Research

제12호
2021년
12월

CROSS ASSET
투자전략

CIO 견해
"진짜" 수수께끼

글로벌 테마 견해
폴리시믹스는 "더 나은 미국으로 재건"할 것인가?

Confidence
must be earned
Amundi
ASSET MANAGEMENT

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

제12호 - 2021년 12월

차례

글로벌 투자견해

CIO 견해

"진짜" 수수께끼 p. 3

최근의 CPI 수치는 "지속적 인플레이션"의 내러티브를 뒷받침함에도 불구하고 중앙은행은 일시적 인플레이션이라는 내러티브를 고수하고 있다. 우리는 투자자가 실물자산과 함께 높은 수익률을 제공하는 크레딧의 '진짜' 수익성을 살려봐야만 한다고 생각한다. 이와 더불어, 우리는 주식에 대해 전반적인 중립적 견지를 유지하지만, 가치주, 우량주와 투자자 수익을 보충해 줄 수 있는 배당주를 선호한다. 하지만, 국채에 대해 우리는 전반적으로 신중한 포지션을 유지하지만, 투자자는 유연한 견지를 유지하라고 권고한다. 시장에 남은 실질 가치가 풍부하지 않기 때문에, 광범위한 자산 층위를 모색해야 할 필요성이 있다.

매크로

2022년에 안정화될 중국의 경제성장률 p. 4

2021년에는 공동부유의 추구와 더불어서 사상 유래가 없는 규제조치의 변화가 있었다. 하지만, 이로 인해 향후에 나타날 정책 투명성과 조화는 중국의 구조적 전환에 도움을 줄 것이다.

멀티애셋

하방 리스크는 제한하면서 상방 잠재력을 모색할 것 p. 5

위험자산에 중립적이고 전반적으로 분산된 투자의 포지션을 유지하는 반면에, 주식에서는 옵션을 통해 온건하고 단기적인 호전에서 혜택을 받을 수 있는 선별적인 기회가 존재한다.

채권

실질금리의 방향성에 포커스 p. 6

중앙은행들은 인플레이션에 소극적 방임의 접근법을 채택하면서 이에 대한 대응을 늦추고 상태(뒷북을 치는 자세)를 유지하고 있다. 투자자는 액티브하게 유지하고 자산 밸류에이션에 영향을 줄 실질금리의 방향성을 모니터링 해야 할 것이다.

주식

긍정적인 분기별 기업실적발표, 일부 우려스러운 측면도 부각 p. 7

주식은 여전히 리스크 감안 수익성에서 매력적이지만, 인플레이션이 기업들에게 주요한 현안이 됨에 따라 더욱 미묘한 상황이 되었으며, 이에 따라 선별의 중요성이 강조된다.

글로벌 테마 견해

미국의 폴리시믹스는 "더 나은 미국으로 재건"할 것인가? p. 8

지난 11월 19일에 미국 하원의회(HoR)는 「더 나은 미국 재건법」(Build Back Better Act, 약자 "BBB")을 통과시켰다. 해당 법안은 이제 상원에서 검토될 것이다. 이는 바이든 행정부에게는 커다란 진전이며, 특히 바이든 대통령이 인프라 계획을 입법하도록 결제한 직후에 해당 법안에 대한 의회의 표결 결과가 나왔기 때문에 더욱 그러하다.

시장 시나리오 및 리스크

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

거시경제적 현황

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

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

CIO 견해

"진짜" 수수께끼

Pascal BLANQUÉ,
Group Chief Investment Officer

Vincent MORTIER,
Deputy Group Chief Investment Officer

미국 연준의 테이퍼링이라는 할로윈 '유령', 중국 헝다그룹 사태, 분기별 기업실적발표 등은 시장에 커다란 악영향을 주지는 않았다. 연준(Fed)은 메시지를 잘 관리하고 있다 - 경제 상태에 따라서 테이퍼링을 조정하는 옵션을 유지하면서 연준은 "일시적인" 인플레이션 내러티브를 고수하고 있다. 영국중앙은행(BoE, 영란은행)은 예상보다 높은 수준의 비둘기파적인 견지를 보이고 있으며, 실질적으로도 인플레이션 리스크와 관련하여 금리를 동결("소극적 방임"(benign neglect)의 태도)했다. 그 결과, 명목수익률은 하락했고 실질수익률은 사상 최저로 떨어졌다. **중앙은행은 일시적 인플레이션이라는 내러티브를 고수하고 있음에도 불구하고, 우리의 견해로는 최근의 CPI 수치는 이러한 중앙은행의 견지와는 상반되는 "지속적" 인플레이션의 내러티브를 뒷받침하고 있다.**

주식의 경우, 분기별 기업실적발표는 전반적으로 강세를 보였다. 또 다른 우려의 분야인 중국 헝다그룹의 파산 가능성이 또 다시 부각되고 있으며, 필요하다면 파산을 피해가 위한 중국 정부의 정책개입이 있을 것으로 예상된다. 미국의 경우, 바이든 대통령은 통화정책의 연속성을 확보하기 위해 제롬 파월 현 연준의장을 유임시키도록 재지명하면서도 라엘 브레이너드 이사를 민주당 진보층을 감안하여 연준 부의장에 지명했다. 하지만, 민주당이 「사회적 인프라 확충 법안」을 상원에서 통과시키려고 시도(12월 13일 이전에 상정될 예정임)할 것이기 때문에 일부 변동성이 재발할 가능성이 클 것이다. 이 법안의 통과 여부는 불확실한 것으로 보이며, 확충 법안 패키지의 최종 총 예산액 규모도 역시 불확실하다.

마지막으로, 새로운 코로나 재확산이 발생했다. 유럽과 미국이 겨울철로 접어듦에 따라서 확진자 수는 증가할 것이다. 하지만, 백신접종 프로그램의 진전 덕분에 우리는 이러한 코로나 재확산이 기존의 경제성장 전망을 뒤엎을 것으로 예상하지 않는다. 반면에, 최근에 고점을 찍었던 주식이 향후에도 현저한 상방 움직임이 될 것이라고 예상하는 것은 어렵다 - 크리스마스 선물이 미리 도착해 버린 것으로 보인다. 박스권에 갇힌 주식시장, 변동성이 높아진 채권 및 전종목에 걸친 유동성의 감소는 올해 말까지 진행될 가능성이 가장 높은 시나리오이다. **이러한 상황을 바탕으로, 우리는 기존의 주식에 대한 중립적 견지와 핵심국 채권에 대한 숏듀레이션 견해 및 크레딧과 주변국 채권에 대한 온건하게 긍정적인 견해를 고수한다.** 포트폴리오 구축의 측면에서, 실질 수익성 수치를 설정하는 것이 핵심사안이 될 것이다.

- 경기사이클 후반의 국면으로 접어드는 상황에서는 다른 선택의 여지가 없기 때문에 **전반적인 자산배분은 주식을 계속 선호할 것이다**. 경제가 2022년 2분기/3분기에 일단 재가속화되면 주식에 대한 견지는 중립에서 전술적 투자비중확대로 전환될 가능성이 클 것이다. 하지만, 정책실수의 리스크가 부상하게 될 가능성이 있기 때문에 헤지에 대한 필요성은 여전히 높게 유지될 것이다. 또한, 우리는 사이클 상에서 주식 익스포져가 고점으로 치솟았다는 사실도 인지하고 있으며, 특히 선진국 주식, 특히 미국 주식의 밸류에이션이 이제 극단적이라는 것으로 파악되고 있다. 자산배분에서 전략적 목표수치의 아래로 떨어지고 수익잠재력이 높아진 신흥국으로 경기회복이 확산됨에 따라, 우리는 투자자가 매력적인 밸류에이션을 추구하기 위해 신흥국 시장으로 자산의 재배분하기 시작할 것으로 예상한다. 주식에서는 전반적으로 거품의 영역이 지속되고 있다. 가격결정력을 기반으로 한 차별화가 시장에서 나타나지 않고 있기 때문에 우리는 어떠한 기업이 가격결정력이 부족한지를 (마치 알몸으로 수영하고 있든 것처럼) 파악하지 못한다. 따라서, 투자자는 우량주/가치주, 배당주 및 지속적인 가격결정력을 가지고 있는 것으로 나타내는 주식(가격결정력을 측정하는 것은 쉽지는 않음)을 선호해야 할 것이다.
- **높은 수익률 및 숏듀레이션의 크레딧**은 인플레이션을 헤쳐 나가는 최고의 수단일 수 있지만, 금융조건이 완화된 상태가 줄어듦에 따라 채무불이행률(부도율)이 바닥을 치기 시작할 것이기 때문에 선별이 핵심 사인이 될 것이다.
- **실물자산은 인플레이션 보호의 측면에서 도움이 줄 수 있기 때문에 실물자산이 선호될 것이다.** 이와 관련하여 다수의 기회가 존재한다. 사모채권의 경우, 이러한 시장에서 활용할 수 있는 변동금리/유동성 프리미엄(자금조달의 수요가 증가하는 시장에서 발생할 가능성이 있는 핵심국 수익률 상승에 더욱 탄력적임)이 수익 추구의 기회에서 도움이 될 수 있다. 또한, 에너지 전환과 연계된 기회와 더불어서 인프라 투자에서도 강력한 모멘텀이 생기고 있으며, 인프라 투자는 일반적으로 인플레이션 보호를 제공하는 자산종목이다. 사모주식(비상장주식)은 경기회복에 필요한 자금조달과 더 높은 잠재적 수익성 추구가 핵심이다. 부동산도 경기회복의 국면에서 선별적인 기회를 제공할 수 있다.
- **일부 환경·사회·거버넌스(ESG) 리스크가 현실화되고 있다.** 유엔기후변화협약 당사국총회(COP26)는 탄소배출 감축에 대한 긴급한 조치의 필요성을 부각시켰다. 중국-미국 사이에서 최후 순간 타결은 현재 추이에서 추가적인 가속화를 유발시킬 수 있으며, 이는 투자자들의 이에 대한 수요 증가로 이어질 수 있고, 종국적으로는 긍정적인 피드백 루프에서 시장가격 상승으로 이어질 수 있다.

우리는 투자자가 향후 3년 동안에 빈약한 실질수익성 전망에 당면할 것이라고 믿고 있다. 우리의 견해로는, 주식/ 전체 채권이 60/40 비율인 포트폴리오에서 연간 실질 수익률은 미국[1] 및 유럽[2] 모두에서 제로에 근접할 수 있다. **미래에 대한 투자 퍼즐은 어떻게 실질적 잠재수익성을 향상시킬 것인가이다. 시장에 남겨진 실질적인 가치가 풍부하지 않기 때문에 모든 자산 종목에서 이용할 수 있는 기회를 포착하는 것이 요구되며, 따라서 이는 투자자들은 광범위한 금융상품을 포트폴리오에서 유지해야 할 필요성이 부각된다.**

전반적인 리스크 분위기

리스크오프 — 리스크온

금융억압의 특징으로 규정지어지는 시장에서 비대칭적 리스크가 만연한 상황이며, 우리는 리스크 중립적 포지션을 유지하지만 활용 가능한 모든 기회에 주시한다.

이전 달 대비의 변화

- 신중한 범주 이내에서 듀레이션에 대한 전술적 조정.
- 위험자산에 플레이하는 파생상품 익스포져 증가 및 보호 강화.
- 전체적인 크레딧에 대해 경계적 포지션 증가.

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

[1] *60%의 S&P 500 및 40%의 미국 전체 채권. 3.2% 인플레이션으로 가정.*
[2] *60%의 MSCI EMU 및 40%의 유로 전체 채권. 2.1% 인플레이션으로 가정.*

CROSS ASSET RESEARCH 분석

2022년에 안정화될 중국의 경제성장률

Monica DEFEND,
Global Head of Research

Claire HUANG,
EM Macro Strategist

2021년에는 '공동부유'의 추구와 더불어서 사상 유래가 없는 규제조치의 강화가 있었다. 하지만, 이로 인해 향후에 나타날 정책 투명성과 조화는 중국의 구조적 전환에 도움을 줄 것이다

중국 경제는 4분기에 시작된 자체적인 정책 제약의 부여(즉, 규제 강화)로부터 계속 어려움을 겪고 있으며, 이는 경기회복의 약세로 나타나고 있다. 이러한 경기둔화의 주요 원인은 다음과 같다.

- 코로나19 무관용 정책:
- 공해/탄소의 배출이 높은 부문에 대한 에너지 사용 통제.
- 2020년 4분기 이후 주택시장에 대한 긴축적 정책.

하지만, 경제에서 광범위한 약세는 정책입안자들의 주의를 상기시켰다. **10월에 『중화인민공화국 국가발전개혁위원회』(NDRC)는 전력 부족 이슈에 대응하기 위해 석탄 생산을 증진시키기 위한 다양한 조치를 취했으며,** 일부 지방 정부들은 에너지 사용 통제를 해제하기 시작하고 정상적인 에너지 생산을 재개했다. 연말 연초에는 통제의 수준이 더 낮아질 가능성이 크고, 이는 산업적 측면에서 이와 관련된 압박을 완화시킬 것이다.

감염병 통제 및 예방과 관련해서는 무관용 정책을 변경할 여지는 베이징 동계올림픽(2월 4일-20일) 이전까지는 거의 없을 것으로 보인다. 하지만, 중국의 높은 백신접종률을 감안하면 2월 이후에는 국내 여행 정책에 대해서 일부 조정이 있을 것으로 예상된다. 주택정책에서 운영적 측면의 조정도 예정되어 있다.

즉, 지금까지의 정책적 세부조정이 부동산 개발업체들의 단기적인 유동성 압박을 완화시키는 데에 도움이 되었지만, 이것이 중기적인 주택시장 둔화라는 우리의 평가를 변경시키기에는 실질적으로 충분하지는 않다.

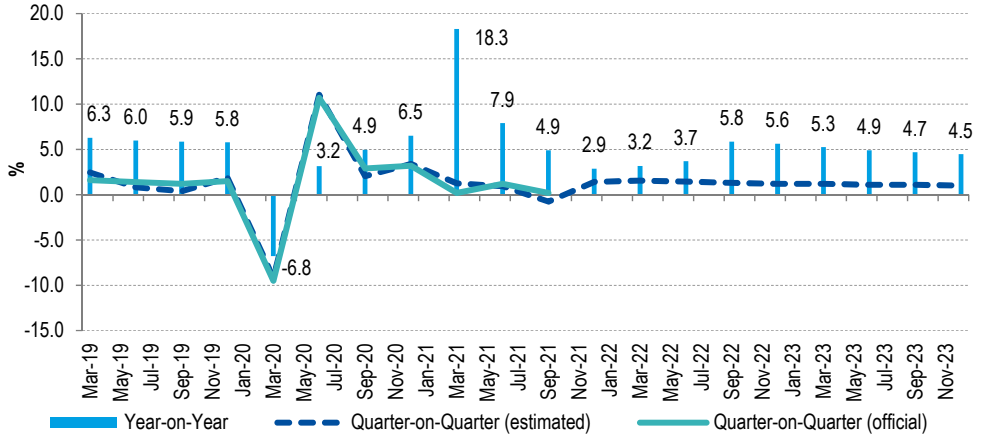
상기에서 언급한 제약요인들이 하나씩 사라짐에 따라, 우리는 향후에 전반적인 중국 경제가 그 엔진에 다시 서서히 시동을 걸 것이라고 예상한다. 하지만, 주택 부문의 디레버리징이 계속될 가능성이 매우 높으며, 중국인민은행(PBoC)은 부채/GDP 비율을 안정적으로 유지하는 목표를 설정한 상황에서 또 다른 광범위한 신용 부양책이 있을 것이라고 예상하는 것은 너무 안일한 태도일 것이다. **따라서, 우리는 정책 완화가 목표 수치를 유지하면서도 급작스러운 디레버리징의 종료 및 성장의 안정화에 충분한 수준의 긴축이 될 것으로 예상한다.** 우리는 경제성장률이 3분기의 급락에서 벗어나 4분기부터 순차적으로 반등하여 2022년에는 기존 추이보다 경미하게 낮게 유지될 것이라는 기존의 견해를 유지한다.

하지만, 강력한 부정적 기저효과로 인해, 중국의 전년동기대비 헤드라인 경제성장률은 4분기에 3% 바로 아래로 떨어지고, 2022년 전반기에는 3-4% 대를 기록한 후에 그 이후 5% 이상으로 반등할 것으로 보인다. 우리의 예측에서 나타나는 주요한 하방 리스크는 추가적인 정책부양 없는 상태에서 급격한 주택시장의 둔화이다.

투자자의 관점에서 살펴보면, 중국은 규제정책의 변화를 겪고 있고 '공동부유'를 지향하고 있기 때문에, 이러한 상황에서는 단기적으로 경계 상태의 유지가 요구된다. 베이징의 성장 둔화에 대한 감내도는 현격하게 증가되었지만, 우리는 정책 투명성과 조화의 향상이 이러한 경제적 전환에 도움을 줄 것으로 예상한다. **우리는 장기적으로는 이러한 조치들이 시스템리스크를 줄일 것이라고 믿고 있으며, 이는 우리가 선별적 렌즈를 통해 기회를 모색할 수 있게 만들 것이다.**

결론적으로, 아시아 지역 무역에서 중국의 역할 확대와 위안화의 국제적 적합성을 증가시키려는 중국 정부의 열망이 뒷받침되어 CNH을 포함한 중국 자산은 실질 수익의 상승을 추구하는 글로벌 포트폴리오에 대해 강력한 투자분산의 이점을 제공한다.

중국 GDP 성장률 (%)



Source: NBS, CEIC, Amundi Research, as of 16 November

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

멀티애셋

하방 리스크는 제한하면서 상방 잠재력을 모색할 것

Matteo GERMANO,
Head of Multi-Asset

위험자산에 대해서는 중립적이고 전반적으로 분산된 투자 포지션을 유지하는 반면에, 주식에는 옵션을 통해 온건하고 단기적인 호전에서 혜택을 받을 수 있는 선별적인 기회가 존재한다

스태그플레이션 리스크가 지속되고 있는 가운데 글로벌 경제성장 전망은 경미하게 약세로 돌아섰지만, 시장은 이러한 상황을 당분간 무시하고 견조한 기업이익과 모멘텀에 보다 중점을 두고 있는 것으로 보인다. 우리는 이러한 기업이익이 강세라는 사실은 인정하지만, 투자자는 향후 마진 압박에 대한 우려의 관점에서 경계를 유지해야 한다고 믿고 있다. 따라서, 표면적으로는 싸고 매력적이지만 장기적으로는 지속 가능한 수익성을 제공하지 않을 수도 있기 때문에 채권 및 주식에서 액티브한 관리가 필요한 범주는 넓어지게 된다. **우리는 투자자가 리스크 중립적 포지션을 유지하고, 매력적인 진입 포인트를 찾으면서 모든 전술적 업사이드에 관여되는 옵션을 모색해야 한다고 권고한다.** 추가적으로, 타이트한 밸류에이션으로 인해 주식과 크레딧 익스포져를 보호하는 헤지가 고려되어야 할 것이다.

투자확신감이 높은 아이디어

우리는 선진국과 신흥국 주식에 대해서 기존의 전반적인 중립적 견지를 유지하고 있지만, 기업 마진에 대한 공급 병목현상의 영향이 잦아들었음을 가리키는 예상보다 더 강력한 (특히 미국에서) 분기별 기업실적을 보일는 지에 대해서 모니터링하고 있다. 미국의 경우, 우리는 주식을 전술적으로 매력적일 수 있다고 생각되는 수준으로 경미하게 상향 수정했다. 하지만, 우리는 미국 주식 종목에 대해서 액티브한 포지션을 유지하며, 기업의 가격결정력 약화의 징후 발현 여부에 주목하고 있다. 전반적으로 중립적인 접근법을 바탕으로 투자자는 미국 주식에서 추가적 온건한 업사이드 잠재력에 플레이하기 위해서 파생금융상품을 포함한 광범위한 종목을 살펴보아야 하지만, 밸런스와 분산을 잘 유지해야 할 것이다. 신흥국의 경우, 우리는 중립적 견지를 유지하며, 중국에서 약세가 조만간 발생할 지의 여부에 주시하고 있다. **채권의 경우, 우리는 민첩한 포지션을 유지하고 전술적이고 장기적인 관점에서 글로벌 수익률곡선 전반에 걸쳐서 기회를 모색하고 있다.** 미국 재무성증권(UST)의 수익률이 우리의 목표가격 수준에 접근했기 때문에, 우리는 이제 10년물 미국 재무성증권에 전술적으로 중립적이다. 하지만, 이러한 지금의 포지션이 우리의 듀레이션에 대한 신중한 견해에 어떠한 구조적 변화가 있음을 나타내지는 않는다. 실제로, 우리는 재무성증권 곡선에서 다른 단기만기 세그먼트에서는 수익률 상승의 잠재력이 있다고 계속 보고 있다. 두 번째로, 영국중앙은행(BoE)이 금리를 인상하지 않기로 결정한 이후에 영국 2년물 수익률도 우리의 목표가격을 도달했다.

주변부 채권인 이탈리아 국채(즉, 독일국채에 대비한 30년물 이탈리아 국채)의 경우, 우리는 건설적 포지션을 유지한다. 왜냐하면 이탈리아의 2분기 및 3분기 GDP 성장률이 서프라이즈 상승을 나타내어서 국가 신용평가의 상향 조정으로 이어졌기 때문이다. 아시아의 경우, 단기적으로 안정적인 환율에 대한 기대감, 투자분산에서 비롯되는 혜택, 중국의 경제성장률 약세라는 관점에서 우리는 중국 국채에 계속 긍정적인 포지션을 취한다. 하지만, 우리는 신흥국 채권(본드)에 대해서는 중립적 포지션을 유지한다.

핵심 수익률에 대해 탄력성을 유지하고 있고, 펀더멘탈과 기술적 요인이 개선되고 있으며, 중앙은행이 단기 금리를 고착시키는 방식을 지원을 유지하고 있기 때문에 **크레딧은 수익성 잠재력을 제공하며** EUR IG 와 HY에서 더욱 그러하다. 유럽의 경우, HY 및 후순위채권과 같은 하이베타 세그먼트가 채무불이행율(부도율)이 하향 추이인 현 상황에서 모색할 수 있는 매력적인 분야이다.

시장의 다수 영역에서 밸류에이션이 최대치인 현 시기에 FX는 상대적 가치 기회를 제공한다. 일반적으로, 연말이 다가옴에 따라 연준의 온건한 정책 정상화는 USD를 경미하기 떠받히는 효과를 나타날 것이다. 우리는 CHF 대비 GBP가 우선시되는 FX 캐리 바스켓을 선호한다. 하지만, 지정학적 이슈와 소비자 구매력에 대한 인플레이션 효과로 인해서 우리는 USD와 EUR에 대비하여 GBP에 신중한 포지션을 유지한다. 신흥국의 경우, 러시아 루블화의 매력적인 밸류에이션과 러시아 중앙은행의 매파적인 견지로 인해서 우리는 RUB/EUR에 건설적인 포지션이다. 아시아의 경우, 중국이 역내 교역을 견인하는 동인이며, 중국 정부의 중국을 글로벌 초강대국으로 끌어올리려는 목표는 역시도 CNH를 떠받히고 있기 때문에 우리는 CNH/EUR에 대한 기존의 긍정적인 견해가 유지한다. 하지만, 우리는 이제 한국으로의 외국자본 유입의 약세가 단기적으로 원화에 영향을 줄 수 있다고 믿는다.

리스크 및 헤징

계속적인 성장에도 불구하고, 인플레이션 체제는 그 잠재적 영향이라는 측면에서 시장에 높은 리스크가 되고 있다. 우리는 투자자가 HY 크레딧 익스포져를 보호하기 위해서 비용 효과적인 헤지를 사용해야 하며, 선진국 주식 보유에 대한 보호를 유지해야 한다고 생각한다.

Amundi Cross Asset 투자확신

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

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

EM = 신흥국 시장, FX = 외환, IG = 투자등급, HY = 하이일드, CB = 중앙은행, BTP = 이탈리아 국채, EMBI = 신흥국 채권지수.

채권

실질금리의 방향성에 포커스

Amaury D'ORSAY,
Head of Fixed Income

Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets

Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

중앙은행들은 인플레이션에 소극적 방임의 접근법을 채택하면서 이에 대한 대응을 늦추고 상태(뒷북을 치는 자세)를 유지하고 있다. 투자자는 액티브하게 유지하고 자산 밸류에이션에 영향을 줄 실질금리의 방향성을 모니터링 해야 할 것이다.

경제성장률은 강력하게 유지되고 있지만, 향후 전망은 약세 환경(성장 분산)을 가리키고 있다. 반면에, 인플레이션은 공급-수요의 불일치, 원자재 가격 및 노동시장에서 비롯된 압박에 의해 견인되어 상승세를 유지하고 있다. 급상승하고 있는 인플레이션이 관련 조치의 시행을 자제하는 중앙은행의 인내심을 테스트하고 있다 - 예상대로 연준(Fed)은 테이퍼링 계획을 발표했지만 영국중앙은행(BoE)는 금리를 동결했다. (중앙은행 무동조화, CB asynchrony) 연준이 공급 병목현상에서 비롯된 '일시적' 인플레이션 압박이 2022년 하반기까지 지속될 수 있다고 밝혔음에도 불구하고 시장은 중앙은행의 인플레이션에 대한 인내심의 정도를 파악하기 위해 테스트하고 있다고 생각된다. 실질 수익률이 지속 불가능하게 낮은 수준으로 계속 유지되고 있음에 따라 **우리는 국채에 신중한 포지션을 유지하고, 대신에 매우 선별적이고 액티브한 접근방식으로 통해 주변국, 선진국 크레딧, 신흥국 본드에서 수익을 추구한다**

글로벌 및 유럽 채권(fixed income)

듀레이션의 경우, 우리는 미국 및 유럽 핵심국(현재는 이전보다는 그 듀레이션이 낮추어짐)과 유럽 주변핵심국에 방어적이지만 유연한 포지션이다. 또한, 우리는 영국과 캐나다에 대해 신중한 포지션을 유지한다. 하지만, 주변국 채권인 이탈리아 국채(강력한 경제성장률), 중국국채(투자분산), 호주국채에 대해서는 기존의 건설적인 견지가 유지된다.

크레딧의 경우, 등급평가 및 3분기 기업실적에 대한 긍정적인 전망은 공급 병목현상에 따른 광범위한 경고가 발생하지는 않은 것으로 나타났다. 하지만, 핵심 수익률의 변동성, 재무비율 변화의 분산률, 연말 유동성 이슈에서 잠재적으로 취약성이 나타날 수도 있다.

우리는 크레딧 선별에 더 높은 강조를 두면서 높은 스프레드의 단기만기 채권(낮은 듀레이션 리스크)을 모색한다. 또한, 우리는 HY와 A 등급과 비교하여 BBB 등급의 채권에서 디레버리징의 가속화가 나타나고 있으며, 우리는 계속해서 라이징스타(rising star) 테마를 모색한다. 이러한 모든 것을 모색하는 동안에도, 우리는 ESG 역동성을 면밀하게 모니터링하고 있으며, 이러한 ESG 요인을 전반적인 선별 프로세서에 통합한다.

미국 채권(fixed income)

최근의 데이터와 인플레이션 테마에 대한 정치적 반향의 증가에도 불구하고 시장은 연준의 일시적 인플레이션 내러티브를 수용하고 있는 것으로 보인다. 또한, 우리는 재정부양책의 강도가 낮춰질 것이지만, 시장에서 예상하는 수준만큼 크지는 않을 것이라고 믿고 있다. 따라서, 우리는 (재무성증권에 비교한) 브레이크이븐에 긍정적인 포지션을 유지하지만, 밸류에이션 우려로 인해 일부 세부조정을 권고한다. 미국 재무성증권(UST)의 경우, 정부 지출/부채의 상승과 계속되는 경제의 성장으로 인해서 우리는 방어적인 포지션이지만, 우리는 기존의 견지를 전술적으로 관리하고 있다. 크레딧의 경우, 선별적인 렌즈의 강화를 통해 우리는 IG와 HY에 온건하게 건설적인 포지션을 유지한다. 수익률 향상을 위한 또 다른 수익원은 견조한 소비자 저축을 바탕으로 한 소비자 크레딧, 주택저당증권, 증권화된 크레딧 시장이지만, 우리는 매우 경계적인 포지션을 취한다. 또한, 우리는 증권화된 크레딧(주택저당증권, 자산유동화증권)에서 선별적인 기회를 추구한다.

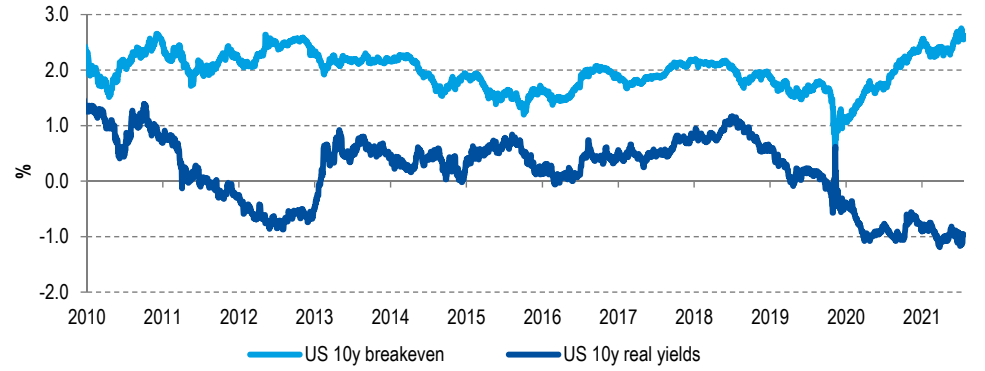
신흥국 채권

신흥국 채권은 수익률이 특히 낮은 시기에 관심 분야이며, 연준의 신중한 정책 정상화에 대한 기대감을 감안하면 더욱 그러하다. 우리는 경화표시 신흥국 채권에 긍정적이고 IG에 대비하여 HY에 대해서 바이어스를 유지하지만, 현지화표시 채권에 대해서는 신중한 포지션이다. 흥미로운 사실은, 인플레이션 상승 서프라이즈가 신흥국 중앙은행들이 긴축적 통화정책을 전격적으로 시작하도록 계속 견인하고 있으며, 특히 동유럽·중동·아프리카(EEMEA)와 남미에서 그러하다. 우리는 원자재 주도 국가(러시아) 및 원자재 관련 부문에 포커스를 두는 반면에, 브라질과 터키에 대해서는 경계적인 포지션으로 변경하였다.

FX

중앙은행들의 금리 인상 연기는 FX에 영향을 줄 수 있으며, 우리는 이와 관련된 사안의 전개를 긴밀하게 모니터링하고 있다. 우리는 오랫동안 가져온 USD에 대한 기존의 견지를 유지하며, 영국중앙은행의 금리 동결에 대한 최근 결정을 감안하여 우리는 GBP에 대한 중립적 견지를 유지한다. 신흥국 FX의 경우, RUB, IDR, COP은 캐리가 높고 원자재 수출국이기 때문에 우리는 이 통화들에 대해 긍정적인 견지를 취한다.

중요한 변수는 실질 수익률이며, 이는 낮게 유지되고 있다



Source: Amundi, Bloomberg, as of 16 November 2021

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

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

주식

긍정적인 분기별 기업실적발표, 일부 우려스러운 측면도 부각

Kasper ELMGREEN,
Head of Equities

Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets

Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

주식은 여전히 리스크 감안 수익성에서 매력적이지만, 인플레이션이 기업들에게 주요한 현안이 됨에 따라 더욱 미묘한 상황이 되었으며, 이에 따라 선별의 중요성이 강조된다

종합적 평가

강력한 기업실적과 고무적인 포워드 가이던스 및 경제 재개의 진전 등으로 견인되어 멀티플이 확장됨에 따라 주식시장은 최근 수주 동안에 활기를 띠고 있다. 하지만, 인플레이션 압박, 상대적/절대적 밸류에이션, 실질금리라는 세 가지의 요인들이 두드러지게 부각되고 있다. 마지막 요인(즉, 실질금리 상승 시작)은 높은 주식 멀티플에 도전하는 요인이 될 것이며, 가격결정권을 가진 기업과 그렇지 않은 기업 사이의 구별이 커질 수 있다. 이는 시장에서 높은 밸류에이션 분산율과 결합되어 비용 상승을 소비자에게 전가시킬 수 있는 능력을 가진 기업을 파악하는 우리의 절제된 바틈업 프로세스의 중요성을 부각시킨다. **따라서, 우량주와 가치주를 선호하는 로테이션에 선별적으로 플레이하는 기회의 시간이다.**

유럽 주식

경제가 재개되는 전반적인 추세에서, 우리는 가치주, 우량주, 경기민감주 공간에 있는 종목들을 선별적인 노력을 통해 모색한다. 우리는 그 건설적 포지션은 약간 떨어지지만 금융주, 산업주에서도 이러한 종목들을 발견한다. 이번 분기에 발표된 금융주와 경기민감주의 견조한 기업실적은 우리의 이러한 견지를 추가적으로 확인시켜 주고 있다. 이러한 바벨형 접근법의 반대 끝에는 우리는 경기방어적 부분의 종목(의료건강)을 선호한다. **하지만, 비용 상승의 시기에는 가격결정력이 핵심적 사안**이며, 기업의 브랜드 포트폴리오, 지식재산권 등의 평가를 통해서 이러한 가격결정력의 여부/강도를 판단해야 할 것이다. 반대로, 우리는 초고속성장주인 테크 종목과 경기소비재 부문에 대해서는 회의적인 포지션이다. 유럽연합 그린딜과 같은 정책조치로 견인된 모멘텀을 받아서 ESG는 포커스를 받는 상태를 유지하고 있다. 전반적으로, 우리는 그린 전환에 참여하게 하면서도 수익성의 저하 없이도 불평등성을 낮추는 기회를 제공할 수 있는 E(환경적)과 S(사회적) 측면을 살펴보고 있다.

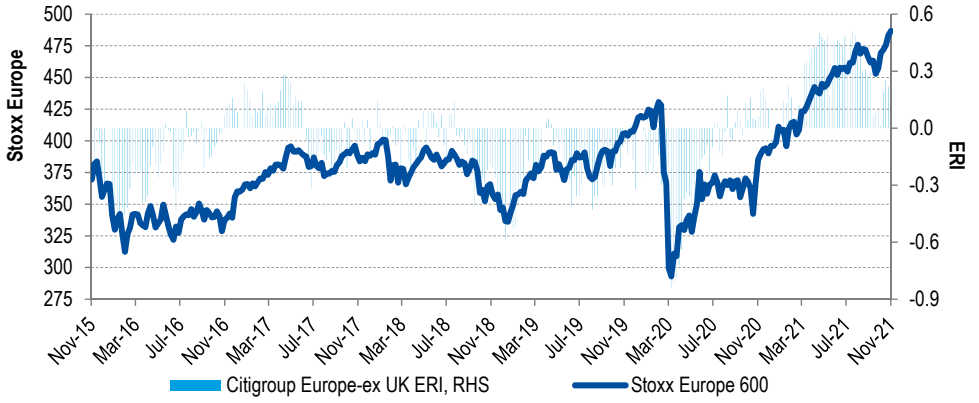
미국 주식

S&P500 기업들이 공급망 혼란과 인플레이션 상승을 당분간은 성공적으로 극복하고 있음을 보여주는 긍정적인 실적 발표시즌으로 견인되어 미국 주식시장이 새로운 고점을 찍는 등 시장 분위기는 강세를 유지하고 있다. 이제 우리는 노동시장 및 임금과 관련된 사안들이 명확해지기를 기다리면서 기업들이 시장 점유율을 보존하기 위해서 일부 마진을 포기할 것인지의 여부에 주목하고 있다. **이는 기업의 가격결정력이 지속될 수 있는 지의 여부에 대한 우리의 의사 결정에서 핵심적인 정보로 유지된다.** 우리는 경기방어주에 대비하여 초우량 경기민감가치주 종목에 건설적인 포지션이지만, 기업 사이에서 공급과 노동의 측면에서 운영 비용의 이슈를 해결하는 능력의 차별화가 나타남에 따라 주식 선별이 수익성을 견인할 것이라고 믿고 있다. 하지만, 우리는 채권 같은 주식(bond proxy, 롱듀레이션) 부문, 모멘텀주/성장주(대형 테크주를 포함한 기술주)와 부실한 기술주 종목에 대해서는 신중한 포지션이다. 부문별 수준에, 우리는 산업 부문에 대비하여 금융 및 에너지 부분을 계속 선호하며, 특히 그린 에너지를 촉진하고 탄소 배출량을 감축시키는 방향으로 의사를 결정한 기업들에 치우쳐 질 수 있다. 소비자 부문은 시장이 전체 가치를 반영하고 있는 것으로 보이고 노동 및 공급망 이슈에 노출되어 있다.

신흥국 주식

2022년에는 신흥국-선진국 경제성장률 프리미엄이 넓혀질 것으로 예측되는 되고, 이는 상대적으로 저렴한 밸류에이션은 신흥국 주식을 떠받힐 것이지만, 시장 방향성에 대한 낮은 가시성으로 인해 우리는 연말까지 방어적인 포지셔닝을 제안한다. 단기적인 중국 전망은 현재의 경기둔화에 대한 불확실성에 영향을 받겠지만, 장기적인 스토리는 기존의 전망에서 변함이 없을 것이다. 다른 신흥국 주식의 경우, 우리는 러시아(원자재, 에너지 수출국), 헝가리, 인도에 낙관적이다. 부문별 수준에서, 우리는 소재, 경기소비재, 통신서비스 부문에 대비하여 에너지 부문을 선호하며, 성장주에 대비하여 가치주/경기민감주에 대한 선호를 유지한다.

기업이익은 강세를 나타내고 있지만, 가격결정력을 관련된 선별이 핵심적 사안이다



Source: Amundi, Bloomberg, weekly data as of 18 November 2021.
Earnings Revision Index on RHS.

글로벌 테마 견해

폴리시믹스는 "더 나은 미국으로 재건"할 것인가?

지난 11월 19일에 미국 하원의회(HoR)는「더 나은 미국 재건법」(Build Back Better Act, 약자 "BBB")을 통과시켰다. 해당 법안은 이제 상원에서 검토될 것이다. 이는 바이든 행정부에게는 커다란 진전이며, 특히 바이든 대통령이 인프라 계획을 입법하도록 결제한 직후에 해당 법안에 대한 의회의 표결 결과가 나왔기 때문에 더욱 그러하다.

Didier BOROWSKI,
Head of Global Views

하원의회가 통과시킨「더 나은 미국 재건법」은 향후 수주 동안에 상원의회에서 검토될 것이다. 이와 관련하여 여러 의문들이 부상하고 있다. 현재의 환경에서 왜 이러한 부양조치를 이행하는가? 이러한 새 프로그램에서 어떠한 조치들을 상정하고 있으며, 올해말까지「더 나은 미국 재건법」이 통과될 가능성은 어떻게 되는가? 상원의회에서 교착상태로 빠질 리스크는 있는가? 미국 재정정책은 장기적으로 재정적자와 공공부채를 증가시킬 것인가? 이는 인플레이션 압박을 증가시킬 것 인가? 만약 그렇게 된다면, 이는 연준에게 게임체인저가 될까? 우리는 여기에서는 이와 관련된 일부 답변을 제공하고자 한다.

대규모 재정계획이 필요한 이유는?

미국의 경제적 상황은 정상화되고 있다. 올해말까지, 미국 경제는 실질적으로 완전 고용인 상태로 되돌아올 것이다. 인플레이션은 지난 30년 동안에서 최고 수준이다. 일반적으로는, 이러한 상황은 확장적인 폴리시믹스(정책조합)을 계속하는 것에 부합되지 않을 것이다.

하지만,「더 나은 미국 재건법」계획은 경제의 단기적인 안정화를 목표로 하는 법은 아니다. 이 법의 일차적 목표는 사회적 지출의 패키지를 제공하고 저소득/중간소득 가계에 세금감면을 주는 것이다. 법의 목적은 민주당의 선거공약에 부합하도록 경제성장을 중장기적으로 더욱 포용적으로 만드는 것이다.

따라서, 여기에는 바이든 행정부의 세 가지의 의도가 존재한다 - (중기적으로 잠재성장률을 높이는) 경제적, (포용성을 높이고 불평등성은 낮추는 성장모델을 갖추는) 사회구조적, 및 (중간선거에서 상원의회 과반을 유지시키려는) 정치적 의도가 내포되어 있다.

궁극적으로, 그 목적이 경제성장을 중장기적으로 포용적으로 만드는 것이다

상원의회는 "더 나은 미국 재건" 계획을 부결시킬까?

민주당 온건파 의원들은 이미 경기과열의 징후를 일부 보이고 있는 경제에 확장적인 재정정책을 시행하는 것에 대해 공개적으로 우려를 표시하고 있다. 미국 경제는 완전 고용의 상태가 아님에도 불구하고 임금은 이미 현저한 상승세를 보여서 (보상 요소에서) 고용비용 지수는 연간기준 환산 6% 상승(전년동기대비 4.2%) 상승했다.

이러한 맥락에서, 민주당 온건파 상원의원들은 하원에서 올라온 법 조항의 일부를 후퇴시키거나 심지어는 폐기를 추구할 것이다. 세 가지의 지출 항목이 여기에 해당된다 - 이주민 관련 지출, 유급 휴가, 주세·지방세(SALT) 공제에 대한 조정(아래 상자 참조)

- 이주민 관련 지출의 1,200억 달러 증가는 삭감될 가능성이 크다.
- 유급 휴가(2,000억 달러로 확대)는 민주당 모든 의원의 승인을 받기 위해서 철회될 수도 있다.
- 주세·지방세(SALT) 공제한도가 낮춰지거나 및/또는 소득·자산 기반으로 되어야 할 가능성도 크다.

이론적으로는 관련된 조정 절차에서 법안은 단순히 과반 득표로 통과될 수 있다. 하지만, 상원의회의 경우에는 이러한 절차에서 야당에게 더 많은 권한을 부여하고 있으며, 이를 통해 법안 통과를 지연시키고 민주당내의 불화를 유발시킬 수 있는 수단이 존재한다. 그리고, 각 예산 조항은 특정한 예산 규칙에 부합되어야 한다. (그렇지 않은 경우에는 해당 조항은 철회되며, 이는 "버드 규칙"(Byrd Rule[1])라고 불림) 추가적으로, 공화당 의원들은 예산 법안에 대한 수정안을 무한정 제출하고 이러한 대결하고 있는 사안들에 대해서 표결을 강제하는 필리버스터를 할 수도 있다(즉, 보트-어-라마(vote-a-rama[2])라고 불림).

조 바이든 대통령은 이 법안이 크리스마스 이전까지 통과되기를 바라지만, 1월말까지 조정 절차가 지연되어 통과될 가능성이 낮아질 현저한 리스크가 존재한다.

하지만, 공화당은 자신의 원하는 대로 지연시키지는 못할 것으로 보인다. 그리고, 민주당은 단합된 모습을 보여주기를 원할 것이다. 여론조사에서 민주당의 지지율 하락으로 인해 2022년 11월 중간선거에서 민주당의 힘겨운 싸움이 예상된다. 현재의 선거결과 예측에 따르면, 민주당은 하원에서 과반을 상실할 가능성이 매우 크다. 민주당에서 상원의회에서 과반을 유지하려면, 민주당은 공화당에 현재의 의석 수에서 한 석도 내주지 않아야 한다.

해당 법안이 현재 상원의회에 상정된 상태에서, 이번이 바이든 행정부에서 통과시킬 수 있는 마지막 예산안이 될 가능성이 크다. 선거운동은 1월부터 시작될 것이기 때문에 이 법안이 통과되는 시기가 핵심적인 사안이다. 오미크론 변종이 내년 전체 수요의 추가적인 둔화 위협을 됨(경기과열의 리스크가 낮아짐)에 따라, 감염병의 새로운 대유행의 리스크는 민주당의 입장을 강화하는 데에 도움이 될 것이다.

조 바이든 미국 대통령은 크리스마스 이전까지 이 법안이 통과되기를 바라지만, 그 통과 여부는 확실하지는 않다

재정적자와 경제성장에는 어떠한 영향을 줄 것인가?

원안에는 수많은 조치들이 상정되어 있다. 따라서, 그 영향을 정확하게 추정하는 것은 어렵다. 의회예산처(COB)에 따르면, 해당 입법에 필요한 예산은 대략적으로 균형이 이루어져서 조달된다. 하지만, 지출은 해당 연도들(2022-25년) 초기에, 세금은 후반 연도들에 집중되어 있기 때문에, 연방

[1] *입법 조정의 절차에서 외부적 조항(예산결의 정책의 시행과 무관한 조항)을 포함시키는 데에 반대하는 상원 의원은 해당 조항을 제외시키는 개정안을 제안할 수도 있다.*

[2] *이러한 절차에서는 상원의원들이 무제한적 회수 예산관련 조치에 대한 개정안을 제시할 수 있게 하며, 이렇게 제안된 개정안은 토론에 부여된 할당된 시간 이후에는 순차적으로 표결을 통해 처리된다.*

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

글로벌 테마 견해

이 법의 경제적 영향은 궁극적으로는 공공 수요보다는 민간 수요에 의해서 좌우될 것이다

재정적자는 향후 4년 동안에 증가할 것이다.

상원의회에서 관련된 조치들의 예산이 삭감되거나 심지어는 폐기될 수도 있기 때문에, 연방 재정적자에 미치는 영향은 상당히 적을 것이다. (특히, 2020년 코로나 위기의 영향과 비교하면 훨씬 적을 것임) 하지만, (자녀세액공제와 같은) 일부 일몰 조항이 연장되는 경우, 이후의 연방 재적적자에 압박을 줄 수 있다. 이러한 하원의회 계획이 미치는 경제성장에 대한 영향도 매우 온건할 것이라고 추산되고 있다.

통화정책: 리스크관리 접근방식으로 회귀?

4분기의 미국 경제성장률은 가속화되었으며, 인플레이션은 지난 30년 동안에 최고점을 찍었다. 내년의 경제성장률은 둔화될 것으로 보이지만, 우리는 이러한 경제성장률이 2022년말에는 잠재성장률을 상회하여 유지될 것으로 믿고 있다. 인플레이션의 상승도 둔화될 것이지만, 연준의 목표물가를 상회하여 유지될 것이다.

정상적인 상황에서는 확장적 재정 견지는 완화적 통화정책에서 낮춰진 견지가 동반될 것이다. 하지만, 연준은 자체적인 전략적 검토 이후에 이에 대한 자신의 전략적 역할의 **실질적인** 변화를 도모할 것이다. 반면에, 「더 나은 미국 재건법」이, 상원의회에서 통과되는 경우에, 통화적인 지원을 낮추도록 폴리시믹스의 균형(즉, 테이퍼링을 가속화시킴)을 조정할 시기라는 진영의 입장을 강화시킬 것이다. 하지만, 새로운 오미크론 (2022년에 0.5 퍼센티지 포인트 이하가 될 것이며, 이는 우리의 현재 예측에서 반영되어 있음) 즉, 「더 나은 미국 재건법」은 기대성장률을 높여서 이를 고착시키고 노동시장에서 지속 가능한 경기회복에 도움을 줄 것으로 보이며, 이에 따라 가계가 코로나 위기 동안에 축척했던 잉여적인 저축을 지출하도록 촉진시킬 것이다. 경제적 영향은 궁극적으로는 공공 수요보다는 민간 수요에 의해서 좌우될 것이다.

변이에서 비롯된 위협이 내년의 경제성장에 압박을 줄 가능성이 크다.

과거에도 이와 유사한 불확실성의 시기는 일반적으로 연준이 리스크관리 접근방식(즉, 인플레이션에 대처하기 보다는 경제성장을 선호하는 접근방식)이라는 옵션을 취하는 것으로 이어졌다. 궁극적으로는, 우리는 「더 나은 미국 재건법」 계획이 상원의회를 통과하더라도, 연준이 예상보다는 훨씬 신중한 포지션을 유지할 것이라고 믿고 있다. 연준은 자산매입을 축소/종료할 수도 있지만, 기준금리를 인상하지는 않을 것이다. 요약하자면, 실질금리는 재정적인 측면에서 플러스 대로 바로 회복도지는 않을 것으로 보인다.

2021-11-30 작성 완료

「더 나은 미국 재건법」 및 관련 인프라에 대한 요약

1. 「인프라 투자 및 일자리 법」

「인프라 투자 및 일자리 법」의 투자 계획은 11월 5일에 하원을 통과했고, 여기에는 13명의 공화당 의원 찬성표도 포함되어 있었지만, 「더 나은 미국 재건법」을 조건부로 투표하겠다고 언급했던 6명의 진보파 민주당 의원은 반대표를 던졌다. 「인프라 투자 및 일자리 법」은 상원에서 8월 10일에 초당적인 지원을 바탕(69-30)으로 이미 통과되었다. 그 이후에, 대통령이 이에 서명하여 법률로 제정되었다.

- **1조 달러 이상의 지출,** 2022-2031년 10년 동안에 교통 및 기타 주요 인프라에 투자, 거의 6,000억 달러의 추가적인 자금 지원이 포함됨.
- **선별적으로 강력한 투자지출 증가:** 도로 및 교량, 전력 시스템, 철도, 인터넷 통신망, 상수도 네트워크 및 공공 교통 (이중에, 교통 인프라에는 2,740억 달러, 공공 유틸리티에는 2,390억 달러 투자).
- **목적:** 기업의 비용 절감, 경쟁력과 생산성 향상, 탄소 배출량 감축.
- **이 계획에 찬성하는 주된 근거 중의 하나는 지금이 바로 적합한 시기라는 점이다** - 공공 인프라에 대한 기대수익성이 자금조달 비용(30년물 재무성증권 수익률이 2% 미만임)보다 훨씬 높다.
- **사후적인 비용은 온건하다.** 10년 간의 경제성장률에서 기대되는 승수효과를 감안하면 향후 10년 예산의 측면에서는 재정적자 및 연방부채에 실질적인 영향이 없다.

2. 하원에서 통과된 원안의 「더 나은 미국 재건법」(BBB)

이 계획(상원의 추인이 여전히 필요함)의 내용:

약 2.1조 달러의 지출 계획:

- 사회적 프로그램(육아, 교육, 의료건강)에 대한 신규 지출 및 세액공제 2.1조 달러, 하위 세부내역:
  - 사회적 프로그램 (1.1조 달러).
  - 기후 및 주택 (7천억 달러).
  - 기타 지출 (3천억 달러).
- 기후 및 주택 투자에 지출 증액.

이러한 지출에 대한 자금을 조달하기 위해, 약 2조 달러의 세입 생성을 위한 조치들:

- 법인세 (8,200억 달러).
  - 법인세율은 21%에서 안정적으로 유지.
  - 대체되는 새로운 최소세금 2023년에 시행 (3,200억 달러).
  - 자사주 매입에 대한 1% 과세 (1,200억 달러).
  - 다국적 기업에 대한 세금 인상 (2,8000억 달러).
- 고소득 가구에 대한 과세 (6,400억 달러).
  - 고소득자(연간 4십만 달러 초과) 대상: 세입 4,000억 달러.
  - 초고소득자(연간 5백만 달러 초과) 대상: 2,300억 달러.
  - 하지만, 현재 채택된 계획에서는 현재의 주세·지방세(SALT) 공제한도를 1만 달러에서 8만달러로 인상되었다. 이는 2022-2025년부터 고소득자에게 현저한 세금인하의 결과로 이어질 것이다.
  - 의약품 가격 개혁을 통한 절감액 (3,000억 달러)
  - 세법 집행 개선 (2,000억 달러, 의회예산처(COB) 추산치). 백악관은 더욱 낙관적으로 전망하고 있으며, 이 세입의 증가가 4,000억 달러가 될 것으로 희망하고 있음.

중심 시나리오 및 대안 시나리오 (12~18개월 기간)

월별 현황

우리는 2022년 전망에 부합하도록 시자리오의 내러티브와 확률을 변경한다. 중심 시나리오에서는 코로나가 관리는 가능하지만 수차례의 대유행을 일으키는 풍토병이 되고, 재정지원책이 현저한 수준을 유지하고 통화정책과 연계되며, 2023년에 경제성장률이 잠재성장률로 수렴할 것이라고 가정하고 있다.

다운사이드 시나리오 15%

스태그플레이션으로 향하는 경기하락 재개

분석

- 여러 리스크가 **경기하향세**를 촉발시키고, 이러한 경기하향세의 깊이는 그 충격의 특성과 강도에 따라 달라질 것임.
- 글로벌 수요의 하락과 노동시장의 악화됨에 따라 **가격 상승의 압박**이 줄어듦.
- **통화적 및 재정적 완화조치가 재개되고 있으며**, 이는 금융억압이 추가적으로 강화될 가능성.
- 인플레이션이 이후에 재부상하여**중앙은행은 자신의 가이던스에서 이탈**하고 신뢰성을 상실함.
- **잠재적인 유발요인**에는 중국의 경착륙, 코로나19 재확산, 금융적 충격, 기대인플레이션의 디앵커링, 기후변화 관련 자연재해, 정책실수 등이 포함됨.

시장 함의

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

중심 시나리오 70%

험난한 노정, 지역별 분화

분석

- **코로나19**는 간헐적인 대유행을 동반하는 풍토병이 됨
- **경제성장률**은 2021-22년에는 캐치업이 이루어지고, 2022-23년에 기존 추이로 수렴할 것임. 중국의 경기둔화와 인플레이션 가속화로 인해 2022년 전반기에 소프트패치
- 공급 측면의 병목현상과 임금 상승 압박으로 인한, 지속적인 **인플레이션** 압박.
- **통화정책의 무동조화**: 연준은 테이퍼링을 실시하고, 영국중앙은행은 금리를 인상할 수 있으며, 유럽중앙은행은 자산매입의 세부내역 재조정을 하고, 중국인민은행은 완화적 바이어스를 가짐. 금리가 더 장기간 동안 낮게 유지됨.
- **재정정책**: 일부 재정부양책의 종료되지만, 에너지 전환에 대해서 지원이 필요함.
- **기후변화**가 원자재 사이클을 혼란시키고 스태그플레이션 추이에 가중시키는 방식으로 경제성장과 인플레이션에 침투함.

시장 함의

- 높은 밸류에이션과 성장률 감속으로 인한 리스크 조정 예상수익률의 하락
- 미국 재무성증권 및 유로통화권과 신흥국의 수익률곡선의 제한적인 스티프닝
- 금, 연계채권, 주식을 통한 인플레이션 헤지
- 신흥국(EM): 단기적으로 신중한 포지션, 장기적인 수익 및 성장 스토리는 영향을 받지 않음

업사이드 시나리오 15%

포용적이고 지속가능한 성장

분석

- 예상보다는 빠르게 **팬데믹이 잦아듦**.
- 잉여적인 저축과 임금 상승이 **소비**를 촉진시켜 기업 마진의 잠식을 상쇄함.
- 기술 발전과 구조적 개혁을 통한 **생산성 향상**.
- 불평등 해소를 통한 **포용적 성장**.
- 관리가 유지되는 **인플레이션**.
- 투자 강세와 저축 감소에 의한 **금리 상승**.
- 정상화를 추진하는 **중앙은행** 및 시장은 이를 잘 수용함.
- 강력한 경제성장과 재정규율로의 점진적인 전환을 통해 **지속 가능한 부채 유지**.
- **잠재적인 유발요인**에는 우량한 정책(예: 구조개혁, 효과적인 백신접종 프로그램, 분권화를 통환 포용적 금융).

시장 함의

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

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

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

상위 리스크

월별 현황

우리는 2022년 중심 시나리오를 리스크를 수정했으며, 그 확률은 변경하지 않았다.

우리는 코로나19 관련 리스크를 경제적 리스크의 일부분으로 간주한다. 리스크는 헤징 전략의 파악이 용이하도록 그룹화되어 있으며, 이러한 그룹화된 리스크들은 분명한 연관관계를 가지고 있다.

경제적 리스크 20%

- **팬데믹 2.0**
  - 대규모 백신접종에도 불구하고 코로나의 새로운 대유행이 북반부에서 발생하고 있다.
  - 백신 효능이 제한적이 변이의 발생은 경기회복을 저해한다(새로운 봉쇄조치 또는 이동제한조치).
- **공급망 혼란**이 계속되고, 투입비용 상승압박은 기업이익 리세션으로 이어짐.
- **중국 부동산 시장이 붕괴**되어, 경제성장 전망이 낮추어 짐.
- **수요 급증으로 견인된 석유 및 가스 충격** 및 자본적지출 삭감
- **통화정책 실수**
  - 기대인플레이션이 상승함에 따라, 연준과 주요 선진국 중앙은행들이 자금조달 조건을 너무 이르게 긴축하여, 인플레이션을 궁극적으로 하락하지만 경기회복에 악영향을 주게 된다.
  - 중앙은행의 소통 실수가 불확실성 확대로 이어진다.
- **기후관련 자연재해**가 성장 가시설을 저해함.

금융적 리스크 20%

- **기대인플레이션의 디앵커링**이 채권시장 전위 및 통화긴축 강화로 연결됨.
- 중앙은행의 유동성 주입과 정부 지원이 종료된 후에, 펀더멘털의 향상에도 불구하고 **기업 지급불능 리스크 상승**.
- **국채 위기**
  - 평시 기준으로 GDP 대비의 비율이 사상 최고 수준에 도달한 공공부채를 가진 대다수의 국가들은 신용등급의 하락 및 금리 상승에 취약하게 된다.
  - 신흥국 시장의 약세는 국제수지 위기를 유발하고 채무불이행의 리스크를 증가시킬 수 있다.
- **광범위한 그린워싱(위장환경주의)와 ESG 투자 거품**
- **USD 불안정성** 및 준비통화 지위의 점진적 상실

정치적/지정학적 리스크 20%

- 남중국해나 대만 해협에서의 **우발적 충돌**
- **미국/유럽 vs 중국의 차가운 평화(cold peace)**
  - 미국은 중국에 강경노선에 따른 갈등 고조.
  - 아프가니스탄 철군 이후의 미국의 영향력 상실 및 NATO 동맹국의 불신 상승.
  - 유럽연합은 자신의 경제적 이해에도 불구하고 미국의 노선을 따를 수 있음.
- 코로나 위기와 에너지 가격 상승을 배경으로 한 프랑스나 이탈리아에서 **유럽 포퓰리스트 지지세 상승**. 유럽연합 파편화 증가.
- **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」 훼손.
- 물부족 및 이주민 이동 등으로 견인된 갈등 리스크를 상승시키는 **지구 온난화**.
- 보안, 에너지 및 의료보건 서비스의 IT 시스템을 중단시키는 **사이버 공격 또는 데이터 유출**.

+ **현금, 연계채권, JPY, 금, USD, 성장주에 대비한 우량주, 경기민감주에 대비한 경기방어주**	+ **CHF, JPY, 금, CDS, 옵션, Min Vol**	+ **선진국 국채, 현금, 금, USD, 변동성, 방어적**
- **석유, 위험자산, AUD, CAD 또는 NZD, 신흥국 현지통화표시 CCY**	- **석유, 위험자산, 프런티어 시장, 신흥국**	- **석유, 크레딧 및 주식, 신흥국 채권지수**

코로나19 현황 요약

Pierre BLANCHET, *Head of Investment Intelligence*

남아공에서 11월 중순에 발견된 새로운 변이인 오미크론은 50건의 돌연변이를 가지고 있으며, 이러한 돌연변이는 전파력을 더 높게 만들고 잠재적으로는 더욱 중증으로 만들 수 있다. WHO는 다른 변이에 비해 이 바이러스 변이는 재감염의 위험성이 증가함을 강조하고 있다. 남아공(전체 인구의 24% 미만만 접종 완료)과 보츠와나(20%)의 낮은 백신 접종률이 이러한 변이가 발생된 상황을 부분적으로 설명된다. 2020년 12월에 인도에서 델타 변이가 처음 나타난 이후로, 영국을 시작으로 유럽으로 빠르게 전파되고 미국으로 확산된 이후로, 델타 변이가 SARS CoV-2에서 가장 우월한 변이의 버전이 되었다. 오미크론의 사례에서도 이와 유사한 시나리오로 될 가능성이 크며, 이에 따라 주된 질문은 기존의 백신, 테스트, 치료제의 효과 여부이다.

본 분석을 작성하는 시점을 기준으로, 이러한 질문들에 대한 명확한 답변이 제공되고 있지 않고 있으며, 12월 중순까지는 그 의문이 해소되지 않을 가능성이 크다. 따라서, 지난 수주 동안의 금융시장에서 변동성이 나타났다. mRNA 백신 제조사는 새로운 백신을 수개월 이내에 생산할 수 있다고 확인했지만, 전세계에 필요한 수십억 회분의 생산은 내년 여름까지는 준비되지 않을 것이다. 또한, 델타 변이에 대한 보호가 여전히 우선순위를 가진다. 일시적인 사전적 주의조치로서 여행에 대한 제약이 이미 부과되었으며, 새로운 지역별 이동성 제약 및 사회적 거리두기가 도입되고 있다.

CROSS ASSET 디스패치: 시장 변곡점 감지하기

변곡점에 도달함 | 변곡점에 접근 중 | 변곡점에 도달했다고 판단하기는 너무 이름

경제적 배경

- 3분기의 강력한 확장 이후에 유로통화권은 점진적으로 누그러지겠지만 그 강세를 유지할 것으로 예상된다. 고차 주기의 데이터는 팬데믹 위기 이전 수준의 방향으로 진행되면서 안정화된 반면에, 서베이와 소프트 데이터에서 제조 활동에 공급망 혼란의 영향이 증가하고 있다는 증거가 나타나고 있으며, 경제 재개가 견인한 강력한 반등 이후에 서비스 활동의 증가세가 약해져 있다. 컨센서스는 유로통화권(이탈리아 제외)에서 하향 조정을 계속하고 있고 잠재적인 상방 반전이라는 일부 매우 온건한 징후가 나타남에도 불구하고 경기서프라이즈는 부정적으로 유지되고 있다.
- 3분기 후반기의 둔화되었던 미국의 경제활동은 고차 주기 및 소프트 데이터에서 나타난 현재의 점진적 향상에 부합하는 방식으로 4분기에는 가속화되고 있다. 경기서프라이즈(CESI) 지수는 플러스 영역으로 회복되었으며, 소프트 및 하드 데이터 서프라이즈에서 강력한 상승 추이가 바탕이 되었다. 컨센서스는 패러티 바로 아래에서 안정화되면서 계속 하향 추이를 나타내고 있다.

펀더멘탈 및 밸류에이션

- 저금리를 고려하더라도 매우 비싼 수준의 밸류에이션으로 인해 멀티플과 여러 메트릭스에 경고등이 켜졌다. 유동성이 위험자산의 가장 강력한 동인이 되어 왔지만, 중앙은행의 원활한 정상화와 더불어서 이와 관련된 떠받힘이 일정 정도 사라질 것이다.
- 우리의 중심 시나리오는 리스크 분위기를 낮추는 금리 상승을 가정하고 있음에도 불구하고 상대적 가치는 이에 대한 일부 근거를 제공한다.

+

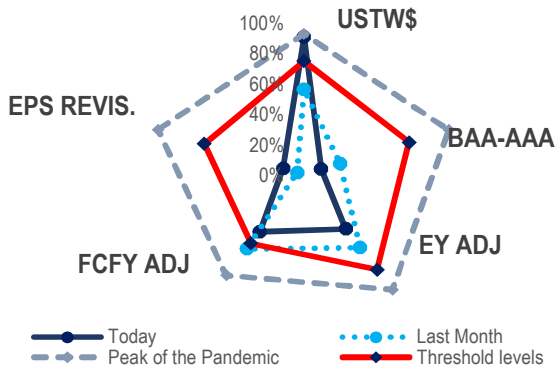
기술적 요인

- 우리는 기술적 요인에서 여전히 혼재된 환경인 것으로 파악하고 있다. 위험자산의 견고한 중기적 추이에도 불구하고, 이러한 자산들 대부분에서 단기적 모멘텀이 부족하다.
- 역행투자 메트릭스(contrarian metrics)는 몇몇 시장은 11월에 (RSI 기준으로) 과잉매수 수준에 이르고 있음을 나타내고 있지만, 최근의 시장 횡보는 일부 시장 전위를 해결했다.
- 기술적 요인은 본 분석을 작성하는 시점을 기준으로 방향성 바이어스가 부재한 혼재된 상태를 유지한다.
- 우리가 발견한 이러한 사실은 경제적 배경의 악화 및 상당히 비싼 밸류에이션 포지셔닝이라는 상황에 부합된다. 모든 상황은 시장 변동성의 상승을 나타내고 있다.

시장분위기

- 인플레이션은 전세계적으로 상승세를 보이고 있으며, 글로벌 경제성장의 둔화에도 불구하고 투자자는 통화조건에서 더욱 공격적인 긴축이 있을 것으로 예상하기 시작했다. 하지만, 우리는 시장에서 리스크 분위기가 구조적으로 악화되고 있다는 어떠한 증거도 발견하지 못한다.
- 이와 관련된 우려가 치솟고 있음에도 불구하고, 금융조건은 대부분의 지역(신흥국은 긴축적으로 돌아섰다는 초기 징후를 이미 나타냄)에서 완화적인 상태를 유지하고 있으며, 우리의 CAST(USD만이 경고 이상을 나타내는 유일한 관련 메트릭스임)와 Mood-ON Mood-OFF에서는 리스크오프로 전환되지 않고 있다.
- 기관투자자들의 행태는 이렇게 파악되는 상황과 부합된다 - 기관투자자는 경미한 리스크 친화적(pro-risk, 역주: 리스크를 감수하는 환경) 태도를 계속 나타내고 있으며, 특히 원자재와, 본드 및 주식에서 그러하다.

여전히 부양적인 Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST)



Source: Amundi Research, Data as of 24 November 2021

CAST 리스크 인식은 구조적인 리스크의 증가를 보여주지 못했다. 예상보다 좋은 3분기 기업실적 발표되고, 크레딧 리스크 프리미엄은 낮게 유지되면서 여전히 느슨한 재무상태로 인해 EPS 전망조정에 대한 악화는 중단되었다. 하지만, USD는 리스크오프가 확연하게 요구되는 분야이며, 이것이 나머지 분야로의 전파 여부가 면밀하게 모니터링해야 할 필요가 있다.

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

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

글로벌 리서치 클립

1 선진국 중앙은행 정책에 대해 재평가하기

- 미국 연준(Federal Reserve)은 원활하게 소통해 왔으며, 현저한 변동성을 유발하지 않으면서 가장 원활한 방식의 테이퍼링 프로세스를 시작하도록 시장을 인도했다.
- 유럽중앙은행(ECB)는 정책금리 인상의 패턴에서 최근의 가속화(및 기대감)에 대한 조치를 뒤로 미루었지만, 이러한 결정이 가격 반영에 의미 있는 효과를 얻기 위해 여러 차례 메시지를 강화해야 했다.
- 영국중앙은행(영란은행)은 예상과는 달리 금리를 않음으로써 시장 참여자를 오도했고, 향후 수개월 동안에 대한 분명한 가이던스를 제공하지 않아서 영국 곡선 뿐만이 아니라 다른 선진국의 단기물 수익률에서도 사실상 실질적인 조정을 유발시켰다.
- 12월의 통화정책 결정은 새로운 오미크론 변이와 이것이 경제성장과 인플레이션 전망 미치는 영향을 고려하게 될 것이다.

투자 중요 함의:

- 시장은 금리 인상에 대해서 공격적인 가격 반영을 낮추는 방식으로 재평가하고 있으며, 이는 Amund의 견해에 근접하고 있다. 우리는 이제 연준이 2022년에 두 차례의 금리인상을 할 것으로 예상한다.
- 성장이 둔화됨에 따라 곡선은 플랫 해 질 수 있지만, 우리는 기존의 숏듀레이션 콜을 고수한다.

2 이탈리아: 경제적 배경, 밸류에이션 및 기술적 요인 모두가 우호적이다

- (매우 강력한 2분기 이후에) 예상보다 높은 3분기 GDP와 더불어서 새로운 긍정적인 매크로 서프라이즈, 신용등급 전망 개선(S&P, DBRS) 및 우호적인 상대적 밸류에이션은 이탈리아 국채에 대한 재개된 물결의 낙관론을 뒷받침하고 있다.
- 매력적인 밸류에이션(유PE 2022이 유럽 전체에 대해서는 14.5x인 반면에 ,이탈리아에 대해서는 11.5x임), 사상 최고의 수치를 나타내는 소비자 신뢰도와 기업 신뢰도 및 내전에 상대적으로 좋은 EPS 성장률을 누릴 수 있는 잠재력과 긍정적인 기업이익 전망수정 덕분에 이탈리아 주식은 좋은 기회를 제공한다.

투자 중요 함의:

- 투자 케이스는 장기물 이탈리아 국채와 장기물 이탈리아 국채-독일국채 스프레드와 FTSE/MIB에 대한 긍정적인 견해가 강화된다.

3 선진국 주식시장: 모멘텀과 리스크 성향으로 바탕으로 여전한 강세를 보이고 있다

- 강력한 수요와 일부 가격결정력에서 비롯된 강력한 분기별 기업이익은 마진 압박의 두려움을 압도했다.
- 우호적인 금융조건과 고조된 리스크성향 등을 주로 기반으로 하여 주식시장의 강세는 어려운 경제적 배경(스태그플레이션,, 경기모멘텀의 감속화, 악화된 경제적 서프라이즈)과 높은 밸류에이션을 극복할 수 있었다.

투자 중요 함의:

- 밸류에이션이 아니라 수익성과 부채를 바탕으로 한 지역별 배분 필요: 우리는 일본과 미국(신흥국, 일본 제외 아시아 및 유럽에 대비)을 선호한다.

4 신흥국 매크로 모멘텀: 남미와 중앙유럽·동유럽·중동·아프리카에 대비하여 아시아에서 온건한 상승

- 신흥국 매크로 모멘텀은 여전히 부정적인 반면에, 최근 들어서는 최초로 우리는 선호하는 지역에 변화를 주어 남미와 중앙유럽·동유럽·중동·아프리카(CEE/MEA)에 대비하여 아시아에 우호적이다.
- 전반적으로는 내수수요 및 주로 대외수요의 온건화는 성장예측을 낮추는 결과로 이어질 것이다.
- 우리는 중국의 GDP 성장률이 향후 2년 동안에 5% 약간 못 미치는 수준을 유지할 것으로 예상한다. 신흥국의 성장률은 2022년 6% 이상, 2023년 4.3% 정도가 될 것인 반면에 인플레이션은 평균 4% 이상을 상회할 것이다.

5 우리는 USD에 대한 긍정적인 콜을 고수한다

- 최근의 USD 강세는 긍정적인 매크로 데이터와 역사적으로 높은 인플레이션에 의해 촉발되었으며, 이는 2022년 더 빠른 테이퍼링 프로세스와 금리 인상에 대한 기대감으로 이어지고 있다.
- 2021년의 달러에 대한 베어리시한 견해(너무 많이 가격에 반영되어 있다 연준은 이에 대해 실망할 가능성이 높다고 가정함)는 틀린 것으로 증명되었으며, 2022년에도 다시 한번 더 그렇게 증명될 수도 있다. 우리는 미국 달러화가 장기적 밸류에이션 수준에서 벗어나지는 않았다고 믿고 있다.
- 기대성장률/캐리는 업사이드가 낮아질 것으로 가리키는 반면에, 우리는 12개월 기간에서 USD에 대해 긍정적 포지션을 유지한다.
- 우리의 2022년 2분기 EUR/USD 목표수치는 이제 1.10이며, 이는 시장 컨센서스의 0.15와 대비된다. 우리의 12개월 목표수치는 1.14로 유지된다(컨센서스 수치는 1.17).

AMUNDI 자산종목 견해

	자산종목	견해	1개월 변화	근거
주식 플랫폼	미국	=		현재 진행 중인 분기별 기업실적 발표는 지금까지 기업들이 마진 압박과 공급망 병목현상을 헤쳐 나올 수 있었음을 부각시키고 있다. 하지만, 높은 밸류에이션과 성장 모멘텀의 둔화의 와중에 지속적으로 유지되고 있는 인플레이션과 수요-공급 불일치와 더불어서, 우리는 매우 선별적인 포지션을 유지하고 펀더멘탈에 계속 포커스를 둔다. 이러한 관점에서, 우리는 장기적인 경제성장의 활성화를 목표로 하는 「사회적 인프라 확충 법안」의 처리 상황을 모니터링하고 있다.
	미국 가치주	+		미국 경제가 둔화된 경기회복 곡선을 따라서 진전됨에 따라, 우리는 경재 재계에서 혜택을 받으면서도 비용 상승을 소비자에게 전이시킬 수 있는 가격결정력을 보유하고 충성적인 고객층을 가지고 있으며 ESG 성과를 향상시키는 성향을 나타내는 기업의 가치주 종목들을 목색하고 있다. 이러한 종목을 파악하는 데 있어서 강력한 선별이 핵심적 사안이다.
	미국 성장주	-		인플레이션이 높아지고 잠재적으로 미국 금리가 상승할 수 있는 환경에서, 장기적인 미래 캐시 플로우에 더욱 의존적인 롱듀레이션 주식은 부정적인 영향을 받을 수 있다. 시장의 일부 영역에서는 밸류에이션이 이미 비싸다는 사실과 결합되어, 우리는 이러한 분야에 대해서는 신중한 포지션을 취한다.
	유럽	=		시장은 강력한 기업이익과 경기회복의 진전(불균등한 양상을 보임)에 의해 견인되어 왔지만, 우리는 일부 세그먼트에서는 절대적 밸류에이션이 과장되어 있다고 믿고 있으며, 이에 따라 주식을 선별해야 하는 범주가 확장되었다. 우리는 마진을 보존할 수 있는 기업과 가치주, 우량주, 경기민감주의 공간에서 작동하고 있는 기업에 긍정적이다. 우리는 펀더멘탈과 ESG에 포커스를 두고 있으며, 이러한 포커스를 통해서 단기적인 분기별 기업실적을 넘어서서 수익성을 제공할 수 있는 종목을 파악할 수 있다.
	일본	=		일본은 새로운 내각 하에서 정치적 안정성(경기부양책 지속), 기업이익 향상에 대한 기대감 및 매력적인 상대적 밸류에이션에서 혜택을 받을 것으로 보인다. 코로나 확진자 수가 감소함에 따라, 일본의 경기회복은 다른 선진국을 뒤쫓아 가속화될 것이다.
	신흥국 시장	=		신흥국 지역이 위기에서 벗어나고 있기 때문에 신흥국에 대한 전망은 장기적인 관점에서 매력적인 것으로 보인다. 하지만, 우리는 모든 지역에 대해서 매우 선별적인 포지션을 유지하며, 중국은 장기적으로는 기회를 제공하겠지만 최근의 중국에서 규제 강화조치는 단기적으로 약세의 원인으로 파악하고 있다. 이와 더불어서, 신흥국의 상대적 밸류에이션과 중기적인 경제성장률은 매력적인 것으로 보인다. 우리는 가치주와 경기민감주에 방향으로 틸팅을 가지면서, 러시아와 인도와 같은 국가들을 선호한다.
채권 플랫폼	미국 국채	-		인플레이션 압박이 지속되고 있으며, 이는 연준이 테이퍼링 계획을 발표하고 정책 정상화를 위해 움직임에 따라 연준이 가진 인플레이션 상승에 대한 인내심의 한계를 테스트하고 있다. 명목금리와 실질금리의 중기적인 궤적이 모니터링 되어야 하며, 우리는 대규모의 부채증가과 재정적자가 핵심 수익률을 압박할 것이라고 믿고 있다. 이러한 움직임이 단선적이지는 않을 것임을 감안하여, 우리는 듀레이션에 신중한 포지션을 유지하지만 곡선 전반에 대해서는 유연성을 유지한다. 물가연동국채(TIPS)의 경우, 우리는 건설적 포지션을 유지하지만 그 밸류에이션을 주시하고 있다.
	미국 IG 회사채	=		우리는 퀄리티 크레딧을 모색하고 있지만, IG에서는 베타 익스포져에 대비하여 기업별 리스크를 선호한다. 반면에, 우리는 핵심 수익률의 상승이 부정적인 영향을 줄 수 있는 회사채는 피한다. 파산율이 온건하게 유지되고 있기 때문에 소비자 크레딧 및 주택저당증권 시장은 강세를 유지하고 있지만, 우리는 투자자는 금리 상승으로 인한 듀레이션 연장의 여부를 주시해야 할 것이다.
	미국 HY 회사채	=		수익률과 퀄리티 사이에서 균형을 맞추려는 목표에 부합하도록 우리는 HY에 선별적인 포지션을 유지하고, 크레딧 펀더멘탈이 향상되더라도 방향성에 대한 의존성을 줄인다. 우리는 과도한 레버리지를 가진 분야는 피한다.
	유럽 국채	-/=		인플레이션 압박을 감안하여 우리는 유럽 핵심국 국채와 주변핵심국 국채에 방어적인 포지션을 유지하지만, 유럽중앙은행이 자산매입의 속도를 낮추었음에도 불구하고 완화적인 금융조건을 유지하기 위해 경기부양적인 견지를 유지할 것이라는 사실도 인지하고 있다. 하지만, 이탈리아와 같은 유럽 주변국 국채의 경우에, 해당 국가의 강력한 경제성장 전망과 「차세대 유럽연합」(NGEU) 기금에서 비롯된 잠재적 혜택으로 인해 긍정적인 포지션을 취한다.
	유로 IG 회사채	=/+		최근의 기업이익 발표에서 나타나듯이, 크레딧 펀더멘탈은 향상되고 있고 기업들은 현재까지는 공급 병목현상을 잘 견디고 있는 것으로 보인다. 하지만, 우리는 핵심 수익률, 기업 전반에 걸친 크레딧 메트릭스의 분산률 및 유동성을 모니터링하고 있다. 따라서, 우리는 선별적인 접근법을 통해서 방향성 리스크가 제한적인 단기만기의 자산을 선호하며, 프리미엄이 반영되기 전에 메트릭스를 개선할 수 있는 잠재력을 보여주고 있는 종목(라이징스타, BBB)을 모색한다.
	유로 HY 회사채	=		악성채권 비율이 개선되고 완화적 금융조건이 계속되고 있기 때문에, 우리는 HY에 액티브한 포지션을 유지하며 후순위채권이 매력적인 수익률을 제공한다고 믿고 있다. 하지만, 선별적 포지션을 유지해야 할 필요성이 있다. 투자자는 퀄리티와 수익률에서 균형을 유지해야만 하며, 연말이 다가온다는 관점에서 시장 전반에 대한 유동성에 유념해야 할 것이다.
	신흥국 채권 경화표시	=/+		듀레이션에 전반적으로 방어적인 견지를 가지면서, 우리는 경화표시 채권을 계속 선호하며, HY가 매력적인 수익률을 제공하기 때문에 IG에 대비하여 HY에 바이어스를 유지한다. 하지만, 연준의 정책 정상화와 선진국에 비해 신흥국의 낮은 백신접종률로 인해 우리는 매우 선별적인 포지션이다.
	신흥국 채권 현지화표시	=		달러화 강세에서 비롯된 현지화표시 채권에서 일부 어려움이 파악되고 있지만, 바틈업 관점에서는 기회가 존재한다. 러시아와 같은 국가들은 강력한 원자재 가격에 의해 계속 떠받혀지고 있지만, 우리는 고유리스크와 중국의 부동산 부문의 상황을 모니터링하고 있다.
기타	원자재			경제성장과 잠재적인 공급부족에 대한 뉴스를 소화하면서 원자재의 가격은 현재 수준으로 여전히 통합되고 있다. 공급 이슈와 병목현상은 당분간 지속될 것이며, 이는 기본 금속과 에너지 가격을 떠받힐 것이다. 하지만, 금의 경우에는 중앙은행과 실질금리가 핵심적인 변수로 작동할 것이다. 마지막으로, 석유는 당분간 생산량 증산의 OECD 결정에 의해 견인될 것이다.
	통화			예상보다 강력한 미국 인플레이션, 노동시장, 소매판매 데이터는 투자자 기대감에 영향을 주고 있으며, 이는 연준이 더 이른 금리인상의 단행할 수 있음을 나타내지만, 우리는 이 사안을 면밀하게 모니터링하고 있다. 단기적으로 우리는 USD에 대한 기존의 선호를 유지하며, 특히 낮은 수익률의 통화와 대비하여 더욱 그러하다.

범례

--- 부정적 | -- | - | = 중립 | + | ++ 긍정적 | +++ | ▼ 이전 달 대비 하향수정 | ▲ 이전 달 대비 상향수정

출처: Amundi, 2021년 11월 26일 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 제안되고 예고 없이 변경될 수 있다. 본 정보는 현재, 과거, 미래의 Amundi 상품의 실질적 자산배분이나 포트폴리오를 나타내지 않는다.
IG = 투자등급 회사채, HY = 하이일드 회사채, EM 채권 HC/LC = 경화표시/현지화표시 신흥국 채권. WTI = 서부 텍사스 중질유. QE = 양적완화.

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

선진국

거시경제적 전망

2021년 11월 26일 기준 자료

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %				인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
전세계	**-3.3**	**5.8**	**4.0**	**3.4**	**2.6**	**3.7**	**4.2**	**3.4**
선진국	**-5.1**	**5.0**	**3.6**	**2.1**	**0.8**	**2.9**	**3.1**	**2.1**
미국	**-3.4**	**5.8**	**3.7**	**2.1**	**1.3**	**4.6**	**4.4**	**2.5**
일본	**-4.9**	**1.7**	**2.0**	**0.9**	**0.3**	**-0.4**	**0.6**	**0.6**
영국	**-9.7**	**6.9**	**4.3**	**1.8**	**0.9**	**2.4**	**3.6**	**2.4**
유로	**-6.5**	**5.1**	**4.1**	**2.3**	**0.3**	**2.4**	**2.6**	**1.9**
독일	-4.9	2.9	3.7	2.0	0.3	3.2	2.7	1.8
프랑스	-8.0	6.8	4.2	2.0	0.5	2.1	2.5	2.0
이탈리	-9.0	6.3	4.8	2.3	-0.1	1.9	2.5	1.8
스페인	-10.8	4.5	5.6	2.8	-0.3	3.0	2.9	1.8

출처: Amundi Research

- **미국:** 3분기에 나타난 예상보다 가파른 경기둔화가 나타난 이후에, 현재 여러 경제활동 지표에서 신호를 내고 있듯이, 우리는 4분기에 경기 재가속화가 있을 것으로 예상한다. 2022년의 경우, 우리는 경제성장률이 순차적으로 둔화될 것으로 예상하지만, 이전 추이를 상회하여 유지되면서 궁극적으로는 2023년에는 잠재성장률에 수렴할 것으로 예상한다. 이러한 예상의 근거는 현재의 인플레이션 급상승이 현저하게 일시적인 요인들에 의해 생성되었으며 내년에는 점차적으로 사라질 것으로 예상되기 때문이다. 하지만, 현재의 인플레이션이 실제의 강력한 수요와 2차효과의 결과이기도 하기 때문에, 우리는 이러한 요인들이 우리의 예측 지평선의 기간 동안에 인플레이션을 코로나 이전 추이를 크게 상회하도록 유지시키는 주요 요인으로 작동할 것이라고 예상한다.
- **유로통화권**: 우리는 경제성장률 고점이 이제 지나갔고 현 시점 이후에는 순차적으로 경기둔화가 나타날 것이라고 믿고 있다. 경제 재개에 따른 부양효과는 사라짐에 따라, 소비자와 기업들은 에너지 가격 상승과 공급 병목현상의 악재에 당면하게 될 것이다. 인플레이션도 내수수요와 소비에서 저해요인으로 작동하고 있으며, 아직까지는 임금 인상으로 보상되지는 않고 있다. 따라서, 2022년 4분기에 인플레이션을 고점으로 견인했던 일시적 요인들이 사라지면, 우리는 2022년 중반부터 코어 인플레이션과 헤드라인 인플레이션 사이의 현재 차이가 인플레이션의 가시적인 둔화와 함께 좁혀질 것으로 예상하지만, 인플레이션은 코로나 이전 추이보다 경미하게 높은 수준에서 안정화될 것으로 보인다.
- **영국:** 2021년 소비 주도의 경기반등 이후에, 우리는 경제성장률이 인플레이션에서 비롯된 악재, 긴축적 정책, 브렉시트 조정, 정치적 리스크 등으로 인해 순차적으로 둔화될 것으로 예상한다. 강력한 노동시장과 세액공제의 혜택을 받은 투자로 떠받혀진 소비와 더불어서 내수수요는 견조하게 유지될 것이지만, 내수수요는 에너지 및 원자재 가격의 인플레이션에서 비롯된 여러 악재에 직면할 것이다. 인플레이션은 2021년 고점에서 느리게 하락하여, 원자재와 병목현상이 물가에 대한 상향 압박을 점진적으로만 감소시킬 것이기 때문에, 인플레이션은 예측 지평선의 기간 말미가 되어야 목표수치에 도달할 것이다.
- **일본:** 3분기 GDP는 예상보다 훨씬 낮은 수치로 나왔으며, 이는 내수수요와 대외수요의 광범위한 약세에서 비롯된 것으로 보인다. 그 결과, 우리는 2021/2022 성장률 예측을 하향 수정했지만, 향후의 성장회복 프로파일에는 변화를 거의 주지 않았다. 후미오 기시다 일본총리의 경기부양 패키지는 우리의 2022년 예측에서 업사이드 리스크를 가져다주었다. 긴급사태선언이 9월말에 해제되었으며, 이동성 데이터가 빠른 속도로 개선되기 시작했다. 우리는 민간 소비가 2021년말에 반등하기 시작하여 경기회복을 이끌 것으로 예상한다. 인플레이션은 억누르던 일회적 요인들이 사라짐에 따라 2022년에 보다 유의미한 수준의 인플레이션의 강세가 나타날 것이다.

기준금리 전망

	2021 11-30	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	**0.13**	**0/0.25**	**0.22**	**0.5/0.75**	**0.49**
유로	**-0.50**	**-0.50**	**-0.50**	**-0.50**	**-0.46**
일본	**-0.04**	**-0.1**	**-0.04**	**-0.1**	**-0.06**
영국	**0.10**	**0.50**	**0.64**	**0.75**	**1.06**

출처: Amundi Research

- **연준(Fed):** 테이퍼링은 현재의 속도로 유지된다면 6월에 종료될 것으로 예상되지만, 일부 시장 참여자들은 테이퍼링의 가속화가 이루어질 수 있다고 제시하기 시작했다. 노동시장 보고서와 인플레이션에 향후 수개월 동안에 계속 강세를 나타나는 경우에는 연준이 테이퍼링의 속도를 높이지 않을 것이라고 주장하기는 어려울 것이다. 첫 번째 금리인상 시기와 관련하여, 경제활동창여율과 이번 사이클에서 완전고용이 어떻게 될 것인가에 대한 논쟁이 포워드 가이던스에 따른 핵심적 사안이며 완전고용에 도달하기 이전의 첫 번째 금리인상의 필수적인 조건이 될 것이다. 우리는 2022년 6월에 첫 번째 금리인상이 있을 것으로 예상한다.
- **유럽중앙은행(ECB):** 라가르드 유럽중앙은행 총재는, 최근의 시장에서 가격 반영에 반발하면서, 2022년 금리 안정성에 대한 예측에서 비둘기파적인 메시지를 반복했다. 유럽중앙은행은 지난 두 분기와 비교하여 4분기에 양적완화의 규모를 온건한 수준으로만 축소했지만, 유럽중앙은행 총재의 최근 언급에 따르면 팬데믹 긴급매입 프로그램(PEPP)은 2022년 3월에 종료될 가능성이 크다. 우리는 유럽중앙은행이 2022년까지 부양정책을 지속할 것으로 예상하며, (낮아진) 유럽정부채권(EGB) 예상 순발행액을 커버하고 유럽연합의 새로운 채권도 지원하도록 그 규모는 조정할 것으로 보인다. 12월 회의에서는 2022년 부양정책 시행에 대한 가이던스를 제공할 가능성이 크다.
- **일본은행(BoJ):** 궁지에 빠진 인플레이션이 여전한 상황에서, 일본은행이 다른 선진국의 정책 정상화의 추세에 합류하여 기존의 정책기조를 바꾸지는 않을 것으로 예상한다. 하지만, 상장지수펀드(ETF)와 일본국채(JGB) 매입 규모가 줄어들었기 때문에 사실 상의 테이퍼링이 한동안 진행되어 왔다. 이와 더불어서, 2022에 대한 중요한 논의는 일본은행이 수익률곡선통제(YCC) 프레임워크에 일부 기술적 조정을 수행하여 합리적인 인플레이션 상승(약 1%)시키는 기회를 활용할 것인가의 여부이다. 가장 많이 논의되는 옵션은 일본 시중은행의 자산 만기가 5년물이 더 많이 연계되어 있다는 사실을 감안하여 수익률곡선 통제의 대상을 10년물에서 5년물로 전환하는 방안이다.
- **영국중앙은행(BoE):** 지난 통화정책회의에서 7-2의 표결 결과로 대다수가 찬성(통화정책 위원들 중에서 매파적 목소리를 가장 크게 내어 최근에 금리상승의 기대감 구축에 현저하게 기여한 베일리 영국중앙은행 총재도 동결에 찬성함)으로 금리가 동결됨에 따라, 금리상승의 기대감이 축적된 이후에 현실화되지 못하였기 때문에 시장에 강력한 서프라이즈로 다가왔다. 하지만, 향후 수개월 동안에 영국중앙은행이 다른 중앙은행에 비해서 보다 긴축적 통화정책을 할 수 있는 더 큰 여지를 주게 된다. 최근에 예상보다 좋은 고용 수치가 발표되었고 높은 인플레이션 수치로 인해, 12월 회의에서 첫 번째 금리인상을 할 수 있는 문을 열어 두고 있다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
Fed FOMC	**12월 15일**
BoE MPC	**12월 16일**
ECB정책위	**12월 16일**
BoJ MPM	**12월 17일**

출처: Amundi Research

신흥국

거시경제적 전망

2021년 11월 26일 기준 자료

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %				인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
전세계	-3.3	5.8	4.0	3.4	2.6	3.7	4.2	3.4
신흥국	-2.0	6.4	4.3	4.3	3.9	4.3	4.9	4.2
중국	2.3	7.7	4.7	4.8	2.5	0.9	2.1	2.0
브라질	-4.1	4.9	0.5	1.6	3.2	8.3	8.2	3.7
멕시코	-8.2	5.8	2.7	2.2	3.4	5.6	5.2	4.1
러시아	-3.1	4.3	2.6	2.5	3.4	6.6	5.8	4.2
인도	-7.1	8.3	6.4	6.4	6.6	5.1	5.8	5.8
인도네	-2.0	3.2	4.8	4.9	2.0	1.6	2.8	3.4
남아공	-6.4	6.9	3.2	2.3	3.3	4.5	5.3	5.1
터키	1.6	7.8	4.4	4.0	12.3	18.2	19.1	15.0

출처: Amundi Research

- **중국:** 10월 데이터에서는 경기회복은 여전히 취약한 상태임을 보여주고 있다. 소매판매의 반등은 주로 강력한 인플레이션 상승에 의해 견인된 반면에, 주택 시장 둔화의 더욱 급박해지고 있다. 우리의 견해로는, 이러한 둔화의 원인의 주요한 원인은 자체적인 규제 강화였으며, 이러한 강화된 규제는 여전히 시행되고 있다. 우리는 2022년에는 중국 경제가 그 엔진에 천천히 다시 시동을 걸 것으로 예상한다. 일단 정책적 제약조치(에너지 사용통제, 코로나 무관용 정책, 부문별 긴축정책)가 해제되면, 점차적으로 중국 경제는 어떠한 광범위한 완화정책이 없이도 그 자체적으로 강세의 추이를 회복할 것이다.
- **인도네시아:** 새로운 팬데믹 대유행 및 이로 인한 봉쇄조치의 강화로 인한 2021년 3분기의 급격한 약세는 대외적인 리밸런싱으로 다시 이어졌으며, 플러스의 경상수지의 결과(GDP의 1.5%)로 이어졌다. 대외 포지션을 파악하기 위해서 우리는 보단 견조한 반등의 상승과 인프라 지출의 실질적인 증가를 확인해야 할 필요가 있다. 여전히 침체된 인플레이션(10월 전년동기대비 헤드라인 인플레이션 1.7% 및 코어 인플레이션 1.3%)과 더불어서 상대적으로 건전한 대외계정으로 인해 인도네시아 중앙은행은 완화적인 견지를 더 장기간 지속할 수 있게 되었다. 우리는 내년 하반기까지 첫 번째 금리 인상이 있지는 않을 것으로 예상한다.
- **브라질:** 코로나 상황이 관리되고 있고, 전체로서 브라질 경제는 다양한 악재에 당면해 있지만은 코로나 이전 수준으로 회복된 것으로 보인다. 인플레이션 압박은 일회성 변동성과 더불어서 줄어들지는 않고, 정책금리 인상으로 비롯될 파급효과도 파악되고 있다. 인플레이션이 두 자리 수치로 되고 처분가능소득이 악화됨에 따라 이와 관련된 사회적 요구가 점증하고 있으며, 브라질 행정부는 창의적인 계정처리를 통해 그 상한 수치로 유지하여 추가적인 복지지출로 이에 대응하고 있다. 이와 같은 재정 기준(fiscal anchor)의 신뢰성에 의문을 가진 시장은 이러한 뉴스에 거칠게 반응하고 있으며, 이는 악순환의 움직임에 모멘텀을 추가하고 있다. 또한, 우리가 브라질 고유이 '세 가지의 딜레마'의 온건한 해결책이 제시될 것으로 계속 예상하고 있지만, 내년에 브라질 경제에 미칠 경기사이클적인 손상이 커질 가능성은 낮을 것이다.
- **CEE-3:** (헝가리, 체코, 폴란드) 우리는 이 지역은 경제성장률은 2021년 높는 수준에서 2022년에는 4%대로 하락할 것으로 예상한다. 유럽연합과의 일부 논란으로 인해서, 유럽 기금(NGEU)의 승인이 여전히 유예된 상태이기 때문에, 헝가리와 폴란드에 주요한 리스크로 압박을 주고 있다. 인플레이션 상승 수치로 인해 계속 금리인상 사이클을 유지(체코국립은행(CNB) 125bps, 폴란드중앙은행(NBP) 75bps)하고 있으며, 헝가리중앙은행(NBH)은 1주일 수신금리(70bps 인상하여 2.5%로 변경)를 기준금리(30bps 인상하여 2.1%) 이상으로 설정하는 정통적인 프레임에서 벗어난 정책을 채택하고 있다. 우리는 현재 진행 중인 인플레이션 압박과 계속되는 재정지원을 통한 아웃풋백의 축소로 인해서 금리 인상의 사이클이 계속될 것으로 보고 있다.

기준금리 전망

	2021 11-30	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
인도	4.00	4.25	4.15	4.75	4.50
브라질	7.75	10.75	11.25	10.75	10.95
러시아	7.50	8.50	8.15	7.50	7.20

출처: Amundi Research

- **중국인민은행(PBoC):** 우리는 2022년에 중국인민은행이 목표로 설정된 통화완화를 계속할 것으로 예상한다. 우리는 정책금리 인하나 광범위한 지급준비율(RRR) 하락이 있을 것으로 예상하지 않으며, 탄소 배출량 감축을 지원하는 특별 자금조달 도구의 도입된 상황에서는 더욱 그러하다. 가장 최근의 통화정책 보고서에 의하면, 중국인민은행은 매크로 레버리지 비율을 안정화시키는 기존의 목표를 고수하고 있으며, 이는 2021년 보다는 낮아진 속도임에도 불구하고, 전반적인 대출 증가율이 GDP 명목성장률과 부합되고 2022년에 추가적으로 낮아진 정상화의 궤도로 진입할 가능성이 클 것임을 나타내고 있다. 우리는 전반적인 대출조건이 향후 타이트한 특성이 낮아질 것으로 예상한다.
- **인도중앙은행(RBI):** 10월 인플레이션 수치는 전년동기의 수치 4.3%에서 4.5%로 상승했지만, 이러한 수치는 인도중앙은행이 여전히 매우 안도감을 느낄 수 있는 수준이다. 반면에, 코어 CPI(전년동기대비 5.9%) 및 심지어는 WPI(전년동기대비 12.5%)도 인도중앙은행이 정책 정상화 프로세스를 시작하게 강제하여 환매고정이자율을 3.75%(+40bps)로 인상하고 정책금리와 관련하여 금리회랑(asymmetric corrido)으로 회귀할 수도 있다. 정책금리를 통한 적합한 금리인상 사이클은 2022년 4월까지는 시작되지 않을 것으로 예상된다. 인플레이션이 인도중앙은행의 상위 범위 내에서 변동하는 경우에 2022년에는 점진적인 긴축적 통화정책이 있을 것으로 예상한다.
- **브라질중앙은행(BCB):** 브라질중앙은행은 10월에 금리를 150bps 인상했으며(7.75%로 올림), 12월 회의에서도 이와 비슷한 수준의 또 다른 금리 인상이 있을 것임을 사전에 발표했다. 이와 더불어서, 브라질중앙은행은 포워드가이던스를 보다 긴축적으로 변경하면서, 정책금리를 "훨씬 더 추가적"으로 인상할 필요성이 있다고 언급했다. 이는 사회적 요구의 압박(이에 추가하여 인플레이션에 대한 추가적인 상승 리스크)을 완화시키기 위한 재정적 여력을 마련하기 위해 지출상한선, 궁극적으로는 재정 기준(fiscal anchor)에 '예외가 될 수 있다'는 브라질 행정부의 발표에 의해 견인되었다. 우리는 브라질중앙은행이 기준금리(SELIC)를 내년에 두 자리로 올릴 것으로 보고 있으며, 궁극적으로는 최근 5년 동안에 최고 수준인 약 11%로 인상할 것으로 보고 있다.
- **러시아중앙은행(CBR):** 10월에 정책금리를 75bps 인상하여 7.5%로 올린 이후에 10월의 인플레이션은 전년동기대비 8.1% 상승했으며, 이에 따라 우리는 12월 회의에서는 추가적인 금리 인상을 예상하고 있다. 10월의 통화위원회 회의에서 러시아중앙은행은 공급능력 보다 빠르게 증가하는 내수수요에 대해서 언급했으며, 이는 기대인플레이션의 상승과 추가적인 금리인상의 여지를 남겨 두었다. 수정된 중기적 예측에 따르면, 러시아중앙은행은 올해말 인플레이션이 이전의 예측치보다 높아진 7.4-7.9% 사이가 될 것이라고 예상하고 있으며, 2022년말까지는 4-4.5%로 하락할 것으로 보고 있다. 우리는 12월 인플레이션이 전년동기대비 8%에 근접할 것으로 예상한다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
RBI	12월 8일
BCB	12월 8일
CBR	12월 17일
PBoC	12월 20일

출처: Amundi Research

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

매크로 및 시장예측

거시경제적 예측

(2021년 11월 26일)

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %				인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
미국	-3.4	5.8	3.7	2.1	1.3	4.6	4.4	2.5
일본	-4.9	1.7	2.0	0.9	0.3	-0.4	0.6	0.6
유로통화권	-6.5	5.1	4.1	2.3	0.3	2.4	2.6	1.9
독일	-4.9	2.9	3.7	2.0	0.3	3.2	2.7	1.8
프랑스	-8.0	6.8	4.2	2.0	0.5	2.1	2.5	2.0
이탈리아	-9.0	6.3	4.8	2.3	-0.1	1.9	2.5	1.8
스페인	-10.8	4.5	5.6	2.8	-0.3	3.0	2.9	1.8
영국	-9.7	6.9	4.3	1.8	0.9	2.4	3.6	2.4
중국	2.3	7.7	4.7	4.8	2.5	0.9	2.1	2.0
브라질	-4.1	4.9	0.5	1.6	3.2	8.3	8.2	3.7
멕시코	-8.2	5.8	2.7	2.2	3.4	5.6	5.2	4.1
러시아	-3.1	4.3	2.6	2.5	3.4	6.6	5.8	4.2
인도	-7.1	8.3	6.4	6.4	6.6	5.1	5.8	5.8
인도네시아	-2.0	3.2	4.8	4.9	2.0	1.6	2.8	3.4
남아공	-6.4	6.9	3.2	2.3	3.3	4.5	5.3	5.1
터키	1.6	7.8	4.4	4.0	12.3	18.2	19.1	15.0
선진국	-5.1	5.0	3.6	2.1	0.8	2.9	3.1	2.1
신흥국	-2.0	6.4	4.3	4.3	3.9	4.3	4.9	4.2
전세계	-3.3	5.8	4.0	3.4	2.6	3.7	4.2	3.4

기준금리 전망

선진국

	2021-11-30	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	0.13	0/0.25	0.22	0.5/0.75	0.49
유로통화권	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.46
일본	-0.04	-0.1	-0.04	-0.1	-0.06
영국	0.10	0.50	0.64	0.75	1.06

신흥국

	2021-11-30	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
인도	4.00	4.25	4.15	4.75	4.50
브라질	7.75	10.75	11.25	10.75	10.95
러시아	7.50	8.50	8.15	7.50	7.20

장기채권수익률 전망

2년물 채권수익률

	2021-11-30	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	0.46	0.8/1.0	0.79	1/1.2	1.05
독일	-0.76	-0.70/-0.50	-0.74	-0.70/-0.50	-0.74
일본	-0.12	-0.20/-0.10	-0.13	-0.20/-0.10	-0.13
영국	0.45	0.50/0.7	0.59	0.7/0.8	0.64

10년물 채권수익률

	2021-11-30	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	1.42	1.6/1.8	1.57	1.8/2.0	1.67
독일	-0.35	-0.3/-0.1	-0.27	-0.3/-0.1	-0.22
일본	0.06	0/0.20	0.11	0/0.20	0.15
영국	0.79	1.0/1.2	0.90	1.2/1.4	0.95

통화 전망

	2021-11-30	Amundi 2022년 2분기	컨센서스 2022년 2분기	Amundi 2022년 4분기	컨센서스 2022년 4분기
EUR/USD	1.13	1.10	1.15	1.14	1.17
USD/JPY	114	113	114	117	115
EUR/GBP	0.85	0.84	0.84	0.83	0.84
EUR/CHF	1.04	1.05	1.08	1.09	1.10
EUR/NOK	10.19	10.30	9.70	9.46	9.65

	2021-11-30	Amundi 2022년 2분기	컨센서스 2022년 2분기	Amundi 2022년 4분기	컨센서스 2022년 4분기
EUR/SEK	10.24	10.48	9.90	9.98	9.75
USD/CAD	1.27	1.31	1.24	1.23	1.22
AUD/USD	0.71	0.70	0.75	0.76	0.77
NZD/USD	0.68	0.66	0.72	0.69	0.73
USD/CNY	6.39	6.45	6.44	6.50	6.40

출처: Amundi Research

당사 예측에 대한 고지사항

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

방법론

– 시나리오

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

– 리스크

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

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

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

Shifts & Narratives #11 - Green sentiment: what impact on stock returns and firm's behaviour? (15-10-2021)
BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - Marie BRIERE, Head of the Investor Research Center

Shifts & Narratives #10 - China is finally emerging from the US's shadow (15-10-2021)
BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

Shifts & Narratives #9 - Adapting equity portfolios to a regime of higher inflation (01-10-2021)
BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MIJOT Éric, Head of Developed Markets Strategy Research

INSIGHTS PAPERS

Combining active and passive investing in Multi Asset: an institutional investor framework (12-11-2021)
TAZÉ-BERNARD Eric, Chief Allocation Advisor - GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset

Emerging Markets Charts & Views - Why EM could be back in focus in 2022 (14-10-2021)
SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

Real assets favoured in a post-Covid-19 world, but higher fragmentation requires scrutiny (06-09-2021)
BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - CARREL-BILLIARD Dominique, Global Head of Real & Alternative Assets - BERTRAND Marc, CEO, Amundi Real Estate - CUNY Stanislas, Head of Direct Private Equity - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - LODEWYCKX Guy, Head of Private Markets Multimanagement - POISSON Matthieu, CIO – Infrastructure - VALLIERE Thierry, Head of Private Debt

WORKING PAPERS

Green Sentiment, Stock Returns, and Corporate Behavior (09-11-2021)
Marie BRIERE, Head of the Investor Research Center - Stefano RAMELLI, University of Zurich

ESG Improvers in Credit Investing (12-11-2021)
Alejandro ALVAREZ, Alpha Fixed-income Solution - Mohamed BEN SLIMANE, Quantitative Research

The Recent Performance of ESG Investing, the Covid-19 Catalyst and the Biden Effect (20-10-2021)
LEPETIT Frédéric, LE GUENEDAL Theo, BEN SLIMANE Mohamed, CHERIEF Amina, STAGNOL Lauren - Quantitative Research- MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer

ESG and Sovereign Risk - What is Priced in by the Bond Market and Credit Rating Agencies? (12-10-2021)
SEMET Raphaël, RONCALLI Thierry, STAGNOL Lauren - Quantitative Research

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS

Fed tapering begins: mission accomplished (08-11-2021)
UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income

Evergrande and its spill-over effects: ongoing adjustments, but inflection point may be close (25-10-2021)
MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - HUANG Claire, Senior EM Macro Strategist, Global Research - BOYCHUK Andriy, Head of EM Research

Higher rates provide a second chance to play US value opportunities (12-10-2021)
PIRONDINI Marco, Head of Equities, US Portfolio Manager - MURRAY Alec, Client Portfolio Manager - Equities

China in the spotlight: what markets (24-09-2021)
BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - Vincent MORTIER, Deputy Group Chief Investment Officer

DISCUSSION PAPERS

Strategic Asset Allocation for a Default Pension Plan (07-10-2021)
BRIÈRE Marie, Amundi Research

Inequality - what is at stake (2-4) - Pro-Piketty and Anti-Piketty - A review of the literature in 20 topics (07-06-2021)
ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

Inequality - what is at stake (1/4) - Globalisation, growth, financial liberalisation and inequality (07-06-2021)
ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

THEMATIC PAPERS

ESG Thema #5 - Carbon offsetting: How can it contribute to the net zero goal? (17-11-2021)
CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - FOLL Julien, ESG Analyst - HAUSTANT Patrick, ESG Analyst Transports - HESSENBERGER Tobias, Business Solutions and Innovation

ESG Thema - Special COP26 - From Paris to Glasgow - Are we moving fast enough? (15-11-2021)
ERIMO Isabelle, Senior Thematic Marketing Manager -JAULIN Timothée, Head of ESG Development & Advocacy, Special Operations - DE VECCHI Viola, ESG Communication Officer

ESG Thema #4 - Investing in the Circular Economy : Closing the loop (20-09-2021)
LUCET Lorna, ESG Analyst, Circular Economy Expert - MINTON Molly, ESG Analsyt, Apparel and Consumer products

ESG Thema #3 - How can investors contribute to Net Zero efforts? (22-09-2021)
LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement, and Voting - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology - JAULIN Timothée, Head of ESG Development & Advocacy, Special Operations - CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - Mathieu JOUANNEAU, ESG Solutions and Data Specialist - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation - ELBAZ Joan, Business Solutions and Innovation

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

메모

메모

메모

Amundi ASSET MANAGEMENT | Research

CROSS ASSET
투자전략

2021년 12월 제12호

Amundi Research Center

Amundi 간행물 알아보기

research-center.amundi.com

고지사항

본 분서는 정보 제공의 목적으로만 제공된다.

본 분서는 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 SAS으로 2021년 11월 30일 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 관련되어 표현된 견해는 해당 저자의 것이고 반드시 Amundi Asset Management SAS의 견해가 되지는 않고 시장 및 다른 조건에 다라 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 관여한 모든 이는 직접적, 간접적, 특별적, 사고적, 징벌적, 결과적 또는 다른 유형의 손해(이익 상실 포함, 이에 한정되지는 않음)에 대해서 책임이 있지 않다.

최초 사용 일자: 2021년 12월 2일.

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

사진 저작권: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - DenysKuvaiev

대표 편집인
BLANQUÉ Pascal, *Group Chief Investment Officer*

편집인
DEFEND Monica, *Global Head of Research*

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

Global Research 기여자
AINOUZ Valentine, *Deputy Head of Developed Markets Strategy Research, CFA*
BELLAÏCHE Mickael, *Fixed Income and Credit Research Strategist*
BERARDI Alessia, *Head of Emerging Macro and Strategy Research*
BERTONCINI Sergio, *Senior Fixed Income Research Strategist*
BLANCHET Pierre, *Head of Investment Intelligence*
BOROWSKI Didier, *Head of Global Views*
CESARINI Federico, *Head of DM FX, Cross Asset Research Strategist*
DROZDZIK Patryk, *Senior EM Macro Strategist*
GEORGES Delphine, *Senior Fixed Income Research Strategist*
HUANG Claire, *Senior EM Macro Strategist*
PORTELLI Lorenzo, *Head of Cross Asset Research*
USARDI Annalisa, *Cross Asset Research Senior Macro Strategist*
VANIN Gregorio, *Cross Asset Research Analyst*
VARTANESYAN Sosi, *Senior Sovereign Analyst*

Amundi Insights Unit 기여자
BERTINO Claudia, *Head of Amundi Investment Insights Unit*
CARULLA POL, *Amundi Investment Insights Unit*
FIOROT Laura, *Deputy Head of Amundi Investment Insights Unit*
DHINGRA Ujjwal, *Amundi Investment Insights Unit*
PANELLI Francesca, *Amundi Investment Insights Unit*

개념정립 및 생산책임
BERGER Pia, *Research*
PONCET Benoit, *Research*