  | -0.9/0.1 | 3.6                     | 2.5  | 3.2  |
| 러시아         | 1.3             | -6/-4      | 2.5/5    | 4.5                     | 3.3  | 3.9  |
| 인도          | 5.3             | -2.5/-1.1  | 3.0/4.3  | 3.7                     | 5.9  | 4.9  |
| 인도네시아       | 5.0             | 0.2/1.2    | 3.5/4.5  | 2.8                     | 2.6  | 3.2  |
| 중국          | 6.2             | 1.4/2.4    | 7.6/8.2  | 2.9                     | 2.6  | 1.9  |
| 남아공         | 0.2             | -6.4/-5.4  | 4.0/5.0  | 4.1                     | 4.0  | 5.0  |
| 터키          | 0.8             | -7.2/-6.2  | 4.2/5.2  | 15.5                    | 9.8  | 10.1 |
| 선진국         | 1.7             | -7.6/-5.8  | 3.1/4.7  | 1.5                     | 0.7  | 1.0  |
| 신흥국         | 4.1             | -1.8/-0.7  | 4.4/5.3  | 4.0                     | 3.6  | 3.4  |
| 전세계         | 3.1             | -4.1/-2.7  | 3.9/5.1  | 3.0                     | 2.4  | 2.5  |

### 기준금리 전망

| 선진국   |            |                |                   |                 |                   |
|-------|------------|----------------|-------------------|-----------------|-------------------|
|       | 2020-05-25 | Amundi<br>+6개월 | 컨센서스<br>2020년 3분기 | Amundi<br>+12개월 | 컨센서스<br>2021년 1분기 |
| 미국    | 0.13       | 0/0.25         | 0.11              | 0/0.25          | 0.08              |
| 유로통화권 | -0.50      | -0.50          | -0.56             | -0.50           | -0.58             |
| 일본    | -0.05      | -0.2           | -0.1              | -0.2            | -0.12             |
| 영국    | 0.10       | 0.00           | 0.02              | 0.00            | -0.01             |

| 신흥국 |            |                |                   |                 |                   |
|-----|------------|----------------|-------------------|-----------------|-------------------|
|     | 2020-05-22 | Amundi<br>+6개월 | 컨센서스<br>2020년 3분기 | Amundi<br>+12개월 | 컨센서스<br>2021년 1분기 |
| 중국  | 3.85       | 3.65           | 3.65              | 3.65            | 3.65              |
| 인도  | 4          | 3.75           | 3.85              | 3.75            | 3.8               |
| 브라질 | 3          | 2.5            | 2.8               | 2.5             | 3.1               |
| 러시아 | 5.5        | 4.5            | 4.7               | 4.5             | 4.8               |

### 장기채권수익률 전망

| 2년물 채권수익률 |            |                |             |                 |              |
|-----------|------------|----------------|-------------|-----------------|--------------|
|           | 2020-05-25 | Amundi<br>+6개월 | 포워드<br>+6개월 | Amundi<br>+12개월 | 포워드<br>+12개월 |
| 미국        | 0.17       | 0.25/0.5       | 0.21        | 0.25/0.5        | 0.23         |
| 독일        | -0.681     | -0.70/-0.50    | -0.74       | -0.70/-0.50     | -0.76        |
| 일본        | -0.144     | -0.30/-0.20    | -0.17       | -0.30/-0.20     | -0.17        |
| 영국        | -0.051     | 0/0.25         | -0.08       | 0/0.25          | -0.06        |

| 10년물 채권수익률 |            |                |             |                 |              |
|------------|------------|----------------|-------------|-----------------|--------------|
|            | 2020-05-25 | Amundi<br>+6개월 | 포워드<br>+6개월 | Amundi<br>+12개월 | 포워드<br>+12개월 |
| 미국         | 0.66       | 0.5/0.7        | 0.74        | 0.8/1           | 0.81         |
| 독일         | -0.49      | -0.8/-0.5      | -0.45       | -0.50/-0.30     | -0.41        |
| 일본         | 0.00       | -0.10/0.10     | 0.06        | 0/0.2           | 0.10         |
| 영국         | 0.17       | 0.20/0.4       | 0.21        | 0.3/0.5         | 0.27         |

### 통화 전망

|         | 2020-05-22 | Amundi<br>+6개월 | 컨센서스<br>2020년 3분기 | Amundi<br>+12개월 | 컨센서스<br>2021년 1분기 |         | 2020-05-22 | Amundi<br>+6개월 | 컨센서스<br>2020년 3분기 | Amundi<br>+12개월 | 컨센서스<br>2021년 1분기 |
|---------|------------|----------------|-------------------|-----------------|-------------------|---------|------------|----------------|-------------------|-----------------|-------------------|
| EUR/USD | 1.090      | 1.07           | 1.10              | 1.14            | 1.13              | EUR/SEK | 10.54      | 11.20          | 10.75             | 10.03           | 10.59             |
| USD/JPY | 108        | 107            | 107               | 105             | 108               | USD/CAD | 1.40       | 1.42           | 1.39              | 1.28            | 1.37              |
| EUR/GBP | 0.90       | 0.92           | 0.89              | 0.87            | 0.87              | AUD/USD | 0.65       | 0.65           | 0.64              | 0.75            | 0.66              |
| EUR/CHF | 1.06       | 1.05           | 1.06              | 1.10            | 1.08              | NZD/USD | 0.61       | 0.57           | 0.60              | 0.65            | 0.63              |
| EUR/NOK | 10.90      | 11.48          | 11.10             | 10.40           | 10.70             | USD/CNY | 7.14       | 7.15           | 7.05              | 6.95            | 7.00              |

출처: Amundi Research

## 당사 예측에 대한 고지사항

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

### 글로벌 리세션이 현재 우리의 기본 시나리오이다

#### 1. 그 강도는?

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

#### 2. 그 지속기간은?

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

#### 3. 재정적 영향

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

### 금융적 목표

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

## 주요 간행물

### 고찰 논문



#### **Covid-19 the invisible hand pointing investors down the road to the 70s (2020 05 04)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

- 코로나19 체제 변화는 현재의 볼커 룰(Volcker sequence)과 긴축적 예산으로의 바이어스를 종식시키고 있다. 높은 채무 수준은 이제 중앙은행이 부채를 화폐화 하도록 하는 압박으로 이끌고 있으며, 이는 70년대와 유사한 새로운 체제로의 전환이라는 씨앗을 뿌리고 있다.
- 체제 전환은 (1) 새로운 관점에 대한 지식적 승리 및 학술적 컨센서스, (2) 불균형은 사회에 더 이상 용인되지 않음, (3) 체제 자체를 구성하는 기관들의 변화라는 세 가지의 추이와 함께 나타나고 있다.
- 이전 규칙을 대체하는 새 규칙을 가진 새로운 평형은 정착되는 데에 시간이 소요될 것이며, 지금으로서는 포커스는 유동성에 집중하고, 광범위한 리스크프리미엄의 활용하고 적극적 포지션을 유지해야 할 것이다.

#### **Emerging Markets Charts & Views: Market dislocation creating long-term opportunities (2020 05 19)**

SYZDYKOV Yeran, Global Head of EM

- 두 가지의 주요 동인, 즉 코로나19와 유가 변동이 신흥국의 환경을 결정짓고 있다. 현격하게 부정적인 효과가 다수의 신흥국가들을 리세션으로 몰아갈 것이다.
- 하지만, 이러한 충격은, 특히 신흥국 내에서는 새로운 것은 아니다. 글로벌 금융대위기와 미국-중국 무역전쟁은 우리가 교훈을 얻은 최근의 위기 사례이다.
- 위기는 시장전위를 생성하고 장기적 추이를 가속화시키면서, 새롭고 변화된 기회를 제공한다. 투자자는 민첩성을 유지하고, 급속하게 변화하는 환경에서 새로운 기회를 포착하여 집중할 수 있는 대비를 갖추어야 한다.

#### **Asset Class Return Forecasts – Q2 2020 (2020 05 18)**

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

- 코로나바이러스 팬데믹의 발발에서 비롯된 글로벌 충격은 경제적/금융적 국면의 시퀀스를 크게 변경시켰으며, 그 파급효과의 시간은 단축되었고 그 규모는 확대되었다.
- 공급망의 취약점이 부각됨에 따라 글로벌 무역이 하락할 것이며, 전체 경제가 중단되는 사태로 이어지고 있다. 통화당국은 시장을 진정시키는 조치들을 신속하게 수행했고, 유가의 폭락으로 인해 디플레이션 리스크는 현실화되었다.
- 단기적 전망에 대한 우리의 현재 가정은 중앙은행과 정부의 지원, 장기간의 리세션, 실업률 상승, 2021년 하반기의 점진적인 회복을 특징으로 하는 바닥이 넓은 U형( |\_\_\_\_\_/ ) 위기이다.

## THE DAY AFTER



#### **N.1 Covid-19: the invisible hand pointing investors down the road to the 70s**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

#### **N.2 Learn the rules like a pro, so you can break them like an artist**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer, MORTIER Vincent, Deputy CIO, Asia ex Japan Supervisor, BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Clients Coverage, DRUT Bastien, Fixed Income and FX Strategy, POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation, FIOROT Laura, Deputy Head of Amundi Investment Insights Unit

- 이번 위기의 중요한 결과 중의 하나는 '워싱턴 합의'의 체결과 1980년대의 이념 대립의 붕괴 이후에 확립되어 내려 온 자유민주주의적 경제규칙의 소멸이었다.
- 우리는 깨어진 네 가지 규칙을 요약하고, 이와 관련된 투자 함의를 살펴보고 있다.
  1. 정부는 경제를 구원하는 경우에도 적자 규모에 신경을 써야 한다
  2. 경제에 대한 공공의 개입은 가능한 제한적으로만 이루어져야 한다
  3. 자유무역과 가치망의 최적화가 글로벌 자원을 배분하는 최선의 방법이다
  4. 중앙은행은 운신의 폭이 매우 제한적이기 때문에, 금융 안정성을 뒷받침하는 세부적으로 정의된 목적을 추구해야만 한다

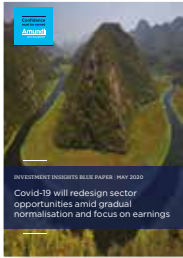
#### **N. 3 ESG Resilience During the Covid Crisis: Is Green the New Gold?**

BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Clients Coverage, BRIERE Marie, Head of Investor Research Center

- 코로나바이러스는 이전과는 전혀 다른 방식으로 금융산업을 뒤흔들고 있다. 전 세계가 이러한 규모의 팬데믹을 경험한 것은 처음이 아니며, 정책입안자, 비즈니스 리더, 전문가들이 “이번에는 다른가? 우리는 전환점에 있는가?” 라고 묻는 것도 처음이 아니다.
- 코로나19의 심각한 경제적 결과는 기업들에 불균형적으로 영향을 미치고 있으며, 투자자와 ESG 기관들이 인정하는 환경·사회·거버넌스(ESG) 접근법을 통합한 기업들은 최근의 위기 기간 동안에 더 커다란 탄력성을 보여주고 있다.

## 주요 간행물

### 고찰 블루페이퍼



#### Covid-19 will redesign sector opportunities amid gradual normalisation and focus on earnings (2020.04.28)

Kasper Elmgreen Head of Equities, Eric Mijot Head of DM Strategy Research, Ibra WANE Senior Equity Strategist, Luc Mouzon Head of European Equity Research

- 유럽과 미국에서의 코로나바이러스 확산은 3월 전세계 주식시장의 폭락을 유발했으며, 그 이후에는 부분적인 반등이 뒤따랐다. 우리는 이러한 상황을 분석하기 위해 세 가지의 시나리오를 제시한다
- 우리는 현재의 상황을 2008년 글로벌 금융대위기와 1987년 주식시장 폭락을 비교한다. 이러한 두 위기에 모두에서, 주식시장은 폭락이 시작된 1년 후에는 폭락 이전보다 약 20% 떨어진 수준으로 수렴했다.
- 사상 유래가 없는 격리조치를 감안하면 현재의 유럽 EPS 폭락은 2008년 위기에 기록되었던 수준과 유사하거나 더 좋지 않았다.
- 이번 위기가 전개됨에 따라, '그린딜'을 목표로 하는 재정부양계획이 있을 수 있으며, 특히 환경·사회·거버넌스(ESG)가 주식 선별에서 필수적인 요소로 유지되고 있는 유럽에서는 더욱 그러하다

### 투자대담



#### Focus on Italy: Macroeconomic and fixed income scenario (2020 05 20)

GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset, BERTONCINI Sergio, Head of Rates and FX Research, MARASCIULO Cosimo, Deputy Head Alpha Fixed Income Euro, USARDI Annalisa, CFA, Senior Economist

- 우리는 글로벌 상황과 이탈리아에 대한 경제적 기대를 살펴보고, 이탈리아 GDP와 그 함의에 대한 극단적 시나리오에 대해서 논의하고 있다.
- 이탈리아 정부는 2020년 GDP대비 적자비율 10.4%, GDP대비 부채비율 155.7%로 예상하고 있으며, 우리는 채무의 지속가능성에서 살펴보고 있다.
- 우리는 중앙은행의 역할의 중요성을 살펴보고, 이탈리아와 관련된 유럽의 정치적 상황에 대해서 평가하고 있다.
- 이탈리아 국채는 다른 주변국 국채나 회사채보다 더욱 매력적이기 때문에 우리는 이탈리아 국채에 대해 건설적인 포지션을 취한다.

### 토론 논문



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

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

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

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

Philippe ITHURBIDE — Senior Economic Advisor — Amundi

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

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

Philippe ITHURBIDE — Senior Economic Advisor — Amundi

### 조사보고서



#### Did Globalization Kill Contagion? (2020-05)

Olivier ACCOMINOTTI — London School of Economics & CEPR, Marie BRIÈRE — AMUNDI & Paris-Dauphine University, Aurore BURIETZ — IESEG School of Management & LEM-CNRS 9221, Kim Oosterlinck — Université Libre de Bruxelles (ULB) & CEPR, Ariane SZAFARZ — ULB & New York University (NYU)

#### A Note on Portfolio Optimization with Quadratic Transaction Costs (2019-12)

Pierre CHEN, Edmond LEZMI, Thierry RONCALLI, Jiali XU — Quantitative Research

#### Machine Learning Optimization Algorithms & Portfolio Allocation (2019-10)

Sarah PERRIN — Ecole Polytechnique, Thierry RONCALLI — Quantitative Research

### 테마별 논문



#### Emergency fiscal programs: no choice but to increase the (monetized) deficits

Tristan PERRIER, Global Views Analyst

#### Detecting Tipping Points: Asset classes views:

#### Medium to long-term scenarios and return forecasts (2020-02)

Monica DEFEND, Global Head of Research, Viviana GISIMUNDO, Deputy Head of Institutional Advisory

#### U.S. inflation... what's up (2020-01)

Annalisa USARDI — Senior Economist — Amundi



## 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 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.msccibarra.com).

유럽연합에서 본 문서는 2004년 4월 21일자의 「유럽연합지침 2004/39/EC」(이하 “MIFID”)에서 정의된 금융상품시장 “전문”투자자, 투자서비스 제공업체 및 기타 금융업체의 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 포함된 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 포함된 정보는 본 문서의 첫 번째 페이지에 표시된 발간일을 기준으로 정확한 것으로 간주되고 있다. 데이터, 의견 및 예상치는 사전통보 없이 변경될 수 있다.

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

문서 발행자: Amundi, 자본금 €1,086,262,605의 “société par actions simplifiée” - 프랑스 금융감독기관 규제대상의 포트폴리오 운용사: 등록번호 GP04000036 - 본사 주소: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

사진 저작권: ©MDelpeche - iStock/Getty Images Plus - Philippe Roy

#### 대표 편집인

BLANQUÉ Pascal, 그룹 최고투자책임자(CIO)

#### 편집인

DEFEND Monica, 글로벌 리서치 헤드

#### 부편집인

BLANCHET Pierre, 투자 인텔리전스 헤드

BOROWSKI Didier, 글로벌 견해 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, Head of FI and FX Research

BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Head of Global Views

HUANG Claire, EM Macrostrategist

CESARINI Federico, Cross Asset Strategist

DELBO' Debora, Global EM Senior Strategist

GEORGES Delphine, Fixed Income Strategist

HERVE Karine, EM Senior Economist

UPADHYAYA Pareshe, Director of Currency Strategy, US -Portfolio Manager

PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

USARDI Annalisa, Senior Economist, CFA

VARTANESYAN Sasi, EM Senior Economist

WANE Ibra, Senior Equity Strategist

#### Amundi Insights Unit의 기여자

BERTINO Claudia, Amundi Investment Insights Unit 헤드

FIOROT Laura, Amundi Investment Insights Unit 부 헤드

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit

#### 개념정립 및 생산책임

BERGER Pia, Research and Macro Strategy

PONCET Benoît, Research and Macro Strategy

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