

Institute

제03호
2022년
3월

CROSS ASSET

투자전략

CIO 견해

뜨거운 인플레이션과 지정학적 긴장:
쿨다운 리스크

AMUNDI INSTITUTE

특별기획 우크라이나

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

제03호 - 2022년 3월 차례

글로벌 투자견해

CIO 견해

뜨거운 인플레이션과 지정학적 긴장: 쿨다운 리스크

p. 3

지난 달말의 지정학적 긴장의 고조는 연준과 유럽중앙은행이 그 이전에 매파적인 언급을 했음에도 불구하고 변동성의 추가적인 상승으로 이어졌다. 유동성리스크의 상승과 주식과 비교하여 매력도가 낮아진 리스크/보상 프로파일의 크레딧으로 인해 우리는 크레딧에서 신중한 견지를 늘리는 것을 제안한다. 듀레이션의 경우에 우리의 전반적인 견지는 여전히 방어적이지만, 미국 재무성증권(UST)와 같은 국채의 투자안전처 지위를 감안하여 곡선 전체에 대해서 액티브한 포지션을 유지하는 것을 권고한다. 반면에, 주식의 경우에는 일시 중단기에도 불구하고 가치주/우량주로의 로테이션이 계속될 것이지만, 투자자는 이에 대한 헤지를 높여야 할 것이다. 전반적으로, 강력한 헤지를 갖춘 적절한 투자분산의 견지가 권고된다.

Amundi Institute

Amundi Institute: 새로운 여정의 시작

p. 4

인플레이션, 환경 및 지정학적 분야와 같은 현재 진행 중인 여러 구조적인 레짐전환으로 인해서 투자자들은 향상된 견조성을 가진 포트폴리오의 구축에 대한 더욱 심오한 대화와 보다 정교한 자문을 기대하고 있다.

멀티에셋

점증하는 리스크에 적응하고 헤지를 강화할 것

p. 5

통화정책과 지정학적 긴장의 상황전개가 아직까지 명확하지 못한 만큼, 우리는 투자자가 크레딧(유동성리스크에 대한 노출도가 높음)에 대한 신중한 포지션을 증가시키고 견고한 헤지를 이행해야 한다고 생각한다.

채권

유동성에 포커스:

금리변화의 경로 및 지정학적 상황의 불확실성

p. 6

중앙은행들 양적긴축의 경로를 평가하고 있기 때문에, 높은 퀄리티 및 낮은 퀄리티 종목 사이에 차별화가 동반되면서 크레딧의 변동성이 높아질 수 있다.

주식

인플레이션 틸팅으로 단기적 불확실성을 헤쳐 나갈 것

p. 7

불확실성의 상승과 인플레이션 압박의 증가로 인해서 우리는 현재의 상황에서 보다 탄력적일 수 있는 고우량 가치주 종목을 모색한다.

Amundi Institute

특별기획 우크라이나

p. 8

서문

위기의 해부

현재의 상황

향후에 대한 예상은?

질문과 답변

우크라이나 사태와 관련된 일부 핵심 질문에 대한 답변을 제공한다.

p. 9

p. 9

p. 13

p. 16

시장 시나리오 및 리스크

> 중심 및 대안 시나리오

p. 20

> 상위 리스크

p. 21

> Amundi 자산종목 견해

p. 22

거시경제적 현황

> 매크로 및 시장 예측

p. 23

> 당사 예측 / 방법론에 대한 고지사항

p. 24

> Publications highlights

p. 25

CIO 견해

뜨거운 인플레이션과 지정학적 긴장: 쿨다운 리스크



Vincent MORTIER,
Group Chief Investment Officer



Matteo GERMANO,
Deputy Group Chief Investment Office

지난 달말의 지정학적 긴장의 고조는 변동성의 추가적인 상승으로 이어졌다. 크레딧 스프레드(IG, HY, 유로 주변국 국채)는 계속 상승했으며, 주식 시장은 추가적인 조정 국면을 겪었다. 가치주로의 로테이션이 계속되고 있지만, 러시아-우크라이나 갈등에서 비롯된 경제성장의 리스크가 증가함에 따라 대부분의 경기민감주 섹터에서는 일시 중단기를 겪었다. 시장은 연준과 유럽중앙은행의 매파적 견지로의 전환 및 우크라이나 동부의 위기 고조와 관련된 리스크에 대한 재평가를 계속하고 있다. 매크로 측면에서, 미국 일자리 시장 데이터는 기대보다 크게 상회한 반면에, 1월 인플레이션 수치는 지난 40년 동안에서 최고 수준이었다. 이러한 상황은 인플레이션의 추가 상승의 가능성과 성장 저하의 사이에 갇혀 있는 중앙은행의 정책선택의 경로를 복잡하게 만든다. (스태그플레이션 리스크 상승 중)

이와는 반대로, 중국은 올해 들어서 완화된 통화정책을 강화시키는 특성을 보이고 있으며, 이는 중국인민은행은 통화의 완화적 측면에서 나머지 세계와는 분화된 통화정책 양상을 나타내고 미국과는 다른 중국의 경기사이클에서 탈동조화를 가리키고 있기 때문에 중국 자산이 가지는 글로벌 투자자산처의 역할을 떠받치고 있다. 연초 이후에 가격 변동이 이미 현저하게 나타나고 있는 지금의 시점에서 투자자들이 고려해야 해야 하는 다음과 같은 두 가지 초미의 질문이 존재한다.

1. 현재의 변동성이 이종의 베퍼마켓(즉, 채권시장 및 주식시장에서 동시에 약세)으로 전환되어, 자산배분에서 구조적인 리스크 저감(structural de-risking)이 필요하게 될 것인가? 변동성이 전 종목(채권, 주식, 원자재, 통화)에 걸쳐서 확연하게 상승하고 있으며, 투자 지형이 한 달 전보다 리스크가 증가한 것으로 보인다. 오미크론 유행 이후의 경제재개과 중국경제의 연착륙을 바탕으로 2022년 전체 동안에 견조한 성장을 유지함에 따라 기업이익의 성장은 고점에서 둔화되겠지만 플러스 수준을 유지할 것이다. 커다란 리스크는 러시아-우크라이나 분쟁의 파급 여부와 관련되어 있으며, 성장 및 인플레이션 전망에 현저한 영향을 줄 수도 있다. 이것이 투자자들이 눈 여겨 보아야 할 필요가 있는 결정적 지점이다. 주식 베퍼마켓은 리세션 동안에 발생한다. (1987년 주식시장 붕락은 예외) 우리는 리세션이 있을 것으로 예상하지는 않지만, 인플레이션 압박이 증가하고 유럽 중앙은행이 양적완화의 축소를 계획하고 있는 시점인 유럽에서는 이러한 리세션 리스크는 상승하고 있다. 지정학적 리스크는 평가하기가 매우 어렵기 때문에 (모든 긍정적인 변화는 안도적인 랠리로 이어질 수 있는 반면에, 추가적인 지정학적 긴장 상승은 시장에 부가적인 압박을 줄 수 있음), 투자자는 선별적인 접근방식으로 주식시장을 통해서 주로 경기회복에서 혜택을 받는 것을 여전히 추구해야 하지만, (심각하게 불리한 상황전개에 대처하는 헤지를 조정하여) 최악의 영향에 대해서도 대비해야 할 것이다. 전반적으로, 인플레이션 테마가 추가적으로 강화되고 있으며, 이는 중기적으로는 주식 공간에서는 가치주/우량주에 대한 선호가 필요하지만, 단기적으로는 가치주로의 로테이션에서 일부 중단기가 나타날 수도 있다. 크레딧의 경우, 유동성리스크의 상승과 주식과 비교하여 매력도가 낮아진 리스크/보상 프로파일의 크레딧으로 인해 우리는 크레딧에 신중한 견지를 늘리는 방향으로 움직였다.

2. 미국 재무성증권(UST)에 대한 2% 목표수익률 수준은 합당한가? 아니면 더 높아질 수 있기 때문에, 듀레이션 견지를 솟으로 유지해야 할까? 연준의 매파적 견지로 전환과 인플레이션 서프라이즈는 10년물 재무성증권 수익률을 2019년 7월 이후로는 최초로 2% 이상으로 일시적으로 끌어올렸으며, 특히 곡선의 솟엔드의 가치를 계속 복원시키고 있다. 러시아-우크라이나 분쟁은 금융시스템 및 특히 인플레이션 관련된 리스크를 상승시켰으며, 또한 전반적인 글로벌 경제에 관련된 리스크도 역시 상승시켰다. 시장이 연준의 향후에 있을 중요한 조치를 이미 가격에 반영하고 있기 때문에, 우리는 수익률의 상승이 연준의 3월 회의를 기다리면서 일시 중단될 수도 있다고 믿고 있다. 듀레이션에 대한 일부 기술적 조정이 예정되어 있으며, 이에 따라 우리는 액티브한 접근방식을 권고한다. 우리는 당분간 기존의 신중한 듀레이션 견지를 고수하는 반면에, 곡선과 국가별 수준에서 관련된 기회에 액티브하게 플레이한다.

시장 불확실성은 높게 유지될 것이다. 우리는 지정학적 상황전개와 그 경제적 함의에 대한 가시성이 낮은 시기에 당면하고 있다. 주식은 높은 유동성 프로파일로 인해서 신속한 리스크 조정에 있어서 첫 번째 대상이 될 것이기 때문에 주식 변동성은 높게 유지될 것이지만, 이는 저점매수 및 시장의 일부 과잉매도 분야에 재진입하는 기회를 제공할 수도 있다.

긴장고조로 동반된 장기간의 불확실성은 글로벌 리스크프리미엄 전체에 추가적인 가격조정으로 이어질 수 있기 때문에 러시아-우크라이나 사태의 지속기간은 치명적인 요인이 될 것이다. 중앙은행의 역할이 부각될 것이며, 스태그플레이션 리스크 상승에 대처하기 위해서 중앙은행은 일정 시점에 자신의 어젠더를 조정해야만 할 것이다. 투자자에게 있어서 이러한 모든 상황은 적절한 투자자산의 유지, 헤지의 강화 및 높은 인플레이션에 탄력적인 분야에 대한 포커스의 집중이 필요함을 의미한다.

전반적인 리스크 분위기

리스크오프(Risk off) ◀ 리스크온(Risk on) ▶

크레딧에서 리스크를 줄이고 위험자산에 대한 보호를 추가함.

이전 달 대비의 변화

- ▶ 크레딧 리스크를 줄이고 선별 포커스를 증가시킴.
- ▶ 지정학적 긴장고조의 관점에서 포트폴리오 헤지 강화.
- ▶ 중기적으로 가치주에 대한 쿨은 변화 없음.

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

AMUNDI INSTITUTE

Amundi Institute: 새로운 여정의 시작



Pascal BLANQUÉ,
Chairman, Amundi Institute

인플레이션, 환경 및 지정학적 분야와 같은 현재 진행 중인 여러 구조적인 레짐전환으로 인해서 투자자들은 향상된 견조성을 가진 포트폴리오의 구축에 대한 더욱 심오한 대화와 보다 정교한 자문을 기대하고 있다

왜 Amundi Institute이며, 왜 지금인가?

투자의 세계에서는 경제적, 금융적, 지정학적 및 ESG 측면을 아우르는 새로운 추세에 당면하여 진화가 진행됨에 따라, 투자자에게는 새로운 도전이 부상하고 있다. 에너지 전환은 자산종목의 행태에 어떠한 영향을 줄 것인가? 이에 따라 발생하는 레짐전환은 전략적 자산배분에는 무엇을 의미하는가? 향후의 지정학적 질서는 어떻게 될 것이며, 이는 투자자에게 어떠한 함의를 가지는가?

이러한 질문들은 투자자들 앞에 제시되어 있는 수많은 의문 중의 일부에 불과하다. 우리는 “1970년대로 돌아가는 길”이라고 부를 수 있는 레짐전환의 미묘한 분기점에 위치해 있다. **인플레이션의 위대한 복귀**는 이러한 레짐전환의 핵심적 특징 중 하나이다. **지정학적 세력의 질서 재정립**도 또 다른 특징이며, 이는 코로나 이후의 가격 상승 역동성(특히, 에너지 가격)과 공급망 재조정에 의해 추가적으로 심화되고 있다. **유동성 리스크도 이러한 퍼즐의 한 요소이다.** 지난 2월 동안에, 재무성증권 시장의 변동성은 시장유동성의 감소로 인해서 2020년초 이후 최고 수준으로 높아졌다. 2008년 금융위기 이후로 대형 은행의 자기매매 활동의 축소는 오늘날의 시장구조에서 그 취약성이 더욱 커졌음을 의미하며, 연준이 약 9조 달러의 보유자산 축소를 계획함에 따라 완화적인 통화정책의 종료하는 현 시점에서는 유동성에 종속된 시장은 조만간 양적긴축이라는 시험에 들게 될 수 있다. 마지막으로, 우리는 **투자 업계 및 경제 전반 모두에 있어서 환경·사회·거버넌스(ESG) 주류화**의 시대에 살고 있다. 2020년대는, 한 편으로는 에너지 전환에 있어서 결정적인 시기가 될 것이지만, 다른 편으로는 과거의 위기에서 비롯된 불평등의 유산을 극복하기 위해서 보다 포용적인 성장 모델을 설계해야 할 중요한 필요성도 존재한다.

이 모든 사안들은 투자자가 이러한 네 가지의 요인(리스크, 수익성(실질수익성 기준), 유동성, ESG)와 관련하여 자산배분을 다시 고려해야 함을 의미한다 - 즉, 이러한 네 가지 축을 중심으로 자신의 투자목적과 재평가하고 포트폴리오 구조를 재설계해야 한다. 이러한 과정에서 고려해야 할 핵심적 측면은 리스크 단위 당 포트폴리오의 구매력이 될 것이다. 이는 지속적인 플러스 실질수익성의 투자처를 모색하고 인플레이션에 양의 상관관계인 투자처에 대한 익스포저를 가져야 함을 의미한다. 이러한 맥락에서, 주식(보다 정확히는 일부의 주식)은 유동성이 있고 실질수익성이 있는 자산이기 때문에 장기적으로 긍정적인 콜이다 - 특히, 채권과 같은 특징을 가진 주식(낮은 수준의 부채, 가시적인 높은 기업이익)에서 더욱 그러하다.

이와 같이 미묘한 국면에서 투자자에게 도움을 주기 위해서, 우리는 Amundi Institute을 발족시켰으며, Monica DEFEND가 헤드의 역할을 담당하여 이를 이끌게 되었다. Amundi Institute의 미션은 투자팀과의 엄밀한 협력을 통해 Amundi 내외부에서 고객 및, 그 범위를 넓혀서는, 금융계와 일상적인 대화를 강화하는 것이다. 당사의 관찰 하에 있는 투자 인사이트, 매크로 연구, 시장전략, 퀀트 연구, 자산배분 활동 등을 결합하여, Amundi Institute는 현안에 대한 토론과 고객 소통을 활성화시키기 위해 투자자가 오늘날 당면한 주요 도전들에 대한 총체적인 견해의 제공을 목표로 하고 있다. 이번 달에는 러시아-우크라이나 분쟁의 영향으로 인한 유가 및 석유 가격의 역동성과 관련된 내부적 논의에 중점을 두고 있다.



Monica DEFEND,
Head of Amundi Institute

원자재: 석유와 가스에 대한 지정학적 위기의 영향

러시아의 우크라이나 침공은 에너지 시장과 공급에 커다란 영향을 미쳤으며, 특히 유럽에서 더욱 그러하다.

- 천연가스의 가격이 지난 수일 동안에 상승했다. 이러한 가격 급상승은 유럽의 경제성장과 인플레이션에 심각한 영향을 줄 가능성이 크며, GDP 성장률의 하향 조정과 인플레이션 관련 수치의 상향 조정이 있을 것(스태그플레이션)으로 예상된다.
- 이와는 상반되어, 미국 천연가스 가격은 상대적으로 온건하게 상승했으며, 이러한 가격 상승은 미국 내의 공급부족에 대한 반응이 아니라 유럽에 액화천연가스(LNG) 수요의 상승에 대한 기대감에 반영된 것이었다. 우리는 미국이 러시아의 가스를 대체할 수 있는 무제한적인 공급능력은 보유하지는 못하고 있기 때문에, 현재의 상황은 미국 천연가스 가격의 상승 압박을 줄 수 있다고 생각한다.
- 석유의 경우, 현재 유가는 이미 우리의 단기적 목표가격수치인 \$80/bbl을 상회하고 있고 러시아가 주요 공급국가 중의 하나이기 때문에, 이와 관련된 모든 혼란은 유가의 추가적인 상승을 유발할 수도 있다. 하지만, 이란과의 합의에 대한 시장 기대감과 더불어 사우디아라비아와 다른 OPEC 회원들을 포함한 대규모 석유 수출국의 석유 생산 회복과 결합되어서 현재로서는 석유가 증산될 것이라는 예측이 가격에 반영되어 있다.

수요의 측면에서, 우리는 중국의 역할을 과소 평가하지 않아야 할 것이다.

- 천연가스보다 훨씬 친환경적인 LNG는 중국을 포함한 다수의 강대국들이 경제를 청정연료로 전환하기 위해서 사용하는 에너지 자원이다.
- 두 번째로, 중국은 (석유와 가스의 수요와 관련하여) 러시아 수출의 주요 구매국으로써 유럽을 잠재적으로 대체할 수 있으며, 이러한 대체 과정이 시장가격을 바탕으로 반드시 이루어지지는 않을 수도 있다. 따라서, 에너지 관련 제재는 원하던 것과 같이 성공적이지 않을 수 있지만, 반면에 유럽에서는 에너지 상황을 여전히 악화시킬 수도 있다.
- 마지막으로, 미국/유럽연합의 금융부문 제재와 관련한 보복 조치로 러시아가 유럽으로의 가스 및 석유의 수출을 중단하는 불행한 사태가 나타날 수 있다고 예상하는 것이 완전히 비현실적이지는 않다.

결론: 우리의 경제성장에 대한 중심 시나리오에서 결정적인 리스크는 중단기적으로 유로통화권의 천연가스와 에너지 시장이다.

멀티어셋

점증하는 리스크에 적응하고 헤지를 강화할 것



Francesco SANDRINI,
Head of Multi-Asset Strategies



John O'TOOLE,
Head of Multi-Asset Investment Solutions

통화정책과 지정학적 긴장의 상황전개가 아직까지 명확하지 못한 만큼, 투자자는 크레딧(유동성리스크에 대한 노출도가 높음)에 대한 신중한 포지션을 증가시키고 견고한 헤지를 이행해야 한다

최근의 시장 불확실성 상승은 지정학적 긴장의 고조, 중앙은행들의 매파적인 견지로의 전환, 강력한 인플레이션에 의해 견인되고 있다. 전체적으로, 양적 긴축(QT)과 소비자의 처분가능소득에 대한 인플레이션의 영향은 주요한 리스크를 나타내고 있다. 하지만, 금융조건은 완화적인 상태를 유지하고 있고, 경제성장은 견조한 상황이다. 따라서, 우리는 리스크오프의 자산배분으로 구조적으로 움직여야 할 시기라고 생각하지 않는다. 우리는 투자자가 신중한 접근방식을 바탕으로 하면서 전술적으로 리스크 익스포저를 재조정해야 한다고 생각한다. 인플레이션 리스크, 인플레이션을 누그러뜨리기 위한 중앙은행의 긴축적 견지, 러시아-우크라이나 위기가 결합되는 상황은 자산 전반에 대해 고유의 상관관계 프레임워크가 필요함을 제시하고 있다. 적절한 분산투자과 액티브한 견지를 필요로 한다. 투자자는 중앙은행 정책과 전쟁 리스크를 모니터링하면서 헤지를 강화하고 FX 견해를 조정해야만 한다.

투자확신감이 높은 아이디어

우리의 주식에 대한 전반적인 견지는 선진국과 신흥국에서 중립에 근접한 포지션이지만, 시장침체의 가능성에 대비한 헤지에 의해 신중한 틸팅이 제공된다. 우리는 유럽 주식의 보다 명확한 중기적 경로를 모색하기 위해서 급변하는 지정학적 상황을 모니터링하고 있다. 불확실성의 환경은 액티브한 주식선택의 필요성을 부각시키고 있다. 가치주 스타일은 투자자가 포트폴리오를 인플레이션에서 보호하는 데에 도움을 주는 반면에, 러시아 정책과 관련되어 부상하는 리스크는 스태그플레이션 내러티브에 영향을 주어서 우량주 부문으로의 움직임을 유발할 수도 있다. 반면에, 우리는 규제체계의 안정화를 감안하여 중국에는 경미하게 긍정적인 포지션을 유지한다. (중국은 긴축정책에서 선별적 완화정책으로 전환에서 명확성의 향상함에 따라 여기에서 혜택을 받을 것임)

채권(FI)의 경우, 우리는 듀레이션에 대해 5년물 독일국채를 통해 전반적으로 방어적 포지션을 유지하지만, 우리는 투자자가 이러한 익스포저를 액티브하게 관리해야 한다고 제시한다. 유럽중앙은행의 발표 및 러시아 공격 이후에 수익률은 급격하게 움직였으며, 이는 수익률곡선 전반에 대한 우리가 기존에 가진 민첩하고 액티브한 견지를 확인시켜 주고 있다. 우리는 미국 재무성증권(UST)을 포함한 투자안전처로의 전술적인 시장 움직임에서 혜택을 받기 위해 모색하고 있다. 반면에, 우리는 투자자가 전통적인 분야 이외의 분야(예: 중국국채 및 유로 주변국 국채)에서 수익을 모색해야 한다고 믿고 있다. 유로 주변국 국채와 관련하여, 이탈리아의 정치적

안정성과 경제의 잠재성장률을 감안하고 유럽중앙은행이 전체적인 견지에서 경미한 변화에도 불구하고 유로 통화권의 파편화를 피한다는 목적을 가지고 있는 점을 고려하여 우리는 이제 독일국채에 대비하여 이탈리아 국채(BTP)가 매력적인 상대적 가치 기회를 제공한다고 생각한다. 아시아의 경우, 중국국채의 투자분산 효과의 혜택과 중국인민은행의 완화적 통화정책으로 인해 우리는 중국국채에 대한 기존의 긍정적 견해를 고수하지만, 최근의 이와 관련된 전면적인 조치를 모니터링하고 있다. 유럽의 경우, 우리는 기업 크레딧에 대한 기존의 장기적인 투자확신감을 평가하기 위해 중앙은행 정책입안의 명확성이 높아지기를 기다리고 있다. 우리는 이제 유럽중앙은행의 (인플레이션에 대한 조치 시행의 긴급성으로 인해) 정책조정이 EUR IG에서 스프레드(가산금리) 상승의 결과로 이어질 수 있다고 믿고 있으며, 이는 투자자 심리, 특히 장기만이 발행과 관련하여 영향을 미칠 것이다. 따라서, 우리는 더 이상 긍정적인 포지션이 아니며, 경제 태세를 유지한다. 하지만, 기업 펀더멘탈(낮은 채무불이행률)과 재무제표가 강세를 보이고 있고, HY 기업들이 디레버리징 노력을 계속하고 있다. 우리는 EUR HY에 대한 기존의 경미하게 건설적인 포지션을 유지하지만, GDP 성장률을 위협에 빠뜨리고 있는 지정학적 사안과 인플레이션 압박과 관련하여 이를 모니터링하고 있다.

FX 유니버스를 통해서, 우리는 지정학적 견해를 이행할 것이고, 상대적 가치 전략을 글로벌적으로 파악할 수 있다. 우리는 GBP는 CHF에 대비하여 충분히 올랐다고 생각하며, 영국중앙은행(영안은행, BoE)의 매우 공격적인 일련의 금리 인상이 시장에 이미 가격으로 반영되어 있음을 감안하여 영국 파운드화에 더 이상 낙관적인 포지션이 아니다. 하지만, 우리는 GBP/EUR에 대한 기존의 신중한 견해를 고수한다. 우리는 브렉시트 이후의 세계에서 영국은 미국/유럽연합에 대비하여 지정학적으로 고립될 것이라고 믿고 있다. 마지막으로, 우리는 CNH가 EUR에 대비하여 그 성과가 양호할 것이라고 생각한다. 지정학적 및 교역의 관점에서 중국은 아시아 역내 교역에서 주요 동인으로 유지될 것이며, 이는 중국 자산을 떠받칠 것이다.

리스크 및 헤징

투자자는 미국 HY와 미국주식 및 유럽주식 익스포저를 보호하기 위한 충분한 헤지를 갖추어야 할 것이며, 현재의 지정학적인 환경에서 비롯되는 추가적인 변동성이 있을 수 있음을 염두에 두어야 할 것이다. 현재와 같은 불확실성의 국면에서 금은 전술적 헤지로서 도움이 될 수 있다.

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

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

GB = 중국국채, EM = 신흥국 시장, PBoC = 중국인민은행, FX = 외환, IG = 투자등급, HY = 하이일드, CB = 중앙은행, BTP = 이탈리아 국채, EMBI = 신흥국 채권지수, OT = 양적긴축

채권

유동성에 포커스:
금리변화의 경로 및 지정학적 상황의 불확실성



Amaury D'ORSAY,
Head of Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

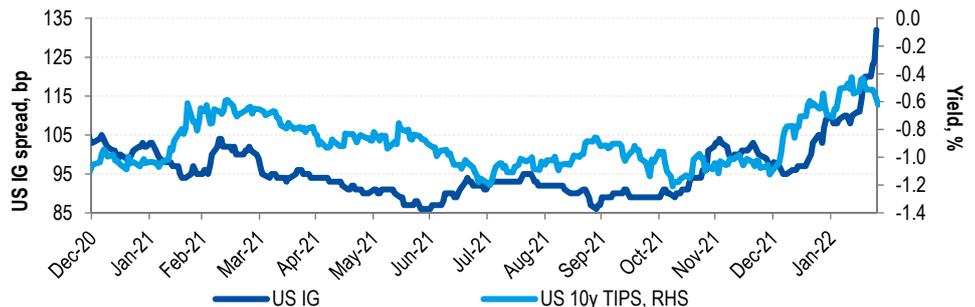
중앙은행들이 양적긴축의 경로를 평가하고 있기 때문에, 높은 퀄리티 및 낮은 퀄리티 종목 사이에 차별화가 동반되면서 크레딧의 변동성이 높아질 수 있다

미국과 유럽의 인플레이션은 중앙은행들이 매파적인 견지를 채택하도록 몰아가고 있으며, 이는 유로통화권과 미국의 금리에서 가격재조정을 유발했다. 반면에, 시장은 중앙은행들이 특히 동유럽의 지정학적 환경의 관점에서 경기반등을 저하하지 않으면서도 인플레이션을 안정시킬 수 있는 지의 여부를 확인하기 위해 기다리고 있다. 따라서, 여기에서는 정책의 순차적 이행(policy sequencing)이 핵심적 사안이며, 기업 펀더멘탈의 강세에도 불구하고 양적긴축(QT)은 유동성/변동성의 고갈을 통해서 크레딧에 대한 분위기 약세를 유발할 수 있다. 견조한 소비자 수요와 축적된 저축은 또 다른 긍정적인 요인이다. 따라서, 우리는 선별에 대한 포커스를 증가시키면서 크레딧에서 추가적인 신중함이 필요함을 인지하고 있다. 듀레이션의 경우, 우리의 중기적인 견지는 방어적이며, 투자자는 보호를 위해 전략적으로 국채를 모색해 보아야 할 것이다.

글로벌 및 유럽 채권(fixed income)

수익률에 대한 상방 압박으로 인해 우리는 듀레이션(미국, 유럽 핵심국 및 주변핵심국)에 신중한 포지션이지만, 인플레이션과 정책 이슈와 관련된 새로운 역동성을 감안하여 민첩한(agile) 포지션을 유지한다. 현재의 지정학적 환경에서, 국채(미국, 유럽 핵심국)는 포트폴리오에 안전장치를 제공한다. 유로 주변국 국채와 관련하여, 우리는 관망적인 포지션이지만, 이탈리아의 견조한 잠재성장률과 정치적 안정성을 인지하고 있으며, 이탈리아 국채에 건설적인 포지션이다. 우리는 중국국채 듀레이션에서 수익 기회를 모색하고 있다. 하지만, 미국 브레이크이븐의 경우에 벨류에이션이 매력성이 떨어지고 있다. 크레딧의 경우, 우리는 인플레이션/유동성과 관련된 우려가 있지만, 채무불이행률(부도율)은 낮고 기업이익은 상승이다. 인플레이션에 대처하기 위해서, 우리는 비용 상승을 소비자에게 전가시킬 수 있는 능력을 갖춘 종목에 포커스를 둔다. IG의 경우, 우리는 단기 및 중기의 만기 크레딧을 선호한다. HY의 경우, 우리는 크레딧 매트릭스를 향상시킬 잠재력이 있는 분야(복합상품(hybrids), BB/CCC)에서 스프레드 압착 기회를 포착하고 있다. 이러한 분야에서 투자자는 분산과 유동성에 우선순위를 두어야 할 것이다. 전반적으로, 우리는 후순위금융채 및 에너지/자동차 부분을 선호한다.

실질수익률과 IG 스프레드



Source: Amundi Institute, Bloomberg, 24 February 2022. US Investment Grade = ICE BoFA US Corporate Index

GFI= 글로벌 채권(global fixed income), GEM/EM FX = 글로벌 신흥국 외환, HY= 하이일드, IG = 투자등급, EUR = 유로화, USD = 미국 재무성증권, RMBS = 주택저당증권, ABS = 자산유동화증권, HC = 경화, LC = 현지통화, MBS = 부동산저당증권, CRE = 상업용 부동산

주식

인플레이션 틸팅으로 단기적 불확실성을 헤쳐 나갈 것



Kasper ELMGREEN,
Head of Equities



Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

불확실성의 상승과 인플레이션 압박의 증가로 인해서 우리는 현재의 상황에서 보다 탄력적일 수 있는 고우량 가치주 종목을 모색한다

종합적 평가

중앙은행들의 매파적인 견지로의 전환은 듀레이션 리스크와 금리인상과 관련된 시장 기대감에서 현저한 가격조정을 유발했다. 이는 러시아/우크라이나를 둘러싼 급격히 악화되고 매우 심각한 상황과 결합되어 밸류에이션 멀티플을 압박할 것이다. 반면에, 강력한 소비를 바탕으로 경기회복은 계속되고 있으며, 이는 중기적으로는 가치주의 로케이션을 떠받치게 될 것이다. 하지만, 모든 기업들이 비용 상승을 소비자에게 전가할 능력을 가지고 있지는 않으며, 이는 기업들 사이에서 마진 압박/가격결정력이 동일하는 않음을 의미한다. 우리는 브랜드, 특허, 차별화된 제품을 가지고 있는 **가격을 인상하고 마진을 보존하면서 주식배당을 지불하는 강력한 비즈니스 모델의 기업**을 모색하고 있다.

유럽 주식

우리는 가치주, 경기민감주에 대해 바이어스를 유지하며, 일부 기업들은 이익보다 매출이 더 나은 것으로 파악되고 있기 때문에 기업의 분기별 실적발표를 인플레이션과 마진의 관점에서 평가하고 있다. **일부 기업들은 가격을 충분히 인상하여 비용을 전가할 수 없는 반면에, 소수의 기업들은 '강력한 소비자'의 환경을 활용하여 가격 인상을 통해 마진을 높이고 있다.** 반면에, 인플레이션이 정치적 사안으로 되고 규제조치가 있을 리스크가 있기 때문에 우리는 소비자 행태를 평가하고 있다. 우리는 이러한 상황이 IT와 더불어서 유틸리티(이 부문에 대해서 우리는 신중한 포지션임)와 같은 부문에 어떻게 영향을 미칠 수 있는지를 살펴보고 있지만, IT는 일부 구조적 성장 스토리가 최근 변동성으로 인해 타격을 받았음을 감안하여 우리는 IT에 대해서는 우려의 수준이 비교적 낮다. 하지만, 통화정책이 정상화로 치우치는 가운데 우리는 선별과 재무제표의 강점에 포커스를 두며, 우리는 산업주와 금융주에서 기회를 포착하고 있다. 반면에, 우리는 경기방어적 세그먼트에서 매력적인 가치를 가진 주식(예: 의료건강 부문)을 모색하고 있다.

미국 주식

인플레이션이 이제 분명하게 정치적 사안인 현재의 환경에서, 우리는 시장이 여전히 **자본비용의 상승과 관련된 리스크를 가격에 여전히 반영하고 있지 않다고 생각한다.** 따라서, 가치주가 여전히 매력적인 밸류에이션과 합리적으로 강력한 경제성장(경제 재개) 덕분에 성장주에서 가치주의 움직임이 중기적인 추세가 될 것이다. 비즈니스 모델에 내재한 강점, 강력한 가격결정력, 핵심 역량을 통해 **운영적인 어려움을 극복할 수 있는 고우량 가치주 종목을 모색해 보고 있다.** 따라서, 최근의 가치주의 로테이션 진행 과정에서 주식 선별이 결정적인 요인이다. 반면에, 우리는 비싼 룬트레이션 및 성장주에는 신중한 포지션이지만, 일부 테크 성장주 종목은 최근의 변동성을 겪을 이후에 그 매력도가 상승되었다는 점도 인지하고 있다. 전반적으로, 성장주는 과대평가된 상태를 유지하고 있으며, 실질금리가 상승하는 경우 더욱 커다란 약세로 될 수 있다. 부문별 수준에서 살펴보면, 우리는 금융(은행), 소재, 에너지의 경기민감주를 선호한다. 흥미로운 점은, 일부 소비자 및 경제 재개와 관련된 주식이 점차 싸지고 있지만 우리는 타이트한 노동시장과 공급망 혼란을 관련된 어려움을 관리할 수 있는 종목에 포커스를 둔다.

신중국 주식

신중국의 밸류에이션, 2022년 경제성장률의 안정화 및 중국 인민은행의 통화완화적 견지는 이 자산종목에 긍정적이지만, 러시아-우크라이나 분쟁은 단기적으로는 **시장 분위기를 저해할 수 있다.** 신중국 주식투자의 공간은 지정학적 리스크, 고유리스크, 글로벌 인플레이션으로 인해 그 파편성이 증가하고 있는 것으로 보인다. 국가별 수준에서 살펴보면, 우리는 원자재와 연관된 스토리(인도, 헝가리, UAE)를 선호한다. 부문별 수준에서 우리가 가진 투자확신감은 경기소비재, 부동산, 통신 서비스 부문이며, 소재 부문에 대비해 에너지 부문을 더 선호한다. 마지막으로 우리는 성장주에 대비하여 가치주에 대한 선호도를 증가시키는 경향을 유지한다.

미국과 유럽 주식 변동성



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Data as of 25 February 2022

특별기획 우크라이나



Pascal BLANQUÉ,
Chairman, Amundi Institute



Monica DEFEND,
Head of Amundi Institute



Didier BOROWSKI,
Head of Global Views

서문

러시아 군대의 우크라이나 침공은 유럽의 허를 찔렀으며, 이는 2차 세계대전 이전의 가장 암울했던 시기를 상기시키고 있다. 핵보유국 사이의 전쟁 확산의 위험으로 인해서 나토 회원국과 유럽의 리더들은 지금까지는 직접적인 군사적 대결의 가능성을 배제하고 있다.

하지만, 서구의 민주주의 국가들과 러시아는 지난 수일 동안에 사상 유래가 없는 대결의 상황에 개입하고 있다. 이는 무자비한 경제적 및 금융적 전쟁의 형태를 취하고 있으며, 그 목적은 러시아 경제를 숨통을 조이는 것이다. 러시아 중앙은행 자산의 동결은 금융 주권을 약화시키는 수단으로, 이는 러시아 중앙은행이 루블화의 붕괴를 막으려는 노력을 방지하려는 것이다. 제재는 러시아의 심각한 리세션이라는 결과로 이어질 것이며, 이는 푸틴 대통령이 장기적인 전쟁에 자금을 조달시킬 수 없게 할 것이다.

따라서, 우리의 기본 시나리오에서 러시아-우크라이나 전쟁은 “단기적 분쟁”이다. 하지만, 역사적으로 단기적인 분쟁도 수개월 지속될 수 있다는 사실에도 유념하고 있다. 이번 분쟁의 결과/영향의 불확실성은 빠르게 사라질 가능성은 크지 않다.

금융의 상호연결성과 높은 수준의 글로벌화로 인해서 지난 세기에는 갖지 못했던 경제적 무기에 커다란 힘을 실어주고 있다. 경제적-금융적 질서와 군사적 질서라는 두 가지의 질서가 상호 충돌하고 있으며, 이 같은 상황은 현대사에서 사상 유래가 없었다. 이러한 불확실성의 결과로 나타난 충격은 불가피하게 주요한 함의를 가지게 될 것이다.

이번 호의 특별기획에서는 가능한 각종 시나리오를 제시하고 관련된 질문에 대한 답변을 통해서 이와 관련하여 일부 실마리를 제공하자 한다. 역설적이게도, 현재의 위기가 가지는 가장 분명한 함의는 아마도 장기적으로만 부상하게 될 것이다.

정치적으로는 나토가 이번 위기에서 강력하게 부각되고 있으며, 유럽은 그 동안 의견불일치의 대상이었던 사안들(국방 정책, 무기 공급, ‘제재의 성격’)에 대해서 단결력을 보여줄 수 있었다. 하지만, 이와 관련된 함의는 유럽과 나토에 한정되지는 않는다. 중국이 행하게 될 역할은 신국제질서에서 새로운 형태를 보이게 될 것이다.

투자자는 지금이 정상적인 시대에 살고 있지 않음에 유념해야 할 것이다. 우리는 지난 50년 동안에는 나타나지 않았던 사상 유래가 없는 인플레이션의 힘이라는 특징을 가지는 레짐으로 전환하는 중간에 위치해 있다. 우리가 진입하고 있는 레짐(“Russia conflict marks a further step on the road back to the ‘70s”¹ 참조)은 그 특성이 인플레이션에만 있는 것이 아니다. 지정학적 질서의 혹독한 재조정(즉, 파편화 확대)이 함께 올 것이며, 글로벌화의 최종적인 사망과 새로운 글로벌 강대국을 중심으로 한 지역주의의 부상이 동반될 것이다. 이러한 과정에서 승자는 경기사이클이 미국에서 독립성을 증가시키고 있고 위안화가 아시아 지역에서 무역 통화의 역할이 늘리고 있는 중국이 될 것이다.

어떠한 경우이든, 이번 분쟁의 진화 과정은 중요한 정치적/지정학적 및 경제적 함의를 가지게 될 것이다. 그리고, 우리는 이번 특별기획 분석이 투자자들이 자산배분의 이슈를 이해하는 데에 도움을 주기를 희망한다.

¹ Pascal Blanqué. “Russia conflict marks a further step in the road back to the ‘70s”. *Shift & Narratives* #14, March 2022.

특별기획 우크라이나 위기의 해부

[A]¹ 현재의 상황

지정학적 영향

1. 러시아의 우크라이나 침공에 대한 서구의 대응

서구는 러시아 경제를 점진적으로 옥죄는 방식을 추구하고 있다. 제재의 목적은 러시아에서 금융적 시스템위기와 경제 리세션을 유발하는 것이다. 서구는 직접적인 군사적 충돌을 피하기 위한 모든 조치를 다할 것이다.

본 분석을 작성하는 시점을 기준으로, 다음과 같은 부분적인 제재와 결정이 이루어졌다.

- 러시아 올리가르흐에 대한 **개별적 제재**, 올리가르흐들이 자신들의 기업에 보존시키기 위해 사전에 조치를 취했기 때문에 제한적인 영향만 있음
- **SWIFT**에서 일부 러시아 금융기관의 배제. 모니터링 되는 주요 금융기관은 VTB, Sberbank 및 Gazprombank 등이 됨
- RUB 보호하는 조치를 제한하기 위해 **러시아 중앙은행의 해외 지급준비금의 동결**. 이는 러시아 자산에 대한 채무불이행의 리스크를 상승시키기 때문에 가장 심각한 금융적 함의를 가진다
- 러시아 항공기의 **유럽연합 영공 통과 금지**
- 독일을 시작으로 **국방비 지출 확대 발표**, 이는 패러다임의 전환되었음을 나타냄

주요 핵심 사항:

- **제재**는 강력해야 할 필요성이 있지만, 치솟는 에너지 가격을 악화시킬 정도로 강력하지는 않아야 함(러시아는 수출 수입으로 수십억 달러의 경화에 여전히 접근할 수 있음), 또는 푸틴 대통령이 더 이상 잃을 게 없는 위치로 몰아갈 정도로 강력하지는 않아야 함
- **중국의 관망적 태도**: 실용주의적이고 기회주의적인 견지
 - 중국은 모든 폭력에 대한 중단을 요구하고 있다-러시아 자산에 관련된 금융 채널에 개입하는 것을 원하지는 않지만, 러시아와의 상업적 파트너십에서 이탈되는 것도 원하지는 않는다.
 - 중국은 게임체인저의 역할을 할 것이다. 중국은 어떤 시점이 오면 신국제질서에서 중심적 역할을 하는 것을 보여주기를 원할 것이다
 - 중국은 글로벌 디플레이션 압박을 악화시킬 수 있는 장기적인 분쟁에 관심이 없을 가능성이 크다. 현재의 상황이 대만에 대한 군사적 침략으로 발전되지 않는 한, 위안화의 국제적 역할과 중국 자산으로 확보된 투자본산을 강화시킬 수 있다.
- **인도**는 러시아에 우호적인 태도를 유지하고 있으며, 푸틴의 우크라이나 침공을 비난하는 유엔 안전보장이사회 결의안에 대한 투표에서 기권했다

2. 우크라이나와 러시아: 우크라이나-벨라루스 국경 인근에서 첫 번째 외교적 회담

직접적인 협상은 없었지만, “직접적 협상이 이루어질 장소와 시점에 대한 협상 패키지 형태의 1차 협상”이 있었다. 1차 협상은 결론을 내지 못했지만, 양쪽 당사국은 2차 협상을 가지기로 합의했다.

러시아는 이러한 협상 기간 동안에도 현재의 군사 작전을 중단하지 않을 것이라고 이미 선언했다.

우크라이나는 강력하게 저항하고 있는 반면에, 푸틴은 지난 일요일에 나토의 공격적인 성명을 언급하면서 러시아군에 핵전력 강화 준비태세 돌입하라고 명령했다.

¹ *꺾쇠 괄호의 문자들은 사건의 위계 내에서 시나리오 위치를 나타낸다*

특별기획 우크라이나 위기의 해부

경제적 영향

3. 유럽의 성장 둔화와 인플레이션 추가적 상승

우크라이나 전쟁은 글로벌 성장의 둔화와 인플레이션 상승의 상황에서 발생하고 있다. 분쟁이 길어질 수록 소비자 및 기업의 신뢰도가 더욱 악화될 것이고, 인플레이션이 높게 유지되고 경제활동이 둔화될 가능성이 더 커진다. 관련된 불확실성의 높은 수준을 감안하면 이번 분쟁과 관련된 경제적 파급효과를 예상하기는 어렵다. 경제성장, 특히 유럽에서 영향이 있을 것이기 때문에, 이번 사태는 인플레이션에 추가되어 투자자에게는 난데없는 소나기를 맞은 것이나 마찬가지이다.

유럽은 에너지 가격의 상승으로 이미 타격을 받으며, 이는 소비자의 구매력과 기업 수익성을 잠식하고 있고 비용 상승으로 인해 차세대 유럽연합(NGEU)의 부양을 희석시키고 있다. 따라서, 우리는 경제성장률 둔화와 인플레이션의 추가적 상승을 예상한다 - 2022/23년말까지의 스태그플레이션의 리스크가 증가하고 있다. 유로통화권이 이번 위기가 단명하더라도 가장 높은 경제적 비용을 지불할 것이다.

4. 통화정책, 연준보다 더욱 어려운 환경이 된 유럽중앙은행

유럽중앙은행과 연준은 단기적으로는 지나칠 정도로 신중할 것이다. 두 중앙은행 모두는 내수수요에 대한 추가적인 하방 압박을 줄 수도 있는 기대인플레이션을 고착시키기 위해서 올해 통화정책을 정상화하겠다는 신호를 내려고 할 것으로 보인다.

하지만, 통화정책에 대한 문제는 연준과 유럽중앙은행에 동일한 조건으로 제기되지는 않을 것이다. 연준은 유럽중앙은행 보다 쉽게 금리인상을 정당화하고 보유자산을 축소할 수 있다. 현저한 경기둔화의 리스크는 미국보다는 유럽에서 더욱 확연하게 나타나고 있다.

5. 유럽의 전략적 자율성은 첫 번째 우선순위가 되고 재정정책을 변경시킨다

지리적 근접성과 에너지 의존성으로 인해서 유럽연합은 대규모 재정지원이 필요할 것이며, 에너지 공급처의 다변화나 국방과 관련하여 그 우선순위를 설정해야 하는 사항을 결정해야만 할 것이다.

a) 에너지 공급처 다변화:

궁극적인 목표는 그린 전환의 속도를 높이고 대외 의존도를 제한하기 위해 에너지 공급처를 다변화하는 것이지만, 이러한 변화를 이끌어 내기 위해서는 수년이 소요될 것이다. 따라서, 그 동안에는 다음과 같은 완화 해결책이 이행되어야 할 것이다.

- 독일은 러시아에 대한 에너지 의존을 극복하기 위해서 두 곳의 LNG 터미널을 긴급하게 건설하고 있다.
- 유럽연합은 회원국에게 여신을 제공하고 가스 가격변동을 완화시키기 위해서 3월의 특별본드(≈ SURE와 유사한 상품)의 발행을 발표했다.

b) 국방예산의 180도 전환:

유럽연합은 우크라이나 군사지원으로 4.5억 유로를 승인했다. 독일은 2022년 예산에서 1,000억 유로의 “특별 펀드”를 발표했으며, 이는 국방예산과 관련하여 레짐전환을 시사하는 사건이다.

우리는 다른 유럽 국가들도 이와 비슷한 추이로 유럽의 신조에서 180도 전환하여 군사 부문에서 주요한 지출을 늘릴 것으로 예상한다.

주요 핵심 사항:

- 유럽인들이 그린 전환에 대한 자금 지원, 에너지 공급처의 다변화 및 국방 지출의 증가를 동시에 원하는 경우, 재정정책의 원칙을 크게 수정해야만 할 것이다. 하지만, 이러한 점에서 유럽에서는 지금과 같이 이해관계가 수렴된 적은 없었을 것이다.



특별기획 우크라이나 위기의 해부

원자재 영향

에너지 가격이 높게 유지되고 있다 - 공급처 다변화 및/또는 그린 전환에서 진전을 보이기 전까지 유럽은 러시아에 인질로 남을 것이다.

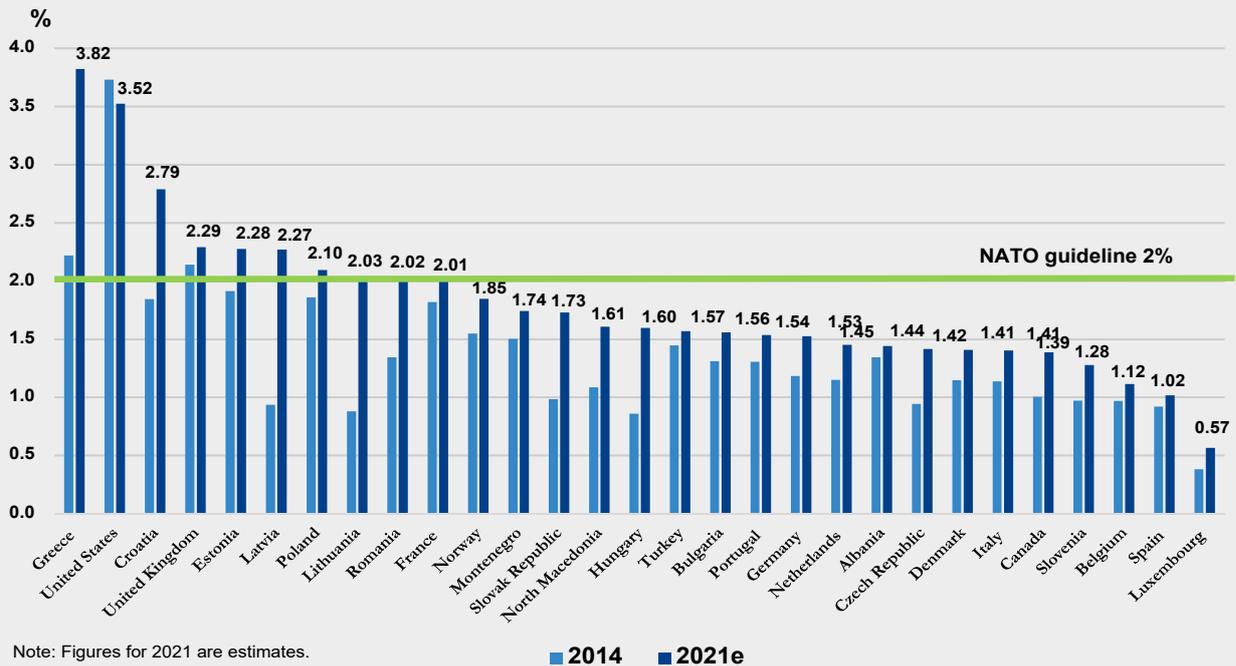


식품과 (반도체 생산에 필요한) 화학용 가스의 가격은 더 높게 상승했지만, 분쟁이 단기간에 해결되면 정상화될 수도 있다.

금융시장

지난 주의 금융시장 반응은 제한적이었다 - 장기수익률과 FX는 거의 변화하지 않았고, 글로벌 주식은 상승했다. (HSCDI만 유일한 예외). 우리는 시장의 이와 같은 미지근한 반응은 긴장 완화가 현실화되지 않는다면 단기적으로 끝날 것으로 예상된다. 우리는 시장 행태와 자산 가격이 추가적인 군사적 긴장 고조를 반영하고 없고, 레짐전환)에서 추가적인 진화 과정(스태그플레이션 리스크의 상승, 적어도 유럽의 경우)도 반영하지 않고 있다고 믿는다. 우리의 견해로는, 리스크프리미엄을 재설정하는 시장조정이 임박했을 가능성이 크다.

Defence expenses below 2% NATO target – many countries well below



Note: Figures for 2021 are estimates.

Source: NATO, June 2021

특별기획 우크라이나 위기의 해부

[A]
우크라이나는 침공을 버티고 있는 반면에, 푸틴은 러시아군에 핵전력 강화 준비태세 돌입하라고 명령했다

[B]
단기적 해결책 + 서구와의 군사적 대립 없음, 핵전쟁의 긴장 고조 없음

[C]
장기화된 군사적 대결 및 글로벌 군사적 긴장 고조

B1] 푸틴에게 수용 가능한 방식으로 분쟁 종료
외교적 회담 / 제재 억제력

B2] 러시아가 우크라이나에서 “괴뢰” 정부를 설립함, 사상자는 제한적이고 키이우는 함락되지 않음

B3] 키이우에서 내전 발생, 높은 사상자 수 (체첸 진압과 같은 스타일로 해결)

B4] 푸틴 체제 불안 (군사적 정부 전복 시도)

B5] 핵전쟁 긴장 완화, 중국에 의해 지지됨

C1] 낮은 강도의 분쟁, 제한적인 공급망 혼란만 동반 (B2의 진화)

C2] 높은 강도의 분쟁 (B3의 진화)

- 우크라이나의 분할 및 비무장화 및/또는 우크라이나에 “중립국” 지위 부여
- 중앙은행의 정책 정상화 신념으로 복귀
- 시장 안도: 글로벌 상대적 리스크프리미엄의 제한적인 가격조정, 제한적인 글로벌 파급효과, 하지만 수익성 리세션은 가시적인 리스크
- 공급처 다변화(예: 사우디아라비아나 이란)가 현실화될 때까지는 에너지 가격이 높게 유지되고, 공급처 다변화 추구는 추가적인 진전을 보임

- 에너지 가격이 높게 유지됨
- 러시아가 레드라인을 넘고, 시장 불안정성이 가격에 반영되기 시작함
- 수익성 리세션이 가시적인 리스크 (유럽)
- 투자안전처 추구, 유동성 자산의 투매 (주식과 크레딧이 가격조정 일차적 후보)
- 유로화 약세

- 선별적인 군사적 긴장 고조, 시장 항복 및 공황적인 투매
- 내수 가격이 반영되어 러시아의 경제적 및 금융적 위기, 동유럽으로 이러한 위기 전파

- 내수 가격이 반영되어 러시아의 경제적 및 금융적 위기, 동유럽으로 이러한 위기 전파
- 선호되는 자산 종목 - 미국, 남미, 중국, 선별적으로 유럽의 가치주+우량주
- 에너지 가격이 높게 유지됨
- 중앙은행의 정책 정상화 신념으로 복귀, 수익률곡선의 플래트닝
- 수익성 리세션의 높은 리스크 (유럽)
- 유로화 약세, RUB 붕괴, FX 혼란

- 중국자산이 실질적인 실질수익성을 제공하는 투자자산처침 + RMB > USD; 유로화 약세
- 중앙은행의 인플레이션 통제로 복귀, 수익률곡선의 플래트닝
- 리스크프리미엄의 가격조정, 하지만 글로벌 수익성 리세션의 리스크

- 글로벌 스태그플레이션 대처: 곡선의 롱엔드에서 논쟁을 유발하는 수익률의 움직임
- 마이너스의 실질금리, 조정 이후에 주식과 크레딧을 복귀 및 신흥국에서 실질수익성의 투자처 추구
- 안전한 유동자산(현금, 재무성증권, 초우량주 + 가치주)

- 서구와 러시아의 군사적 대립을 포함한 최악의 상황도 예상될 수 있음

특별기획 우크라이나 위기의 해부

향후에 대한 예상은?

다음에는 두 가지의 가능한 결과 [B]와 [C]이며, 잠재적으로 진화할 수 있는 하위세트와 그 경제적 영향과 금융시장 영향을 포함하고 있다.

[B] 수주 또는 수개월 후에 해결

B1] 푸틴에게 수용 가능한 방식으로 분쟁 종료 (1962년 쿠바 사태와 유사한 방식?) - 우크라이나/러시아의 외교적 회담 성공 및/또는 제재 억제

경제적 영향 (B1)

- 중앙은행이 정책 정상화의 레토릭으로 복귀하지만, 유럽의 경제성장이 둔화되고 (기존의 전쟁 후유증으로 인한 상흔과 유럽중앙은행의 금리인상 및 테이퍼링에서 정책실수로 인해) 리세션으로 빠질 리스크가 증가함
- 미국, 남미 원자재 수출국, 중국이 선호되는 자산 종목임

금융시장 (B1)

- 국방 및 사이버 방위 주식이 선호됨
- IT주도 궁극적으로 이번 위기에서 혜택을 받을 수 있음
- 에너지 가격은 구조적인 공급처 다변화가 이루어질 때까지는 높게 유지됨 (수년이 소요될 것임)

B2] 러시아 승리: 젤렌스키 우크라이나 대통령 체제가 종식되고 친러시아 정부로 교체되며, 러시아는 레드라인을 넘을 준비에 착수함

경제적 영향 (B2)

- 우크라이나 분쟁이 러시아가 유럽으로 영토를 확대할 기회를 열었으며, 다음 대상은 발틱 3국과 폴란드임
- 러시아/우크라이나 내의 내전, 커다란 인명 손실 동반
- 러시아는 사이버 공격으로 나토를 도발하고 나토는 이에 대해 보복 조치를 함, 러시아는 미래에 새로운 레드라인을 넘으려는 의도를 보임
- 중국이 신국제질서에서 자신의 역할을 보여주기를 원함
 - > 다른 군사적 분쟁이 발생할 수도 있음

금융시장 (B2)

- 에너지 가격이 높게 유지됨
- 시장 불안정성 (시장이 러시아가 새로운 레드라인을 넘어설 수도 있다는 사실을 가격에 반영하기 시작함)
- 수익성 리세션이 가시적인 리스크 (유럽)
- 투자안전처 추구, 유동성 자산의 투매 (주식, 크레딧)
- 유로화 약세

B3] 키이우에서 내전 발생, 높은 사상자 수 (체첸 진압과 같은 스타일로 해결)

경제적 영향 (B3)

- 키이우 및 다른 도시에서 대학살 발생: 사상자의 수가 러시아 국민이 용납할 수 없는 수준으로 많음
- 이는 서구와의 일부 직접적인 군사적 대치를 동반할 가능성이 높음 (하지만, 핵전쟁 긴장 고조는 아님)

금융시장 (B3)

- 시장 항복 및 공황적 투매

특별기획 우크라이나 위기의 해부

B4] 러시아 패배: 푸틴 체제를 위태롭게 하는 현격한 반대 세력 부상

- 러시아 내부의 권위주의적 억압이 심해지고 사회 불안 및/또는 내전으로 이어짐

경제적 영향 (B4)

- 새롭게 구성된 러시아가 “서구 위성국가”로 인지되는 경우, 러시아가 리세션 및 금융위기에 빠지더라도 글로벌 파급효과는 제한적일 것임

금융시장 (B4)

- 시장의 투매 및 그 이후에 만약 심각한 리세션을 피한다면 파편화된 형태의 세계는 미국과 아시아의 자산, 그리고 아마도 유럽 자산에 유리할 수 있음

B5] 핵전쟁 긴장 완화, 중국에 의해 지지됨: 전쟁 신속 기동

- 유럽연합/미국은 새로운 제재를 이행하고, 문명화된 형태의 압도적인 힘을 보여줌.

- 중국이 폭력을 비난하면서 서구에 합류함

> 러시아가 군사 작전을 중단함. 경제는 동결되었지만 정치체제는 생존함.

경제적 영향 (B5)

- 원자재 공급망(원유, 천연가스, 석탄, 니켈, 알루미늄, 팔라듐, 티타늄, 철강석 포함)이 교역을 지연, 붕괴, 혼란시킴

- 글로벌 경제성장 저해

- 러시아는 금융적 시스템위기 및 경제 리세션에 빠짐 (그 강도는 전쟁 기간에 따라 달라짐)

- 보다 과감해진 재정적 및 통화적 시도. 유럽중앙은행이 정책 정상화에서 물러남

- 이주민 위기가 유럽을 강타함

- 유럽이 새로운 군사적 독트린으로 이동함

금융시장 (B5)

- 에너지 시장에 대한 지속적인 압박

- 미지의 세계로 진입한 금융시장 (러시아 시장에 대한 시스템리스크로 인한)

- 안전자산 선호형상 (전형적인 투자안전처 추구)

- 일부 러시아 은행의 SWIFT에서 차단은 암호화폐 자산(예: 이더리움)을 포함한 대안적인 채널의 사용을 부추기게 됨

[C] 분쟁 해결에 장기간 소요

군사적 교착상태, 수개월 이상 동안에 우크라이나 저항과 러시아 공격 지속

C1] 장기화된 군사적 대결, 하지만 낮은 강도의 분쟁

경제적 영향 (C1)

- 민간인 및 군인 사상자

- 글로벌 공급망의 제한적인 혼란

- 러시아에서 대중의 불안과 분노의 증가

- 러시아에 가해지는 제재의 확대

- 나토 확장, 노르딕 국가들의 가입할 가능성이 높지만 직접적인 군사적 대치는 없음

- 유럽에서 스태그플레이션

- 유럽중앙은행의 실질적인 독립성 상실한다. (국방 및 에너지 전환 지출을 지원하기 위해서) 자산매입을 직간접적으로 다시 고려해야만 할 것이다.

특별기획 우크라이나 위기의 해부

금융시장 (C1)

- 글로벌 스태그플레이션 대처: 중앙은행의 수익률곡선의 롱엔드 및 글로벌 금융조건에서 적극적으로 논쟁적인 움직임으로 복귀함
- 실질금리의 마이너스대 유지: 조정을 겪은 후에 투자자는 주식, 크레딧에서 자신의 포지션을 조정하게 됨, 신흥국의 실질수익성의 투자처 추구
- 유동자산(현금, 재무성증권, 초우량주 + 가치주)

C2] 장기화된 군사적 대결 및 커다란 영향: 최악의 상황 예상

- 핵무기 사용의 가능성
- 글로벌 시스템 리스크, 글로벌 스태그플레이션, 금융시장 붕괴 및 높은 변동성 유지

전쟁의 장기화는 강력한 금융억압을 정당화할 수 있다. 실질금리는 여전히 높은 마이너스대로 유지될 것이다.

2022년 3월 1일 작성완료

특별기획 우크라이나 질의·응답(Q&A)

질문과 답변

우크라이나 사태와 관련된 일부 핵심 질문에 대한 답변을 제공하고 있다.

1] 글로벌 경제는 스태그플레이션으로 진입할 것인가? 그렇지 않은가?



Pierre BLANCHET,
Head of Investment Intelligence

분쟁이 길어질 수록 소비자 및
기업의 신뢰도가 더욱 악화될
것이다

우크라이나 전쟁은 글로벌 성장의 둔화와 인플레이션 상승의 상황에서 발생하고 있다. 코로나 19 이후의 경기회복의 시기는 이제 이미 지나갔고, 경제는 병목현상과 공급망 제약의 해소가 인플레이션 압력을 완화함에 따라 잠재성장률로 수렴할 것으로 예상되었다. 하지만, 러시아의 우크라이나 침공은 에너지 가격을 사상 최고 수준으로 끌어올렸으며, 단기적인 가시성을 낮추었다.

특히 유럽의 경우에는 인플레이션 상승(에너지 및 원자재 가격 상승), 기업 수익 마진에 영향을 주는 생산 가격의 상승, 투자 및 NGEU 부양에 영향을 주는 금리 상승에서 악영향을 받은 내수수요의 약세가 비용 상승에 의해 희석될 것으로 예상된다. 이는 단기적으로 기업 투자와 가계 소비의 움직임에 영향을 줄 수 있는 불확실성의 충격이다. 러시아에 대한 제재는 석유와 가스 이외의 중요한 원자재 및 곡물의 수출을 제한할 수 있다. 공급부족은 궁극적으로 산업 생산에 부정적인 영향을 줄 수 있으며, 소비자는 식품 가격의 상승에서 타격을 받을 수 있다.

분쟁이 길어질 수록 소비자 및 기업의 신뢰도가 더욱 악화될 것이고, 인플레이션이 높게 유지되고 경제활동이 둔화될 가능성이 더 커진다. 지리적 근접성과 에너지 의존성으로 인해서, 이러한 신뢰도에 미친 타격의 강도는 미국보다는 유럽 대륙에서 더욱 강력할 것이다. 현재의 전쟁 위기가 이주민 위기(이미 우크라이나 인접국에는 거의 400,000 명의 난민이 유입되고 있음)와 결합되는 경우에는 더욱 그러하게 될 것이다.

우리는 유럽중앙은행과 연준은 단기적으로는 지나칠 정도로 신중할 것으로 예상된다. 두 중앙은행 모두는 수요에 대한 추가적인 하방 압박을 추가할 수도 있는 기대인플레이션을 고착시키기 위해서 올해 통화정책을 정상화하겠다는 신호를 내려고 할 것으로 보인다. 하지만, 통화정책에 대한 문제는 연준과 유럽중앙은행에 동일한 조건으로 제기되는 않을 것이다. 연준은 유럽중앙은행 보다 쉽게 금리인상을 정당화하고 자산매입을 중단할 수 있다. 현저한 경기둔화의 리스크는 미국보다는 유럽에서 더욱 확연하게 나타나고 있다. 일부 유럽 국가의 경제는 2022년말까지나 2023년에 스태그플레이션에 들어갈 수도 있다.

결국은 성장 둔화와 높은 인플레이션으로 인해 스태그플레이션 힘이 이미 작동하고 있다고 볼 수 있을 것이다. 하지만 진정한 의미의 스태그플레이션(지속적인 인플레이션 압박을 동반한 급격한 경기둔화 또는 리세션)은 우크라이나에서 분쟁이 장기화되고 러시아에 대한 여러 겹의 각종 제재가 시행되는 경우에만 발생할 것이다.

2022-02-27 작성 완료

특별기획 우크라이나 질의·응답(Q&A)

2] 중앙은행 정책: 테이퍼링의 계속? 또는 중단?



Valentine AINOZU,
Deputy Head of Developed
Markets Research

러시아-우크라이나 분쟁은
인플레이션을 더 높게
끌어올리게 될 것이다

우크라이나 위기는 유로통화권의 통화정책 정상화를 지연시킬 수는 있지만 중단시키지는 않을 것이며, 연준의 결정에는 매우 제한적인 영향만을 줄 것이다.

지난 2월에 시장 참여자들은 기대인플레이션과 통화정책 조치의 급격한 가격조정을 겪었다. 극적인 군사적 긴장 고조에도 불구하고, 우리는 중앙은행들이 완화적 통화정책을 제거하는 조치를 취할 것이라고 생각한다.

미국과 유로통화권의 인플레이션은 사상 최고 수준을 유지하고 있으며, 러시아-우크라이나 분쟁은 에너지 가격(대표적으로 천연가스의 가격 상승)을 통해서 특히 유럽의 인플레이션 수치에 충격을 줄 것이다. 처분가능소득의 하락을 통한 2차적 효과가 경제성장의 저하로 전이되는 데에는 시간이 소요될 것인 반면에, 최근의 경제 데이터에서는 선진국 경제에서 강력한 경기회복이 확인되고 있다.

미국 노동시장은 매우 강력한 임금 상승과 더불어서 호황세를 보이고 있다. 모든 유로통화권 국가에서도 노동시장 회복이 인상적이지만, 이 지역에서의 임금 상승은 아직까지는 미진하게 유지되고 있다.

유로통화권의 새로운 3월 경제 예측은 금리인상과 암묵적으로 3분기의 자산매입 프로그램의 종료의 가능성을 열어 두고 있다. **하지만, 우리는 유럽중앙은행이 보다 신중해질 것이라고 예상된다.** 정책위원회 위원인 프랑스와 빌레로이 드갈아우는 유럽중앙은행이 “명백히 지정학적 상황전개와 이와 관련된 경제적 및 금융적 영향을 면밀하게 모니터링하고 있다”고 언급했다. “선택(올바른 통화정책적 견지)과 유연성(올바른 통화정책의 전달기제의 확보)은 우리의 정책에서 기본을 이루는 두 가지이다.”

연준은 3월에 금리를 인상(25bps)할 것이며, 주식 시장의 잠재력이 꺾이지 않도록 2분기에 “가벼운” 양적긴축으로 진입할 것이다. 우리는 연준이 가진 기존의 인플레이션 목표물가수치인 2%로 계속 유지하려면, 연준이 최종금리를 더 높은 수치로 책정해야 할 것이라는 불일치가 있다고 본다.

2022-02-27 작성 완료

특별기획 우크라이나 질의·응답(Q&A)

3] 이러한 새로운 환경을 감안하여 유럽에서 가치주 로테이션에 어떻게 플레이할 수 있을까?



Éric MIJOT,
Head of Developed Markets
Strategy Research

가치 스타일은 현재의 역경을
견뎌낼 수 있는 잠재력을
가지고 있다

2020년 가을 이후로, MSCI Europe 지수로 측정된 가치 요인이 성장 스타일과 비교하여 반등 국면을 나타내고 있다. 이러한 두 요인들 사이의 역사적인 벨류에이션 갭과 장기금리와 기대인플레이션의 반등이 이러한 반전에 강력하게 기여했다. MSCI Europe Value는 2021년 10월말에서 미국이 우크라이나에 전면적 침공을 경고했던 2022년 2월까지 MSCI Europe Growth에 대비하여 15%의 아웃퍼포먼스를 보였다. 그 이후로는 MSCI Europe이 계속 하락(2월 24일까지 -7%)했고, 주로 가치 스타일과 연관되는 은행 부문(-14%)에 의해 증폭되는 움직임이 나타났지만, MSCI Europe Value 자체는 시장 전체보다 경미하게 더 하락(-8%)했을 뿐이었다.

실제로도, MSCI Europe Value 지수에서 가중치가 부여된 다른 부문들이 은행의 언더퍼포먼스를 상쇄시켜 주고 있다. 이 지수는 다음과 같이 세 가지 범부의 부문으로 이루어져 있다 - 1) 금융 부문 (10%의 가중치 부여, 은행에는 6% 가중치 부여), 2) 에너지 및 소재 (7% 가중치 부여), 3) 유틸리티와 통신 서비스와 같은 경기방어 부문, 반면에 전통적인 경기민감 부문(산업, 소비자, 경기소비재, IT)에는 16%의 경감치 부여.

경제적인 측면에서 러시아-우크라이나 위기는 유럽의 경우 궁극적으로 경제성장보다는 에너지 가격의 견인되어 인플레이션과 연관될 수 있다. 또한, 전반적인 리스크의 증가하면서 은행 수준에서는 리스크 비용이 상승할 수도 있다. 만약 이번의 지정학적 사태가 더욱 복잡한 양상으로 발전한다면, MSCI Value Europe 지수는 첫 번째 그룹의 부문들(금융주)이 우선적으로 악영향을 받을 것이다. 하지만, 최근 수주 동안에 나타났던 것과 같이 **원자재에 대한 익스포저와 경기방어주는 여전히 상대적으로 그 충격을 무난히 흡수할 수 있을 것이다.** 마지막으로, 가치주가 제공하는 수익률(약 3.5%, 성장주의 1.5% 수익률과 대비)도 추가적인 논쟁의 대상이 된다는 점도 잊지 말아야 할 것이다.

결론적으로, 가치 스타일은 현재의 역경을 견뎌낼 수 있는 잠재력을 가지고 있다. 가치 스타일을 퀄리티 스타일(레버리지가 낮은 기업을 선호함)과 결합하는 것도 역시 합리적이다. 최종적으로, 지정학적 사태에서 비롯된 위기는 종종 일시적이며, 특히 향후 수년 동안에 인플레이션 수준이 영구적으로 높아질 가능성이 큼에 따라 가치 스타일에 중기적으로 상당한 혜택을 줄 수도 있는 기회를 생성한다는 사실도 기억해야 할 것이다.

2022-02-27 작성 완료

특별기획 우크라이나 질의·응답(Q&A)

4] 우크라이나 전쟁은 신흥국 시장에 어떠한 영향을 줄까?



Alessia BERARDI,
Head of Emerging Macro
and Strategy Research

대부분의 부정적인 영향은
분쟁 지대의 인근에 위치한
지역에 집중될 것이다

신흥국 시장과 관련된 가장 큰 부정적인 영향은 분쟁 지대의 인근에 위치한 지역 및 석유/가스 순 수입국이다.

동유럽은 러시아와 직접적인 교역관계에 노출되어 있기 때문에 직접적인 악영향을 받을 것이며, 동유럽 지역에서 가장 중요한 교역 대상국인 독일을 포함하여 이와 관련된 취약성을 가진 핵심적 유럽 국가들이 간접적인 영향을 받게 될 것이다.

분쟁이 장기화되면 난민 유입의 이슈가 발생할 수 있으며, 이는 아직 팬데믹에서 완전하게 회복되지 않는 재정적 위치를 압박할 수도 있다. 이러한 관점에서 재정적 완충장치의 부족으로 가장 취약한 국가는 헝가리와 루마니아이다. 유럽 기금에 대한 사용규정을 준수하기 위해 이미 어려움을 겪고 있는 폴란드의 경우에는 유입되는 난민으로 인해 경제적 생산과 관련된 자원을 전용해야 할 수도 있다. **오일 및 가스 순 수입국**, 특히 쌍둥이 적자를 보이고 있는 인도와 같은 국가들은 대외환경 및 재정적 악화(수입 가격 상승 및 에너지 보조금 증가)에서 고통을 겪는 반면에, **원자재 수출국**은 최근의 사태에서 상대적인 혜택을 입을 것이다. 실제로, **남미**는 분쟁 지역에서 물리적인 거리가 멀고 상업적인 연계성이 낮을 뿐만이 아니라, 석유나 금속을 통해서 원자재 사이클에 가장 긍정적인 상관관계(멕시코만이 이러한 상관관계가 그렇게 높지 않음)를 나타내고 있다. 반면에, 중국의 전략적으로 중립적인 입장으로 전환은 가까운 장래에 있을 평화 회담의 효율성을 높이기 위해서 고려해야 할 중요한 요소이다. 주식의 경우 신중한 견지가 유지되고 선별성이 가장 중요한 요인이 되는 반면에, 이번 사태 이전의 형성되었던 추이는 계속 강력해질 것이다- 가치주로의 로테이션에 영향을 이미 받고 있던 **브라질 주식 지수**는 이러한 추이를 잘 증명해 주고 있다. 채권(Fixed-Income) 공간의 경우에 선호도는 **높은 유가를 감안하여 경화표시 채권**에 있으며, 성장 전망의 불확실성 상승과 인플레이션은 **현지통화표시 채권**에는 부정적이다. 스태그플레이션의 나락으로 떨어진다는 것은 더욱 지속적인 높은 인플레이션 및 지연된 통화정책 완화는 롱듀레이션 및 신흥국 FX에 대한 선호도를 하락시키는 것을 의미하기 때문에 현지통화표시 채권은 이번 위기를 맞이하여 그 상대적인 매력도가 떨어지는 결과로 이어질 수 있다.

2022-03-02 작성 완료

중심 시나리오 및 대안 시나리오 (12~18개월 기간)

월별 현황

우리는 우크라이나 전쟁의 결과를 고려하여 시나리오의 내용을 수정했다. 우리는 스태그플레이션 리스크의 증가를 반영하기 위해서 다운사이드 시나리오의 확률을 (이전의 15%에서) 30%로 높였다. 중심 시나리오의 확률은 (이전의 70%에서) 60%로 낮춰진 반면에, 업사이드 시나리오의 확률은 (이전의 15%에서) 10%로 줄어들었다. 우리는 이러한 지정학적 및 경제적 새로운 환경에서 자산 종목 전체에 걸쳐서 리스크프리미엄의 가격조정을 예상한다.

다운사이드 시나리오 30%	중심 시나리오 60%	업사이드 시나리오 10%
스태그플레이션으로 향하는 경기하락 재개	험난한 노정, 지역별 분화	포용적이고 지속가능한 성장
분석	분석	분석
<ul style="list-style-type: none"> 장기적으로 지속되는 우크라이나 전쟁은 신뢰도와 경제활동에 악영향을 주고 있습니다. 공급망에 혼란을 야기하면서 원자재와 에너지 가격을 더욱 오랫동안 끌어올릴 것임. 코로나19 오미크론 대유행이 이동성 제약의 재개와 공급 병목현상으로 이어짐. 이러한 두 가지의 유발요인 모두는 경기 둔화로 이어지는 반면에, 인플레이션 상승되고 관리되지 못하는 상태를 유지함. 통화적 및 재정적 완화조치가 재개되고 있으며, 이로 인해 금융억압이 추가적으로 강화될 가능성이 있음. 성장 둔화가 동반된 인플레이션으로 인해 중앙은행, 특히 유럽중앙은행이 자신의 가이던스에서 이탈해야만 하고, 이에 따라 신뢰성을 상실함. 기후 변화에 대처하기 위해서 고안된 정책과 투자가 연기되고 및/또는 국가별 관련 정책이 무질서하게 시행됨. 	<ul style="list-style-type: none"> 우크라이나 전쟁이 신뢰도에 타격을 주고, 원자재와 에너지 가격을 일시적으로 높게 끌어올림. 코로나19는 간헐적인 대유행을 동반하는 풍토병이 됨. 글로벌 경제활동이 이전 대유행보다는 잘 유지되었지만, 공급망 병목현상은 2022년말까지 지속됨. 경제성장률은 2022년에 점진적으로 낮아지는 추이를 보임. 하방 리스크에 노출되어 시작되는 2023년. 중국의 경기둔화, 오미크론의 부정적인 영향 및 인플레이션 가속화로 인해 2022년 전반기에 소프트패치. 에너지와 원자재의 높은 가격, 공급측면의 병목현상, 임금 상승의 압력으로 인한 2022년 전체 동안의 지속적인 인플레이션 압박, 2023년에 이러한 압박이 완화됨. 인플레이션은 심리적이면서 정치적인 사안임. 통화정책의 무동조화: 테이퍼링에서 가벼운 양적완화로 빠르게 전환하고 금리인상 사이클 시작하는, 소프트한 금리인상 사이클이 예상되는 영국중앙은행, 양적완화를 재조정하고 및 금리를 인상할 가능성이 있는 유럽중앙은행, 완화적 바이어스를 가지고 있는 중국인민은행. 금리는 상승세로 움직이겠지만, 장기적으로는 낮게 유지됨. 재정정책: 일부 지원책의 종료되지만, 에너지 전환에 대해서는 공적인 자금지원과 단기적으로 가계에 미치는 영향을 완화하기 위해 보조금이 사용됨. 기후변화가 경제성장을 잠식하고 원자재와 에너지 가격을 상승시켜서, 스태그플레이션 추이를 가중시킴. 	<ul style="list-style-type: none"> 우크라이나 전쟁이 에너지 및 원자재 시장에 제한적인 혼란만 주면서 빠르게 종식됨. 바이러스 변이에도 불구하고 예상보다 빠르게 풍토병(엔데믹)이 찾아옴. 잉여적인 저축과 임금 상승이 소비를 촉진시켜 기업 마진의 잠식을 상쇄함. 디지털 전환 및 에너지 전환과 구조적 개혁을 통한 생산성 향상. 관리가 유지되는 인플레이션. 투자 강세와 저축 감소에 의한 금리 상승. 중앙은행 통화정책 정상화가 시장에 의해 잘 수용됨. 강력한 경제성장과 재정규율로의 점진적인 전환을 통해 지속 가능한 부채 유지. 포용적 성장 및 효과적인 불평등 해소. 잠재적 유발요인에는 구조개혁, 효과적인 치료제와 백신접종 프로그램, 분권화를 통한 포용적 금융을 포함함.
시장 함의	시장 함의	시장 함의
<ul style="list-style-type: none"> - 현금, USD 및 미국 재무성증권 선호할 것 - 최소 변동성 전략에 플레이할 것 - 금 - 원자재 및 에너지 	<ul style="list-style-type: none"> - 리스크 감안 실질 기대수익성의 하락 - 미국 재무성증권 및 유로통화권과 신흥국의 수익률곡선의 제한적인 스티프닝 - 금, 연계채권, 주식을 통한 인플레이션 헤지 - 신흥국(EM): 단기적으로 신중한 포지션, 장기적인 실질수익 및 성장 스토리는 영향을 받지 않음 	<ul style="list-style-type: none"> - 미국 재무성증권 곡선의 베어 스티프닝 - 경기민감주와 가치주 익스포저로 위험자산에 대한 선호할 것 - 인플레이션 헤지로서 인플레이션 연동채권을 선호할 것

지정학적 사안 **코로나19** 관련 토픽
기대성장률과 기대인플레이션
통화정책 및 재정정책

경기복구 계획 또는 금융조건
민간 및 공공 채권발행인의 지급불능(부도)

경제레짐 또는 금융레짐
사회적 또는 기후관련 토픽

상위 리스크

월별 현황

우리는 우크라이나 전쟁과 그 경제적 및 금융적 리스크에 대한 잠재적 함의를 고려하여 경제적 및 지정학적 리스크의 확률을 20%에서 30%로 높였다. 우리는 코로나19 관련 리스크를 경제적 리스크의 일부분으로 간주한다.

리스크는 헤징 전략의 파악이 용이하도록 그룹화되어 있으며, 이러한 그룹화된 리스크들은 분명한 연관관계를 가지고 있다.

경제적 리스크

30%

- 우크라이나 분쟁의 장기화에 따른 석유 및 가스 가격 상승의 충격과 시장 분위기가 악화될 경우 **글로벌 리세션**
- 러시아 경제의 붕괴, 상승된 에너지 가격, 관리되지 못하는 인플레이션 및 이주민 위기에서 파급된 **동유럽의 경제적 위기**
- **팬데믹 3.0**
 - 오미كرون 변이(팬데믹 2.0) 이후에 위험성이 더욱 강해지고 백신을 무력화시키는 변이의 새로운 감염병 대유행이 시작됨
 - 새로운 봉쇄조치나 이동 제한조치는 글로벌 경기회복을 추가적으로 저해할 수 있음
- **공급망 혼란**이 계속되고, 투입비용 상승압박은 기업이익 리세션으로 이어짐
- **중국 부동산 시장이 붕괴**되어, 경제성장 전망이 낮아져 짐
- **통화정책 실수**
 - 높아진 지정학적 불확실성의 상황에서 중앙은행의 소통 실수.
 - 공급부족으로 유발된 인플레이션 강도를 과소평가하고 인플레이션에 대한 통제권을 잃어버린 중앙은행.
- **기후관련 자연재해**가 성장 가시성과 사회적 균형을 저해함

금융적 리스크

20%

- **국채 위기**
 - 전쟁의 장기화는 GDP 대비 이미 사상 최고 수준인 공공부채에 대한 선진국의 취약한 재정조달을 더욱 악화시킬 수 있다.
 - 대부분의 국가들은 신용등급의 하락과 금리인상에 취약하다.
 - 기대인플레이션의 디앵커링이 채권시장 전위 및 통화긴축 강화로 연결될 수 있음
 - 신흥국 시장의 약세는 국제수지 위기를 유발하고 채무불이행의 리스크를 증가시킬 수 있음
- 펀더멘탈의 개선에도 불구하고 불확실성이 상승하고 기업 마진이 압박(투입 비용 상승, 수익성 경고로 이어지는 이중 주문)을 받음에 따라 **기업 지급능력 리스크 상승**
- **광범위한 그린위성(위장환경주의)와 ESG 투자 거품**이 에너지 전환 자금조달을 저해함
- **USD 불안정성** 및 준비통화 지위의 점진적 상실이 불안정한 통화시장으로 이어짐

정치적/지정학적 리스크

30%

- **우크라이나 전쟁***
 - 러시아 군사적 성공으로 이어지는 단기적인 해결: 시장이 새로운 레드라인을 넘을 수도 있다는 예상을 가격에 반영하기 시작함에 따라 시장 불안정성이 유지됨
 - 높은 강도의 분쟁으로 이어지는 군사적 대치의 장기화가 서구와의 군사적 대결로 확산되고 잠재적인 시장 회복의 상황 발생
- 러시아와의 관계 설정에 대한 의견불일치를 불러오는 **유럽연합의 정치적 파편화**와 포퓰리스트 세력
- 대만 침공을 잠재적으로 차단하기 위해서 **중국에 강경노선을 취하는 미국**. 남중국해나 대만 해협에서의 우발적 충돌
- **신흥국 정치적 불안정성 견인 요인:**
 - 바이러스 위기 관리의 혼란
 - 「아랍의 봄」에서 나타났던 것과 유사한 새로운 사회적 소요의 발생으로 이어지는 식품 및 에너지 가격의 상승
- 에너지 전환에서 **미국 및 중국의 신뢰성 상실** 및 「파리 조약」
- 물부족 및 이주민 이동 등으로 견인된 갈등 리스크를 상승시키는 **지구 온난화**
- 보안, 에너지 및 의료보건 서비스의 IT 시스템을 중단시키는 **사이버 공격 또는 데이터 유출.**

* 자세한 내용은 12페이지의 「특별기획 우크라이나」 표를 참조할 것

+ 현금, 연계채권, JPY, 금, USD, 성장주에 대비한 우량주, 경기민감주에 대비한 경기방어주, 석유

+ CHF, JPY, 금, CDS, 옵션, Min Vol

+ 선진국 국채, 현금, 금, USD, 변동성, 방어적 포지션, 석유

- 위험자산, AUD CAD 또는 NZD, EM 현지통화 CCY

- 석유, 위험자산, 프런티어 시장, 신흥국

- 크레딧 및 주식, 신흥국 채권지수

AMUNDI 자산종목 견해

	자산종목	견해	1개월 변화	근거
주식 플랫폼	미국	=		최근 수주 동안은 연준의 매파적 견지 강화와 지정학적 리스크 상승이 이끌었던 시장 변동성의 증가로 특징 지워진다. 인플레이션 리스크와 더불어서 실질수익률이 상승하는 환경에서, 주식은 살펴보아야 할 분야이지만, 여기에서 핵심은 선별이다.
	미국 가치주	+	▼	가치주를 선호하는 방향으로 로테이션은 실질금리의 상승에 의해 떠받치는 중기적인 추이이며, 우리는 경제성장률이 견고하게 유지되고 가치주의 밸류에이션 할인이 계속 매력적인 한 이러한 로테이션이 계속될 것이라고 믿고 있다. 우리는 고우량 가치주 종목을 모색하고 있다.
	미국 성장주	-	▲	전반적으로, 성장주는 과대평가된 상태를 유지하고 있으며, 실질금리가 상승하는 경우 더욱 커다란 약세로 될 수 있다. 하지만, 일부 테크 성장주 종목은 최근 변동성을 겪은 후에 점차 매력적으로 되고 있다.
	유럽	=	▼	러시아-우크라이나 분쟁의 긴장 고조와 에너지 가격 상승으로 인해서 유럽 주식에 대한 가시성이 낮아지고 있다. 경제 재개는 유럽 지역에 우호적인 요인이지만, 이번 분쟁이 진화하는 상황과 유럽 지역에 미치는 그 경제적 함의를 재평가하기 위해서 우리는 중립적인 견지를 취한다.
	일본	=		기업이익 모멘텀의 개선과 더불어서 완화적인 통화정책과 재정정책은 일본의 시장을 떠받칠 것이다. 우리는 팬데믹의 변화 상황 및 그 결과로 인한 압박 유무에 주목하고 있다.
	중국	=/+		성장에 대한 균형성이 높아진 접근방식과 결합되고 분명한 완화적 견지에 비롯된 정책 가시성의 개선은 중국 주식을 떠받칠 것이다. 하지만, 코로나 무관용 정책에서 비롯되는 단기적인 불확실성이 존재한다. 이러한 모든 상황은 중국의 주식을 대하는 데에 있어서 관망적이고 선별적인 접근방식을 요구하고 있다.
	신중국 시장	=		신중국 시장은 파편화된 유니버스를 제시하며, 투자자는 균질적인 접근방식을 사용하는 것을 피하기 위해서 중요 요인들(원자재 수출국, 강력한 내수수요(“대외의존도가 낮은” 국가), 가치주 틈틈이 가진 국가, 대외 취약성 제한적인 국가 등)에 포커스를 두어야 한다. 전반적으로 국가별 요인과 바둑업 선별이 중요하게 유지된다.
채권 플랫폼	미국 국채	-		우리는 연준이 올해 수 차례(4번) 금리를 인상할 것이라고 있으며 듀레이션에 신중하고 민첩한 포지션을 유지하는 반면에, 연준이 경기회복을 정제시킬 정도로 금융조건을 너무 크게 긴축하지는 않을 것이라고 믿고 있다. 정책 불안정성과 지정학적 리스크가 높은 시기에 채권(FI)에서는 유연성을 확보하는 것이 가장 중요한 사안이다. 물가연동국채(TIPS)는 밸류에이션이 높다는 징후를 보이고 있다. 금융조건은 완화적으로 유지되고 있지만, 크레딧 시장은 연준이 보여준 긴축적 견지에 의해서 영향을 받고 있다. 우리는 현재의 밸류에이션이 긍정적인 펀더멘탈을 반영하고 있다고 믿지만, 향후 중앙은행 정책과 관련하여 불확실성이 존재한다. 따라서, 우리는 듀레이션 익스포저를 최소화하는 것을 목표로 하며, 증권화 시장에서 수익을 모색하고 있다.
	미국 IG 회사채	=		연준의 긴축화 견지로 인해서 HY 스프레드는 상승하고 있지만, 우리는 이러한 스프레드 상승은 크레딧 퀄리티에 대한 펀더멘탈의 우러이기보다는 유동성리스크와 관련성이 큰 것으로 생각한다. 하지만, 우리는 향후 통화정책이 이 자산 종목에 미치는 영향을 모니터링하고 있으며, 레버리지 증가를 통해서 가치를 파괴할 수 있는 종목을 피한다.
	미국 HY 회사채	=		상대적으로 매파적 성향이 강한 유럽중앙은행은 수익률 상향 궤적에 대한 믿음을 바탕으로 한 우리의 듀레이션에 대한 신중한 견지를 떠받치고 있지만, 리스크 분위기가 견인하는 전술적 움직임에서 혜택을 받기 위해서 우리는 전 지역과 곡선 전체에 대해서 유연한 포지션을 취한다. 유럽중앙은행의 정책경로는 단선적이지 않을 것이며, 러시아-우크라이나 위기로 비롯된 리스크 상승으로 불확실성이 점차 커지고 있다.
	유럽 국채	-/=		유럽중앙은행은 언급에 따르면, 자산매입 프로그램을 통한 지원이 줄어들에 따라 이 자산종목의 단기적인 변동성이 핵심 수익률에서 증가하고 유동성 프리미엄이 상승할 것으로 보인다. 하지만, 기업 펀더멘탈(재무제표 감점, 기업이익)은 강세를 나타내고 있다. 우리는 IG 에서 상대적 가치 기회를 모색하며, 단기만기의 자산을 선호한다.
	유로 IG 회사채	=	▼	HY는 합리적인 리스크로 캐리를 제공하지만, 유동성 우려와 핵심 수익률의 상승 움직임 압박의 관점에서 우리는 경계 태세를 유지한다. 채무불이행률(부도율)은 낮게 유지되고 있고 우리는 BB(라이징스타)에서 스프레드 압착 기회를 선하는 반면에, 우리는 바둑업 선별 접근방식을 통해 추가적인 수익률의 잠재력과 유동성/퀄리티 사이에서 균형을 이루는 것을 목표로 한다.
	유로 HY 회사채	=		우리는 분명한 통화완화에서 중국국채의 상대적으로 안정적인 성향, 매력적인 캐리 및 외국 자금유입 기대감을 포착하고 있다. 우리는 중립적/긍정적 포지션을 유지하며, 중국의 정책 환경을 면밀하게 모니터링하고 있다.
	중국국채	=/+		경화표시 채권은 매력적인 수익률을 제공하지만, 선진국에서 인플레이션과 긴축 정책은 중요한 고려사항이다. 우리는 신중국 스프레드가 선진국에 대비하여 중기적으로 절대적 및 상대적 기준으로 타이트해질 수 있다고 믿고 있지만, IG에 대비하여 HY에 대한 바이어스를 유지한다. 우리는 듀레이션에 방어적인 포지션이지만, 러시아의 침공으로 인한 불확실성으로 인해 지금은 그 포지션이 경미하게 낮춰졌다.
	신중국 채권 경화표시	=/+		우리는 통화긴축 사이클이 원숙화되고 있거나 고점에 근접해 있고(즉, 2021년과 비교하여 통화 완화적인 모드) 실질금리가 플러스대로 복귀한 국가들(예: 중국)을 선호한다. 하지만, 우리는 신중국 FX에 신중한 포지션을 가진다. 국가별 수준에서 살펴보면, 우리는 러시아 채권과 FX에 단기적으로 방어적 포지션을 취하며, 관련된 상황을 면밀하게 모니터링하고 있다.
	신중국 채권 현지화표시	=		인플레이션 레짐과 여전히 견조한 매크로 배경 덕분에, 우리는 기본 금속에 건설적인 포지션을 취한다. 지정학적 리스크는 단기적으로는 금을 떠받칠 수 있다.
기타	원자재			(연준에 대비하여) 상대적으로 비둘기파적인 유럽중앙은행에 의해 유로화의 상승 잠재력이 제한되기 때문에, 우리는 기존의 12개월 EUR/USD 목표수치를 1.14를 변경하지 않고 유지한다. 유럽에서 금리 상승의 기대감은 EUR의 가격에 이미 반영되어 있는 것으로 보인다.
	통화			

범례



출처: Amundi, 2022년 2월 24일 기준, EUR 기반 투자자에 대한 상대적 견해. 본 자료는 특정 시기의 시장환경에 대한 평가를 나타내며, 향후 사건의 예측이나 미래 실적에 대한 보증을 의도하지는 않는다. 본 정보는 이를 참조하는 자가 특히 펀드나 증권과 관련한 어떠한 연구, 투자자문, 권장사항을 마련하는 자료로 사용될 수 없다. 본 정보는 예시적 및 교육적 목적으로만 엄격히 제한되고 예고 없이 변경될 수 있다. 본 정보는 현재, 과거, 미래의 Amundi 상품의 실질적 자산배분이나 포트폴리오를 나타내지 않는다.

IG = 투자등급 회사채, HY = 하이일드 회사채, EM 채권 HC/CC = 경화표시/현지화표시 신중국 채권, WTI = 텍사스 중질유, QE = 양적완화.

특별기획 우크라이나 매크로 및 시장예측

거시경제적 예측

(2022년 2월 28일)

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
미국	5.8	3.2/3.4	2.1/2.3	4.7	6.0/5.7	2.9/2.4
일본	1.7	2.1/2.4	0.6/0.9	-0.2	1.3/0.7	0.1/0.6
유로통화권	5.5	2.0/3.2	1.8/2.3	2.6	5.8/4.5	2.6/2.0
영국	7.5	3.5/4.2	1.9/2.2	2.6	6.7/5.9	2.8/2.2
러시아	4.7	-5.6/-3.6	-0.5/-1.5	6.7	13.0/9.0	7.5/5.4
중국	8.1	4.2/4.5	4.5/4.9	0.9	2.0/1.4	1.6/1.6
선진국	5.1	2.8/3.2	1.9/2.2	3.1	5.0/4.3	2.3/1.9
신흥국	6.7	3.6/4.1	3.8/4.3	4.4	7.4/6.1	4.7/4.3
전세계	6.0	3.3/3.7	3.0/3.4	3.8	6.1/5.4	3.6/3.2

러시아/우크라이나 위기는 일부 지역에서 더욱 심각한 경제적 함의를 동반하면서 레진전환을 한 단계 더 끌어올리고 있으며, 여기에서 커다란 영향을 받는 지역은 에너지 의존성과 지리적 근접성으로 인해 유럽이 해당된다. 이번 사태 변화상향과 최종적인 결과의 불확실성으로 인해서, 이 위기가 통해 매크로 펀더멘탈에 어떠한 영향을 줄 것인지를 예상하는 것은 여전히 어려운 반면에, 우리는 유로통화권의 인플레이션이 올 한 해 동안에 에너지와 식품 가격의 상승을 바탕으로 굳건하게 높이 유지될 것이라고 예상하며, 이는 수요와 생산 모두에 부정적인 영향을 줄 것이다. 이러한 상황은 실제로 우리의 다운사이드 시나리오에서 예상하는 일시적인 리세션 결과와도 일치할 수 있다.

러시아/우크라이나 분쟁 및 글로벌 경제 추이에 대한 그것이 가지는 함의와 관련된 불확실성으로 인해, 우리는 주요 분야의 매크로 예측에 미치는 영향을 평가하기 위해 석유/원자재 채널을 절연(향후 6개월 지평선에서 FV 분석에 더욱 극심해지는 지정학적 위험을 포함)하면서 시작했다. 전체적으로, 글로벌 성장률은 2022년 0.5% 하향 수정되었다. 주요하게 영향을 받은 국가들은 선진국과 신흥국 모두에 걸쳐 석유/가스를 외부의 더욱 의존하는 국가들이었다. CPI 바스켓의 에너지 컴포넌트의 각종 가중치를 바탕으로 하여 계산된 글로벌 인플레이션은 신흥국 및 선진국 전반에 걸쳐서 상향 수정(2022년에 대해 약 0.5%)되었다. 유로통화권의 경우에 올해 동안의 인플레이션은 더욱 굳건히 높게 유지될 것이며, 이는 수요와 생산 모두에 부정적인 영향을 줄 것이다. 유럽연합에서 가장 낮은 성장률 밴드(2022년 2.0%)는 스태그플레이션 또는 일시적인 리세션 결과와 일치하며, 이는 올해 동안 전년동기대비 GDP 성장률이 0-0.5% 범위 수준으로 둔화될 수 있음을 의미한다.

기준금리 전망

선진국

	2022-02-25	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	0.13	1/1.25	1.21	1.5/1.7	1.85
유로통화권	-0.5	-0.5	-0.4	0.00	-0.01
일본	-0.02	-0.1	-0.02	-0.1	+0.01
영국	0.50	1.00	1.55	1.25	1.93

신흥국

	2022-02-28	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.70	3.60	3.60	3.60	3.60
인도	4.00	4.50	4.35	5.00	4.75
브라질	10.75	12.25	11.8	10.75	10.90
러시아	20.00	16.00	n/a	12.00	n/a

장기채권수익률 전망

2년물 채권수익률

	2022-02-25	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	1.57	1.6/1.8	1.94	1.8/2	2.11
독일	-0.42	-0.2/0	-0.21	-0.1/0.1	-0.05
일본	-0.02	-0.10/0	0.00	-0.10/0	0.03
영국	1.21	1.0/1.20	1.38	1.20/1.40	1.39

10년물 채권수익률

	2022-02-25	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	1.95	2/2.2	2.06	2.1/2.3	2.13
독일	0.18	0.1/0.3	0.25	0.1/0.3	0.32
일본	0.21	0.1/0.3	0.27	0.1/0.3	0.33
영국	1.43	1.3/1.5	1.54	1.4/1.6	1.58

통화 전망

	2022-02-25	Amundi 2022년 2분기	컨센서스 2022년 2분기	Amundi 2022년 4분기	컨센서스 2022년 4분기		2022-02-25	Amundi 2022년 2분기	컨센서스 2022년 2분기	Amundi 2022년 4분기	컨센서스 2022년 4분기
EUR/USD	1.12	1.09	1.13	1.14	1.16	EUR/SEK	10.47	10.61	10.33	10.25	10.11
USD/JPY	115	114	116	118	116	USD/CAD	1.27	1.31	1.26	1.23	1.24
EUR/GBP	0.83	0.84	0.83	0.82	0.84	AUD/USD	0.71	0.70	0.73	0.76	0.75
EUR/CHF	1.04	1.03	1.06	1.10	1.08	NZD/USD	0.67	0.65	0.69	0.68	0.71
EUR/NOK	10.05	10.16	9.86	9.55	9.75	USD/CNY	6.32	6.45	6.40	6.30	6.50

출처: Amundi Institute

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



Investment Outlook 2022 Investing in the great transformation (17-11-2021)

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

ASSET CLASS VIEWS



Asset Class Return Forecasts – Q4 - 2021 (09-11-2021)

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



**특별기획
우크라이나**

Shifts & Narratives #14 - Russia conflict marks a further step in the road back to the '70s (02-03-2022)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

Shifts & Narratives #13 - Money and psychology of inflation: an investor view (18-01-2022)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

Shifts & Narratives #12 - ESG is not a given, the battle for data has just begun (24-11-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

INSIGHTS PAPERS



Crypto-currencies: a bubble or the emergence of a new paradigm in decentralised finance? (17-02-2022)

MORTIER Vincent, Chief Investment Officer, BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Global Research - PERRIER Tristan, Global Views Analyst

Emerging Markets outlook and investment convictions - Reasons for cautious optimism in 2022 (7-02-2022)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

WORKING PAPERS



Cascading Effects of Carbon Price through the Value Chain: Impact on Firm's Valuation (25-02-2022)

ADENOT Théophile, Amundi Technology's Innovation Lab - BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center - COUNATHE Pierre, Amundi Technology's Innovation Lab - JOUANNEAU Mathieu, ESG Solutions and Data Specialist - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology - LE GUENEDAL Theo, Quantitative Research

Net Zero Carbon Metrics (15-02-2022)

Le GUENEDAL Theo, RONCALLI Thierry, LOMBARD François, SEKINE Takaya - Quantitative Research

Equity Convexity and Unconventional Monetary Policy (11-02-2022)

Lauren Stagnol, Quantitative Research - Marc-Ali Ben Abdallah, Smart Beta & Factor Investing - Patrick Herfroy, Smart Beta & Factor Investing

Choice Overload participation and asset Allocation in French savings Plans (27-01-2022)

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center - SZAFARZ Ariane, ULB & New York University (NYU) - POTERBA James, Professor of Economics at the Massachusetts Institute of Technology and the President and Chief Executive Officer of the National Bureau of Economic Research

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



특별기획
우크라이나

Russia attacks Ukraine: markets will have to readjust to the shock

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer

특별기획
우크라이나

Russia-Ukraine escalation adds to the case for additional protection (23-02-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Office - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Amundi Institute

European equity market: the great value rotation and the dividend appeal (11-02-2022)

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

특별기획
우크라이나

Russia-Ukraine tensions: geopolitical risk adds volatility to risk assets (1-02-2022)

BERARDI Alessia, Head of Emerging Macro & Strategy Research - SANDRINI Francesco, Head of Balanced, Income & Real Return - SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - VARTANESYAN Sosi, Senior Sovereign Analyst, Global Research - FIEJKA Marcin, Head of CEEMEA Equities

25-26 January FOMC review: giving the all clear for March hike (28-01-2022)

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

DISCUSSION PAPERS



Money and its velocity matter: the great comeback of the quantity equation of money in an era of regime shift (18-01-2022)

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer

DB plans in their end game in the post-pandemic era (02-12-2021)

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

THEMATIC PAPERS



The wheels of a Circular Economy go round and round - N°5 The fashion industry: making circular the "new look" of fashion (20-01-2022)

LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting - BENAMIRA Fatima ESG Analyst - Construction and Building Materials - GIELEN Pierre, ESG Analyst - Technology, Media and Telecommunications - HAUSTANT Patrick, ESG Analyst - Automobiles - LUCET Lorna, ESG Analyst - Circular Economy expert - MINTON Molly, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

The wheels of a Circular Economy go round and round - N°4 The Electronics and ICT sector: designing a new matrix (10-01-2022)

LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting - BENAMIRA Fatima ESG Analyst - Construction and Building Materials - GIELEN Pierre, ESG Analyst - Technology, Media and Telecommunications - HAUSTANT Patrick, ESG Analyst - Automobiles - LUCET Lorna, ESG Analyst - Circular Economy expert - MINTON Molly, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



Inflation is starting to burn - Strategies to protect portfolios from inflation risk (9-02-2022)

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

Amundi Research Center



**Amundi 간행물
알아보기**

research-center.amundi.com

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

고지사항

본 문서는 정보 제공의 목적으로만 제공됩니다.

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

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

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

별도로 언급하지 않는 한, 본 문서에 포함된 모든 정보의 출처는 Amundi Asset Management SAS이며 2022년 3월 2일 기준이다. 투자분산이 수익성이나 손실에 대한 보호를 보장하지는 않는다. 본 문서는 “있는 그대로”의 원칙하에서 제공되며, 이러한 정보의 이용자가 이러한 정보의 이용에 따르는 리스크를 전적으로 감수해야 한다. 과거 데이터와 분석은 향후 실적분석, 전망, 예측에 대한 지표나 보증으로 간주되지 않아야 한다. 시장 및 경제적 추이와 관련하여 표현된 견해는 해당 저자의 것이고 반드시 Amundi Asset Management SAS의 견해가 되지는 않고 시장 및 다른 조건에 따라 변경될 수 있으며, 국가, 시장, 부문이 예상한 것과 같은 성과를 낼 것이라는 어떠한 보장도 있지 아니한다. 이러한 견해들은 투자 조언, 증권 추천 또는 모든 Amundi 상품의 거래 예시로써 의존되지 않아야 한다. 투자는 시장, 정치, 유동성, 통화 리스크를 포함하여 각종 리스크를 동반하게 된다.

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

최초 사용 일자: 제3호 2021년 3월.

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

사진 저작권: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus

대표 편집인

BLANQUÉ Pascal, *Chairman of Amundi Institute*

편집인

DEFEND Monica, *Head of Amundi Institute*

Amundi Institute contributors

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*

With Amundi Investment Insights contribution

BERTINO Claudia, *Head of Amundi Investment Insights*
CARULLA Pol, *Amundi Investment Insights*
FIOROT Laura, *Deputy Head of Amundi Investment Insights*

개념정립 및 생산책임

BERGER Pia
PONCET Benoit

부편집인

BLANCHET Pierre, *Head of Investment Intelligence*
BOROWSKI Didier, *Head of Global Views*

DROZDZIK Patryk, *Senior EM Macro Strategist*
HUANG Claire, *Senior EM Macro Strategist*
MIJOT Éric, *Head of Developed Markets Strategy Research*
PORTELLI Lorenzo, *Head of Cross Asset Research*
USARDI Annalisa, *Cross Asset Research Senior Macro Strategist*
VARTANESYAN Sosi, *Senior Sovereign Analyst*

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