

Research

제02호
2022년
2월

CROSS ASSET

투자전략

CIO 견해

격양된 시장 변동

글로벌 테마 견해

제로 실질금리로 복귀하는 여정

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

제02호 - 2022년 2월 차례

글로벌 투자견해

CIO 견해

격양된 시장 변동

p. 3

명목수익률 및 실질수익률의 최근 급격한 상승은 주식 시장에서 나타난 강력한 움직임을 반영했으며, 이는 성장주에서 가치주로의 로테이션을 유발하고 있다. 우리는 불확실성(코로나 및 지정학적 상황)이 계속될 것이라고 생각하며, 시장은 지금 인플레이션, 경제성장, 통화정책의 경로를 평가하고 있다. 이러한 환경에서, 투자자는 리스크를 추가시키는 유혹을 자제해야 할 것이다. 대신에, 투자자는 듀레이션에 대한 신중하고 유연한 견지, 온건하게 긍정적인 포지션 및 주식에 대한 중립적 포지션이라는 핵심적 투자확신감을 고수해야 할 것이다. 이와 더불어서, 수익률 추구의 기회가 신흥국 채권에 존재하지만, 전체 자산 종목에 대해서 선별을 강화하고 적절한 투자분산을 유지해야 할 필요성이 있다.

매크로

성장, 인플레이션 및 통화정책

p. 4

성장 모멘텀이 둔화되고 인플레이션이 지속되는 와중에 매파적인 성향이 강해진 연준은 이제 시장에 높은 변동성의 신호를 내고 있으며, 이는 듀레이션에 대한 우리의 신중한 견해와 위험자산 전체에 대한 높은 선별의 필요성을 확인시키고 있다.

멀티에셋

주식 리스크에서 중국과 유럽에 우호적인 방향으로 로테이션

p. 5

인플레이션 등과 같은 리스크는 우리가 주식에 대한 전반적인 중립적 견지를 변경시키지는 못하게 만들고 있지만, 유럽 주식에 경미하게나마 긍정적이게 되었고 중국 자산에는 건설적인 포지션이 증가되었다.

채권

크레딧에 여전히 부양적인 완화적 금융조건

p. 6

시장이 올해 연준의 금리 인상을 멀티플에 가격으로 반영하고 있음에도 불구하고, 금융조건은 현재 완화적으로 유지되고 있으며, 위험자산과 관련된 가격결정과 분위기에서 핵심적 요인이 될 것이다.

주식

편중리스크에 유념하면서 가치주 테마에 플레이 할 것

p. 7

우리는 지금 성장주에 대한 진실의 시간을 목도하고 있다. 인플레이션 리스크에 탄력적인 기업의 선별과 더불어서, 가치주의 로테이션이 투자자에게는 다년간 지속되는 테마로 유지된다.

글로벌 테마 견해

제로 실질금리로 복귀하는 여정

p. 8

미국과 유럽의 실질금리는 최근 역사에서 전례가 없었던 마이너스 수준을 도달했다. 현재와 비슷한 수준을 찾기 위해서는 1970년대로 돌아가야만 하며, 2차세계대전 이후에는 소수의 과거 예시만을 참조점으로 사용될 수 있을 뿐이다. 우리는 제로 실질금리로 복귀하는 여정이 크로스에셋 상대적 수익성과 변동성에서 핵심 동인 중의 하나가 될 것으로 생각한다. 이러한 움직임은 채권의 리스크 감한 수익성과 크레딧 IG에 약영향을 줄 수 있다 - 그리고, 이러한 움직임은 주식에 압박을 주게 되고, 성장주에 대비하여 가치주와 경기방어주에 대비한 경기민감주를 선호하게 만들고, 금에 부정적이게 될 것이다.

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. 15

거시경제적 현황

> 선진국 거시경제적 전망 - 시장예측	p. 16
> 신흥국 거시경제적 전망 - 시장예측	p. 17
> 매크로 및 시장 예측	p. 18
> 당사 예측 / 방법론에 대한 고지사항	p. 19
> Publications highlights	p. 20

CIO 견해

격앙된 시장 변동



Pascal BLANQUÉ,
Group Chief Investment Officer



Vincent MORTIER,
Deputy Group Chief Investment Officer

1월에는 시장에서 강력한 변동이 나타났으며, 명목수익률과 실질수익률이 급격하게 상승하고, 주식에서는 성장주에서 가치주로의 강력한 전환을 견인하고 있다. 부담이 큰 밸류에이션의 결과로 인해 인플레이션 프리미엄의 재평가는 리스크프리미엄에서 강력한 가격조정을 견인하고 있다. **향후에도 이와 관련된 불확실성과 변동성의 환경이 강화가 지속될 가능성이 크며**, 시장은 다음과 같은 네 가지의 테마를 평가하고 있다. (1) 오미크론 변이는 경제성장에 부정적으로 영향을 미치고 공급 병목현상을 추가적으로 악화시키는 방향으로 진화할 수 있다. (2) 성장이 일정 정도의 둔화되고 임금/성장 인플레이션 급등의 가능성이 있는 인플레이션의 심리적 측면이 부각되는 상황에서 인플레이션과 관련된 높은 수치에 대한 (미국 및 유럽의) 중앙은행들의 대응은 불확실성을 가진다. (3) 카자흐스탄과 우크라이나의 사태의 발발과 해당 지역에서 러시아와 중국에 대한 뉴스 및 그 역할에서 지정학적 리스크의 재부상하고 있다. 에너지 및 원자재 시장은 타이트하고 변동성이 크며, 특히 정치적 리스크에 극단적으로 노출되어 있다. 유럽의 경우에는, 새로운 재정규칙의 정립되고 「차세대 유럽연합」(Next Generation EU) 계획이 이행되고 있는 현재의 시기에 이탈리아 총선 및 프랑스 대선/총선 등을 포함한 복잡한 정치 일정이 예정되어 있다. 정책은 부양적으로 유지되고 있지만, 투자자는 과거와 같은 높은 GDP 성장 수치를 기대하지는 않아야 할 것이다. **이러한 배경을 바탕으로 우리는 투자자에게는 다음과 같은 세 가지의 주요 테마가 있다고 제시한다.**

- **단기적으로 신중한 리스크 배분 건지의 필요성을 확인한다.** 지금은 리스크를 추가할 시기는 아니지만, 핵심적인 투자확신감(듀레이션에서 방어적인 견지, 가치주에 대한 선호, 인플레이션에 대비한 보호)은 고수해야 할 것이다. **최근의 가격조정을 진입포인트로 간주하는 것은 너무 성급하다.** 기대수익률이 낮은 세계에서 투자자는 전략적인 관점을 기반으로 적절한 투자배분(예를 들면, 인플레이션 환경에서 혜택을 받을 수 있도록 중국과 인도와 같은 아시아 시장과 실물자산에 대한 투자)을 포함하여 투자분산을 향상시키는 것이 가장 중요하다. 금리와 인플레이션이 상승함에 따라 전통적인 채권-주식 상관관계의 역동성이 낮아지기 때문에 절대수익률이나 실질수익률을 목표로 하는 채권-주식의 낮은 상관관계의 전략도 역시 선호될 수 있다. 유동성을 대체하는 전략도 포트폴리오를 분산시키는 데에 도움을 줄 수 있으며, 낮은 수익률의 환경에서는 비용효율적 솔루션의 중요성이 훨씬 커질 것이다. 전술적 배분도 기회를 포착함에 있어서 핵심적인 사안이 될 것이다. 올해 하반기에 들어섬에 따라, 인플레이션의 온건한 둔화와 성장 모멘텀의 개선이 나타날 것이다(주식에 긍정적인 요인 증가).
- **주식 변동성이 상승하고 있으며, 시장이 인플레이션 경로와 중앙은행의 대응을 재평가함에 따라 높은 변동성 수준을 유지할 것이다.** 하지만, 적절한 경제성장률과 합리적인 완화적 금융조건은 주요한 시장붕괴를 방지할 수 있을 것이다. 2022년에는 한 자리의 주식 수익률을 우리의 기본 시나리오에서 상정하고 있다. 지역적으로 우리는 유럽/일본 및 밸류에이션의 매력도가 높은 인도와 중국과 같은 일부 신흥국을 선호한다. **미국시장은 올해 말에 거의 연초와 같은 수준으로 마감될 수 있지만, 상대적 가치의 기회를 제공하는 종목 사이에서는 커다란 격차가 나타날 수도 있다.** 구조적으로 인플레이션이 상승하는 레짐이 아직까지는 가격에 반영되지 않았으며, 시장은 장기간 동안 낮게 유지되고 있는 자본비용을 가격에 반영하고 있다. 인플레이션 (및 금리) 리스크의 온건한 가격재반영은 성과 및 구성(S&P 500은 대체적으로 성장주에 치우친 시장을 나타냄)이라는 측면에서 주식에 커다란 영향을 줄 수 있다. **시장에서는 지수의 구성 및 가치주/성장주의 거대한 로테이션이 올해 주식 투자자에게 주된 테마가 될 것이다.** 따라서, 투자자는 미국 시장에서 성장주에 대비하여 가치주를 선호해야 하고, 글로벌 수준에서 넓히면 더욱 그러한 성향이 필요하다. **인플레이션 상승과 금리 인상은 주식 수익률을 잠식할 것이고, 비싼 성장주 종목에 대한 투자는 거의 지속 가능하지 않다.** 기술성장주에 대비하여 가치주가 선호될 것이다. 또한, 우리는 과대평가된 대형주 종목에 대한 신중한 포지션을 증가시켰으며, 높은 가격결정력을 가진 기업을 선호한다.
- **채권에서는 유연성과 숏듀레이션 바이어스가 권장된다.** 전통적인 채권 벤치마크는 높은 듀레이션 리스크와 낮은 수익률의 어려움에 당면해 있다. 금리가 상승하면, 이러한 채권 벤치마크의 지수는 손실을 경험하게 된다. 따라서, 투자자는 중앙은행 무동조화(asynchrony)와 FX 역동성에서 비롯된 기회를 활용하기 위해서 채권(FI)에서 유연성이 높은 접근방식을 선호해야 할 것이다. 채권은 죽지 않았지만, 상대적 가치가 투자에서 가장 중요한 요인이 될 것이다. 수익률곡선 및 지역 전반에 걸쳐 있는 기회와 신흥국 채권과 높은 수익률의 자산에서의 포착하는 기회는 마이너스 실질수익률의 환경에서 부가적인 가치를 추출하는 데에 핵심이 될 것이다. 수익률의 일부 가격 재조정인 일단 이루어진 후에 투자자는 채권(fixed income)에 익스포저를 추가하여 시장전위로부터 혜택을 받을 수도 있다. 크레딧의 경우, 예를 들면 HY에는 여전히 기회가 있지만, 투자자는 여기에서 유동성 하락에서 악영향을 받을 수 있는 과도한 부채가 있는 종목은 피해야 할 것이다.

지난 수 십년 간 뒷방에 물러나 있었던 거대한 인플레이션이 복귀했다는 것은 투자자는 명목수익성에서 실질수익성이라는 기준으로 투자에 대한 마음가짐을 전환시켜야 함을 의미한다. **현재의 시장 변동에 플레이 하는 것이 수익성의 생성에서 가장 중요하며 실질수익률은 여기에서 핵심적 동인이 될 것이다.**

전반적인 리스크 분위기



금융조건은 완화적이지만 부담이 큰 밸류에이션의 시기 동안에는 중립적 포지션을 유지하고 펀더멘탈이 약세인 자산을 추가시키는 유혹을 피해야 할 것이다.

이전 달 대비의 변화

- ▶ 가치주로의 로테이션 확인.
- ▶ 크로스아셋에서 주식 배분의 조정, 전반적인 리스크에 중립적 포지션.
- ▶ 중국 자산에 대한 건설적 포지션 증가시킴.
- ▶ 지정학적 리스크를 바탕으로 FX에서 정밀한 조정.

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

CROSS ASSET
RESEARCH 분석



Monica DEFEND,
Global Head of Research

성장 모멘텀이 둔화되고 인플레이션이 지속되는 와중에 매파적인 성향이 강해진 연준은 이제 시장에 높은 변동성의 신호를 내고 있으며, 이는 듀레이션에 대한 우리의 신중한 견해와 위험자산 전체에 대한 높은 선별의 필요성을 확인시키고 있다

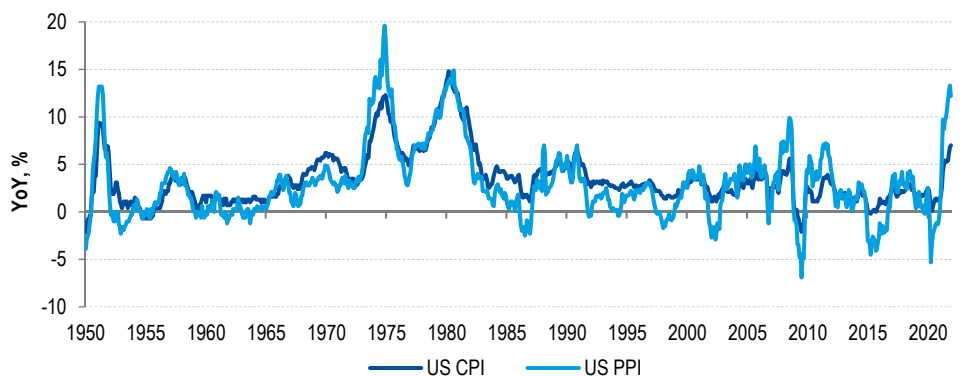
성장, 인플레이션 및 통화정책

우리가 지난 11월 중순에 Outlook을 발간한 이후에, (1) 성장/인플레이션 조합 및 (2) 통화정책의 순차적 이행과 같은 투자확신감과 관련된 주요 테마에서 현격한 변화가 발생했다. 성장과 인플레이션, 그리고 성장/인플레이션의 조합에서 광범위하게 악화되는 상황이 나타났다. 경기모멘텀의 둔화가 확인되며, 우리는 2022년 동안에 성장이 점진적으로 낮아지는 추이가 될 것이라고 믿고 있다. 중국의 경우, 오미크론 확산은 1분기 경기회복의 경로를 혼란시키고 있다. 코로나 무관용 정책을 유지하고 있는 중국의 지방 정부들은 춘절(음력 설날)을 앞두고 사회적 거리두기 규칙을 강화시켰으며, 이는 사람들의 이동성과 서비스 소비에 다시 압박을 줄 것이다. 반면에, 미국 노동시장은 그 수준과 구성에서 광범위한 개선의 징후를 보이면서 서프라이즈 업사이드를 나타냈으며, 이는 연준이 매파적인 기조를 강화하도록 부추기고 있다. 이러한 상황에서는 임금 상승과 자본지출을 모니터링 하는 것이 핵심이다. 우리는 임금 상승이 정체될 것이고, 이를 통해 인플레이션에 대한 기여와 기업 마진에 대한 압박이 줄어들 것이라고 가정한다. 구체적으로 살펴보면, 우리는 향후 미국에서 소비 프로파일의 온건화, 저축 냉각화, 재고 재구축 등이 나타날 것으로 예측하고 있다. 자주 언급되었듯이, 우리는 인플레이션이 글로벌적으로 지속성이 강해지는 추이가 될 것으로 예상한다. 물가 역동성은 중앙은행의 통제를 벗어난 요인들에 의해 계속 움직일 것이며, 이로 인해서 중앙은행 개입의 효과가 희석될 것이다. 작년 12월 이후로, 연준(Fed), 영국중앙은행(BoE, 영란은행), 유럽중앙은행(ECB)은 인플레이션을 관리하기 위해 자신들의 포지션을 재정립했다. 특히, 유럽중앙은행은 다른 중앙은행들에 비해서 여전히 상대적으로 비둘기파적이지만, 최근에 공개된 매파적인 기조의 강화는 시장을 놀라게 했다. 우리는 유럽중앙은행이 물가 역동성을 안정시키기 위한 금리의 인상을 시행하는 데에는 다소 시간이 걸릴 것으로 내다보고 있으며, 파이낸싱 조건과 실물경제에 대한 양적긴축(QT)의 영향에 대해서 우려하고 있다. 우리는 공급망 병목현상은 2022년 하반기까지 연장될 것으로 예상하는 반면에, 물가전가 압박의 조기 징후를 파악하기 위해 생산자물가지수(PPI)와 소비자물가지수(CPI) 사이의 격차를 면밀하게 모니터링 하고 있다. 이는 고려되어야 하는 리스크이지만, 아직까지 시장에 의해 가격에는 반영되지 않았다. 향후의 기업실적

발표시점은 잠재적인 마진 압박의 여부를 일부 보여줄 수 있을 것이며, 실망스러운 기업이익의 실적이 나올 가능성도 있다. 하지만, 생산자에서 소비자로의 인플레이션 전가가 시작되는 경우에, 이는 CPI를 더 높게 끌어올리는 또 다른 요인이 될 것이다. 반면에, 중국에서의 인플레이션 역동성은 반대의 경로로 진행되고 있다. 춘절 이전의 식료품 가격의 이례적인 하락과 PPI의 급락으로 인해서 일반적인 인플레이션 수치는 하방 서프라이즈를 나타냈다. 높은 기저효과와 원자재 가격의 상승 둔화로 인해서 우리는 중국에서 2021년 CPI는 제한적으로 유지될 것이고 PPI는 급격하게 하락할 것으로 예상된다. 글로벌 원자재는 그린 전환으로 가속화된 수요/공급 불균형을 바탕으로 여전히 상승 움직임을 보일 여지가 있다. 이러한 역동성에서는 정치적 측면을 가정하고 있다 - 탄소중립으로의 전환이 연기될 수도 있다.

통화정책의 순차적 이행. 우리는 연준(Fed), 영국중앙은행(BoE), 유럽중앙은행(ECB)이 인플레이션을 관리하기 위해서 일련의 조치를 취해야만 할 것이라는 확신감을 유지한다 - 높은 인플레이션과 성장 둔화의 와중에 공격적인 연준(및 유럽중앙은행)은 위험자산에 부정적이며, 통화당국을 평판 리스크와 금융 불안정성에 노출시킨다. 미국 경제성장 프로파일은 예년의 추이 수준을 근접할 것으로 보이지만, 우리는 유로통화권과의 경제성장률이 2021년 양적완화의 종료로 정당화시킬 만큼 충분할 것이라는 예상에는 회의적이다. 이와는 반대로, 중국인민은행(PBoC)은 FX의 변동을 관리하고 중국경제를 떠받치기 위해서 완화적인 포지션을 강화하는 방향으로 치우쳐 있다. 현 시점에서는, 중국 경제성장률이 계속 실망스럽거나 새로운 감염병 확산이 있을 경우에는, 추가적인 통화완화가 있을 가능성(우리의 중심 시나리오에서는 반영되어 있지 않음)이 크다. 이 모든 상황은 채권(fixed income)의 변동성 상승으로 전환되어, 수익성곡선의 스킨드에 영향을 주게 된다. 크레딧 스프레드에 압박을 줄 수 있기 때문에 우리는 주식 가격조정의 잠재적 유발요인으로 기업실적 발표시점을 눈 여겨 볼 것이다. 우리는 가치주주의 틸팅을 강조하면서, 듀레이션에는 방어적, 주식에는 중립적 포지션을 유지한다. 포지셔닝에서 변경을 유발시키기 위해서 우리는 성장/인플레이션 조합에서 실질금리 역동성으로 반향하는 안정화(또는 개선)를 모색한다.

미국 PPI-CPI 분리



Source: Amundi, Bloomberg as on 20 January 2022

PPI- 생산자물가지수, 기업 수준에서 인플레이션의 측정 수치, CPI- 소비자물가지수, 최종 소비자가 당면한 인플레이션의 측정 수치

멀티어셋

주식 리스크에서 중국과 유럽에 우호적인 방향으로
로테이션



Matteo GERMANO,
Head of Multi-Asset

인플레이션 등과 같은 리스크는 우리가 주식에 대한 전반적인 중립적 견지를 변경시키지는 못하게 만들고 있지만, 유럽 주식에 경미하게나마 긍정적이게 되었고 중국 자산에는 건설적인 포지션이 증가되었다

인플레이션 압박이 강해지는 있는 것처럼 보이고 금리의 급격한 상승 움직임을 보이면서 지정학적 리스크의 증가하면서 올해가 시작되었다. 반면에, 경제적 환경은 건설적인 상태를 유지했으며, 이는 오미크론 변이가 예상보다는 낮아진 영향에 의해 견인되었다. 이러한 상황은 향후 12개월에 대한 적절한 기업이익 기대감과 결합되어 위험자산에 계속 우호적으로 유지되었다. 하지만, 일부 세그먼트의 변동성과 밸류에이션은 중립적 리스크 견지를 요구하고 있다. **우리는 투자자가 신중하게 펀더멘탈을 평가하지 않고 시장에 진입하는 유혹을 피해야 한다고 믿고 있다.** 대신에, 익스포저를 정밀하게 조정하여, 장기적이고 전술적인 기회와 밸류에이션 사이에서 균형을 이루어야 할 것이다. 이와 더불어서, 투자자는 헤지를 갖추고 다양한 투자원에서 실질수익률을 추출하기 위해서 광범위한 일련의 분산된 글로벌 자산에서 투자를 모색해야 한다고 권고한다.

투자확신감이 높은 아이디어

주식의 경우, 우리는 선진국과 신흥국에 대해서 중립적 포지션이다. 중요한 점은, 인플레이션 우려로 압박을 받았던 비싼 세그먼트의 최근 움직임은 우리가 취한 기존의 선별적인 접근방식에 확신을 강화시켜 주고 있다. **투자자는 전체적인 리스크를 증가시키지 않으면서도 최근의 움직임에서 혜택을 입기 위해서 익스포저의 로테이션을 고려해야 한다.** 이를 통해서, 유럽의 경제회복과 기업이익 성장에 대한 견조한 예측, 매력적인 상대적 밸류에이션, 유럽 지역의 가치주에 대한 틸팅을 감안하여 우리는 유럽 주식에 대해 경미하게 긍정적인 포지션(우리는 전체 주식에 대해서는 중립적 포지션으로 유지)을 취한다. 이와 유사하게 중국의 경우, 정책 가시성이 개선되고 미래 불확실성을 이미 가격에 반영되어 있는 현재의 낮은 밸류에이션을 감안하면 홍콩 상장주는 현재 매력적인 것으로 보인다. **채권(FI)의 경우, 듀레이션에 대한 전반적인 신중함 견지와 더불어서, 우리는 5년물 독일국채에 대한 기존의 방어적 견해를 고수한다.** 이러한 견해는 높은 인플레이션의 글로벌 환경, 매파적 성향이 강화된 중앙은행(연준, 영국중앙은행)의 금리인상 언급, 유럽중앙은행(예상보다는 비둘기파적인 기조가 낮은 것으로 보이지만, 정책금리 인상을 서두르지는 않은 것임)의 잠재적인 양적완화 점진적 축소와 부합한다. 하지만, 우리는 이탈리아와 같은 유로통화권 주변국의 정치적 상황을 모니터링 하고 있다. 아시아의 경우, 우리는 현지화표시 중국국채가

가진 투자분산의 효과, 성장둔화로 조성된 우호적인 환경, 타겟형 통화완화 등으로 인해서, 이에 대한 긍정적 포지션을 높였다. 우리는 중국인민은행의 완화적 정책기조의 강화 및 중국경제의 성장모멘텀 약화 여부를 추적하고 있다. 그 외의 신흥국 채권의 경우, 우리는 중립적인 견지를 유지한다. **반면에, 계속된 실질수익률 추구로 인해서 우리는 EUR IG와 HY에 대해 낙관적이다.** 경미하게 약세가 되고 있지만 경기모멘텀은 여전히 부양적으로 유지되고 있다. 두 번째로, 기술적 요인, (비록 경미하게나마 축소되었지만) 합리적으로 강세를 보이고 있는 유럽중앙은행의 수요, HY의 낮은 채무불이행률(부도율)은 유럽 크레딧의 투자 케이스를 떠받치고 있다. 하지만, 우리는 비대칭적 리스크, 실질금리 상승의 부정적인 영향, 금융조건이 타이트해질 가능성(현재는 리스크가 아님)을 간과할 수는 없다. 따라서, IG의 스프레드가 타이트해짐에 따라 우리는 이에 대한 경계를 유지한다. **FX는 지정학적 및 상대적 가치의 잣대를 통해 우리의 견해를 이행시킬 수 있는 플레이그라운드로 유지되고 있다.** 선진국의 경우, 우리는 GBP/CHF의 FX 캐리 트레이드 바스켓에 대해 건설적인 포지션이지만, EUR와 USD에 대비하여 GBP에는 신중한 포지션이다. 우리는 글로벌 경기모멘텀의 둔화와 인플레이션 상승이 CHF와 같은 투자안전처 FX에 대한 부정적인 견해에 대한 떠받침이 줄어들다는 사실은 인정하지만, 스위스 프랑화는 G10 유니버스에서 가장 과대평가된 통화에 속한다고 믿고 있다. 또한, 오미크론 변이가 영국에 미친 영향이 (당초의 예상보다는) 덜 심했기 때문에 GBP가 떠받쳐질 가능성이 크다. 반면에, 신흥국의 경우, 중국이 글로벌 초강대국이 되려는 야망과 아시아 교역에서 가지는 지정학적 중요성은 CNH를 포함하는 중국자산을 떠받칠 것이라고 계속 믿고 있다. 하지만, 러시아는 경상수지 강세와 루블화의 매력적인 밸류에이션에도 불구하고 우리는 이제 러시아를 둘러싼 현재의 국제적 환경이 RUB를 압박할 수 있다고 믿고 있다.

리스크 및 헤징

인플레이션과 정책실수는 시장에 거대한 영향을 줄 수 있는 주요 리스크 중의 일부이다. 일반적으로, 투자자는 선진국 주식과 크레딧(미국 HY) 익스포저를 하방 리스크와 변동성으로부터 보호하기 위해서 파생금융상품을 사용해야 할 것이다.

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, 자산종류 평가에 대한 견해는 기대 방향(+)과 투자확신의 강도(+/**/++/**)를 반영하고 있다. 본 평가는 변경될 수 있다.

(CGB = 중국국채, EM = 신흥국 시장, PBoC = 중국인민은행, FX = 외환, IG = 투자등급, HY = 하이일드, CB = 중앙은행, BTP = 이탈리아 국채, EMBI = 신흥국 채권지수.

채권

크레딧에 여전히 부양적인 완화적 금융조건



Amaury D'ORSAY,
Head of Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

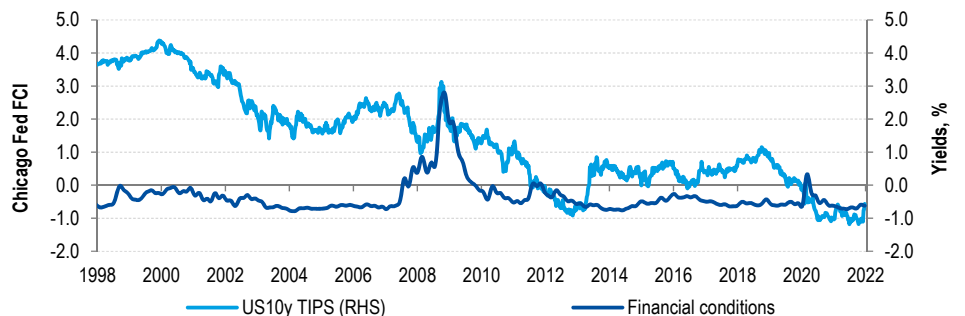
2022년이 시작됨에 따라 연준에서는 매파적인 견지가 강화되고 있지만, 전반적인 정책기조는 온건한 상태를 유지할 가능성이 크다

최근의 수익률 움직임은 작년 초반에 나타났던 움직임과 유사하지만, 상승 속도와 통화정책 견지는 매우 상이하다. 지금은, 조치를 취하지 않는다면 인플레이션이 '고착화'될 수도 있다고 연준이 우려하고 있는 것으로 보인다. 현재로서는 유럽중앙은행은 미국에서와는 달리 유럽의 인플레이션이 커다란 문제는 아니라고 믿고 있고 시장도 이에 동의하고 있으며, 이에 따라 유럽의 통화당국은 금리인상과 관련하여 유보적인 입장을 취하고 있다. 하지만, 유럽에서도 원자재 가격, 공급 병목현상, 수요 급등으로 견인되는 인플레이션이 구조적으로 정착되는 경우, 우리는 유럽에서 서프라이즈가 있을 수 있는 일부 여지가 있다고 믿는다. 따라서, 투자자는 금융조건을 살피면서 듀레이션에 대해서 경계를 유지하고 신중한 포지션을 취해야 할 것이다. 캐리 기회는 크레딧, 주변국 채권, 신흥국 자산에 존재하지만, 포커스는 실질금리의 상승에 탄력적인 분야에 두어져야 할 것이다.

글로벌 및 유럽 채권(fixed income)

현재의 시장은 미국과 유럽 핵심국에서 우리의 신중한 듀레이션 견지 범위 내에서 움직이고 있다. 하지만, 우리는 유연한 포지션을 취하며, 수익률곡선에서 혜택을 입기 위해 장단기적 관점에서 이를 관리하고 있다. 우리는 중국과 이탈리아와 같은 유로 주변국의 국채에 긍정적이지만, 관련된 정치적 행사를 모니터링 하고 있다. 브레이크이븐은 일부 기회를 제공하지만, 밸류에이션이 이제 점차 타이트해지고 있다. 전통적인 분야에서 수익률 옵션이 제한적인 상황에서 우리는 크레딧 HY와 IG에서 수익성을 모색한다. 우리는 선별에 대한 포커스를 증가시켰으며, 단기만기 및 론(loan)을 선호한다. 또한, 우리는 승자와 패자를 파악함에 있어서 기업의 가격결정력에 대한 포커스를 통해 선별적이어야 하고 지속 가능하지 않는 사업모델과 레버리지를 추가하는 경향을 가진 기업을 피해야 할 필요성이 있다고 믿고 있다. 이와 더불어서, BB 등급의 스프레드가 타이트해질 가능성이 크기 때문에 우리는 BBB 등급에 대비하여 BB 등급을 선호한다. 부문별 관점에서, 우리는 후순위채권, 금융 및 보험 부문의 종목을 선호하지만, 소비자, 수송 및 유틸리티 부문은 피한다. 특히 금융 부문 경우 유럽에서 금융시스템의 통합이 나타날 수 있으며, 우리는 이와 관련하여 부상할 수 있는 기회를 추적하고 있다.

완화적으로 유지되고 있는 금융조건



Source: Amundi, Bloomberg, 21 January 2022. Financial conditions index = Positive value indicates financial conditions are tighter than on average, whereas value below zero indicates conditions are looser than on average.

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, MBS = 부동산저당증권

미국 채권(fixed income)

경기모멘텀의 둔화에도 불구하고 연준은 인플레이션(잉여적인 저축액, 임금 압력)에 대한 조치를 취해야 한다는 압박을 받고 있을 수도 있다. 최근에 연준이 암시한 금리인상은 이러한 사실을 나타내고 있으며, 이는 이미 채권의 수익률 상향 움직임을 유발했다. 하지만, 우리는 연준이 금융조건이 비록 완화적으로 유지되고 있더라도 인플레이션에 대한 대응을 늦추는 행보(뒷북을 치는 자세)를 유지할 가능성이 크다고 생각한다. 우리는 미국 재무성증권(UST)에 액티브한 견지를 가지면서 신중한 포지션이다. 대신에, 우리는 공공기관발행의 부동산저당증권(agency MBS)과 같은 증권화된 크레딧에서 수익을 모색하며, 이 종목은 스프레드 상승의 리스크를 상쇄시키는 선별적인 기회를 제공한다. 또한, 수요, 기업이익, 저축이 강세를 유지하고 있는 소비자 시장도 모색하고 있다. 하지만, 재정적 지원의 종료와 지속적인 인플레이션의 영향은 모니터링 되어야 할 것이다. 밸류에이션이 매력적이라는 사실을 감안하여 회사 크레딧은 우리가 온건하게 긍정적일 또 다른 분야이다. 하지만, 투자자는 베타와 롱듀레이션 IG를 제한하는 것을 고려하고 고유리스크를 선호해야 할 것이다. 새로운 발행 프리미엄이 확대됨에 따라, 우리는 고투량 크레딧의 포착에서 선별적인 포지션을 유지한다.

신흥국 채권

신흥국은 내재적 파편성을 인지하지 못하는 경우에 글로벌 포트폴리오에 대한 누릴 수 있는 인플레이션 (중국에서는 낮은 인플레이션), 국내 수요 및 통화 밸류에이션 테마 등과 같은 핵심적 혜택을 감추는 실질적인 유니버스를 제공한다. 우리는 전반적으로는 관망하는 포지션을 유지하는 반면에, IG에 대비하여 HY를 계속 선호한다. 현지화표시 채권에 경우에, 우리는 보다 선별적인 포지션이다. 우리의 원자재 수출주도 국가에 대한 선호는 유지되며, 인도네시아는 선호하지만 카자흐스탄, 브라질, 터키에 대해서는 신중한 포지션이다.

FX

우리는 미국의 긴축정책을 바탕으로 USD에 건설적인 포지션이고, 낮은 수익률의 통화(JPY와 CHF)에 대해서는 신중한 포지션이다. 하지만, 우리는 IDR와 MXP를 포함하여 하이베타 신흥국 통화에 긍정적인 포지션이며, 지정학적 리스크의 관점에서 RUB에는 관망적인 포지션이다.

주식

편중리스크에 유념하면서 가치주 테마에 플레이 할 것



Kasper ELMGREEN,
Head of Equities



Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

우리는 지금 성장주에 대한 진실의 시간을 목도하고 있다. 인플레이션 리스크에 탄력적인 기업의 선별과 더불어서, 가치주로의 로테이션이 투자자에게는 다년간 지속되는 테마로 유지된다

종합적 평가

핵심 수익률의 급격한 움직임은 올해 들어 지금까지 강력한 로테이션을 유발했으며, 우리는 이러한 상황이 계속될 것이지만 단선적이지는 않을 것이라고 믿고 있다. 현 시점의 질문은 ‘향후의 금리인상과 인플레이션 공포는 경제성장에 어느 정도 영향을 줄 것인가’이다. 수요의 측면에서, 우리는 충분한 잉여 저축, 억눌린 수요 및 경기회복을 떠날 수 있는 완화적인 금융조건이 존재한다고 생각한다. 하지만, 금리가 상승함에 따라 밸류에이션 멀티플이 축소될 것이라는 결론은 합당하며, 특히 이익을 내지 못하는 기업과 비싼 성장주는 이러한 측면에서 더욱 그러하고, 편중 리스크도 나타나고 있다. **따라서, 투자자는 기업이익 성장과 밸류에이션과 관련하여 선별적이고 관망적인 포지션을 유지해야 할 것이다.** 전반적으로, 우리에게는 사업모델과 재무제표의 강점이 중요한 투자 결정에서 요인으로 유지된다.

유럽 주식

통화정책이 정상화로 치우치는 가운데, 우리는 인플레이션이 기업의 수익성에 어떻게 영향을 미칠 가능성이 큰 지에 대해서 포커스를 두고 있다. 왜냐하면 현재로서는 기업들이 비용 상승을 편안히 소비자에게 전가시키고 있기 때문이다. 그러나, 우리는 이러한 상황이 어떠한 규모로 영향을 미칠 수 있는지 평가하고 있으며, 선별 과정에서 중요한 기준이다. 기업이익 성장을 지속시킬 수 있는 사업은 실질수익성이 희소한 시기에는 매력적인 주식배당을 제공할 수 있을 것이다. 부문별 수준에서, 우리는 금리에 민감한 부문(예: 금융부문), 가치주 및 경제재개와 연계된 기타 부문에서 기업이익이 상승할 것이라고 믿고 있다. 이러한 관점에서, 밸류에이션과 자본 대비 강력한 수익률의 잠재력을 계속 기지고 있기 때문에 우리는 산업주(더욱 긍정적)와 은행주에 긍정적인 포지션을 유지한다. 반면에, 우리는 IT와 경기소비재에는 회의적 포지션을 유지하지만, 경기소비재에 대한 회의적 견지를 줄였다. 바벨형 접근법의 다른 쪽 끝에서는, 우리는 의료보건과 같은 부문의 매력적인 경기방어주 종목에 대해 건설적인 포지션이다. 전반적으로, 우리는 ESG 프로필을 향상시킬 잠재력을 가진 퀄리티 기업을 모색하고 있다.

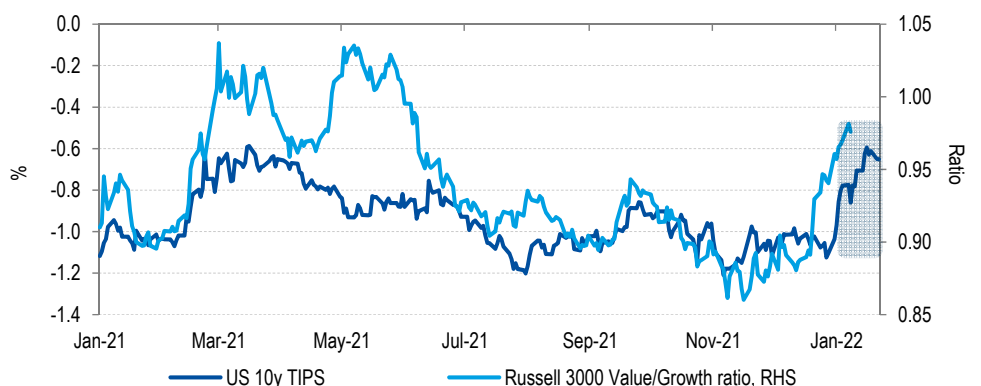
미국 주식

일부 성장주에서는 높은 밸류에이션과 시장 지수의 편중리스크가 나타나고 있다. 이러한 상황은 임금 인상의 와중에 (급변하는 코로나 상황에 의한) 노동력 부족에 의해 악화되고 있으며, 이는 임금 인플레이션의 고리로 전환될 수도 있다. 우리는 투자자가 이러한 리스크를 인식하고 매우 선별적인 접근방식을 채택해야 한다고 믿고 있다. 따라서, 핵심 역량, 지속 가능한 가격결정력, 장기적 기업이익 성장의 잠재력을 보여주는 높은 퀄리티의 경기민감 가치주를 살펴보고 있다. 회사별 특정적 동인이 시장의 방향성보다 더욱 중요하게 유지되고 있으며, 우리는 매력적인 상대적 가치 기회를 모색하고 있다. 반면에, 작년에 저금리와 양적완화가 견인한 자금유입으로 부양되었던 성장주는 압박을 받을 수 있다. 우리는 하이모멘텀 성장주와 롱듀레이션 종목에 신중한 포지션이다. 부문별 수준에서, 우리는 경기민감주의 공간에 있는 금융주(주로 은행주), 소재주 및 에너지주를 선호한다. 또한, 우리는 방어주 부문의 일부 세그먼트(예: 의료건강주, 필수소비재주, 이동통신주)가 밸류에이션 관점에서 점차 매력적으로 되고 있다는 사실도 인지하고 있다. 전반적으로, 우리는 매력적인 장기적인 구조적 성장 스토리와 더불어서 비싼 세그먼트가 존재하는 시장에서 액티브한 포지션을 유지한다.

신중국 주식

우리는 신중국에 대한 일부 악재를 인지하는 반면에, 매력적인 밸류에이션으로 인해 중기적으로는 건설적인 견지를 유지한다. 또한, 중국 주식(신중국 유니버스의 핵심 컴포넌트)에 대한 공포는 과도하다고 생각한다. 우리는 향후에 경기사이클(완화적 견지) 및 구조적(투자분산의 대상 및 플러스의 실질수익률) 요인들이 일부 리스크가 유지되더라도 중국에게는 우호적으로 역할을 할 가능성이 크다. 이와 더불어, 우리는 인도, 러시아, 헝가리와 같은 소비주와 에너지주 및 원자재 스토리를 가진 국가들을 선호한다. 이와 관련하여, 우리는 지정학적 리스크도 모니터링 하고 있다.

올해 수익률 상승에 따른 가치주로의 로테이션



Source: Amundi, Bloomberg, as on 20 January 2022.

글로벌 테마 견해



Pierre BLANCHET,
Head of Investment Intelligence



Didier BOROWSKI,
Head of Global Views



Jean Baptiste BERTHON,
Strategist

제로 실질금리로 복귀 여정

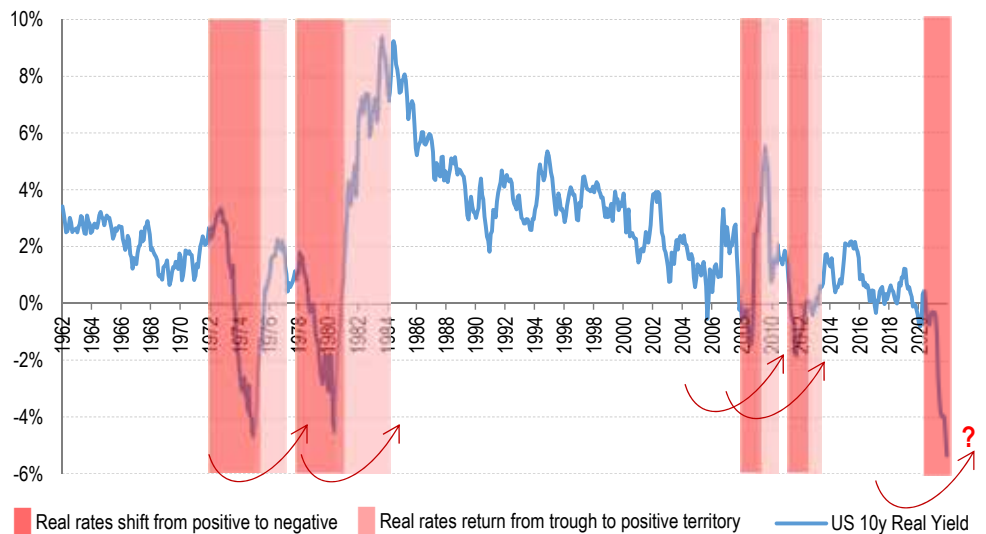
미국과 유럽의 실질금리는 최근 역사에서 전례가 없었던 마이너스 수준을 도달했다. 현재와 비슷한 수준을 찾기 위해서는 1970년대로 돌아가야만 하며, 2차세계대전 이후에는 소수의 과거 예시만을 참조점으로 사용될 수 있을 뿐이다. 우리는 제로 실질금리로 복귀 여정이 크로스애셋의 상대적 수익성과 변동성에서 핵심 동인 중의 하나가 될 것으로 생각한다. 이러한 움직임은 채권의 리스크 감안 수익성과 크레딧 IG에 악영향을 줄 수 있다 - 그리고, 이러한 움직임은 주식에 압박을 주게 되고, 성장주에 대비하여 가치주와 경기방어주에 대비한 경기민감주를 선호하게 만들고, 금에 부정적이게 될 것이다.

인플레이션이 전세계에서 맹위를 떨치고 있으며, 미국과 유럽에서는 사상 최고 수준에 다다랐다. 낮은 정책금리와 중앙은행의 자산매입 프로그램은 명목금리를 낮은 수준을 계속 유지시키는 반면에, 헤드라인 인플레이션과 코어 인플레이션은 계속 상승하고 있다. 이러한 상황은 실질금리를 처음에는 제로금리 수준으로 만들었지만, 현재는 1970년대 이후로 나타난 적이 없는 수준의 마이너스대로 급락했다.

Amundi의 시나리오에 따르면, 실질채권수익률은 미국과 유럽에서 2022년 1분기에 바닥을 치고 오를 것이다. 미국 연방준비위원회(연준)은 기대하는

것보다 많은 횡수로 금리를 인상하고 예상보다 더 빠르게(또는 더 공격적으로) 양적긴축을 이행할 수도 있다. 유럽중앙은행도 마이너스 금리정책을 중지하고 자산매입 프로그램을 조기에 종료하라는 압박을 받을 수 있다. 인플레이션이 현재의 수준에서 훨씬 추가적으로는 상승하지 않는다고 가정하면, 실질수익률은 시장이 예상하는 것보다는 빠르게 제로 수치의 방향으로 움직일 수도 있다. 실질금리의 현저한 변화는 거시경제에 중요한 함의를 가지며, 대표적으로 자본투자 추이의 평가, 저축 실질수익률 및 공공부채 지속가능성 등에서 더욱 그러하다.

1962년 이후의 미국 실질금리 기본적 수치: UST 10년물 수익률 - CPI (월별)



Source: Refinitiv, Amundi Research - Data as of 15 January 2022

실질금리 움직임의 자산종목 전반에 대한 영향 평가하기

제로 실질금리로 복귀하는 여정은 크로스애셋의 상대적 수익성과 스타일 로테이션에 대해 현저한 함의를 가진다. 하나의 변수만으로 모든 자산의 수익성과 공통적 움직임을 설명할 수는 없지만, 실질수익률 상승의 환경에서 자산종목 행태를 연구하는 것은 2022년 올바른 투자전략을 이행하는 데에 도움이 될 것이다.

- 첫 번째 발견된 사실은 실질수익률의 마이너스의 침체에서 상승 움직임은 점진적인 추이의 움직임이 아니며, 오히려 **제로 수익률로의 급작스러운 상승 움직임을 보인다**는 점이다. 실제로도 실질수익률은 마이너스대에 있을 때 그렇지 않을 때보다도 훨씬 더 변동성이 크다. 두 개의 매개변수가 동시에 반대 방향으로 움직이기 때문에(즉, 명목금리가 상승하는

반면에 인플레이션은 하락할 때) 제로 수익률로의 급격한 움직임이 발행한다. 이러한 속도는 인플레이션의 최초 수준과 브레이크이븐의 내재된 가격 프리미엄의 함수에 의해 결정된다.

- 실질금리 상승의 두 번째 중요한 영향은 곡선의 프론트엔드와 롱엔드 모두에서 **채권 변동성이 상승한다**는 점이다. 이러한 국면 동안에는 물가연동국채(TIPS)의 변동성이 커지게 된다. 타이트한 통화조건과 결합된 채권수익률 변동성 상승과 실질수익률의 상승은 미국과 다른 전세계의 크레딧 시장에 악재가 될 수 있다.
- 세 번째로, **주식에 대한 영향은 일반적으로 서늘되는 것보다 더 복합적으로 되고 불분명해진다**. 실제로, 주식지수 수익성과 실질채권수익률 변화 사이의 상관계수는

글로벌 테마 견해

안정적이지 못하며, 장기적으로는 제로에 근접하게 된다. 그 결과는 플러스 또는 마이너스의 근본적인 성장세 추이의 함수가 된다. 실질수익률의 변화는 **부문 및 스타일 로테이션의 핵심 동인**이다. 간단히 말하면, 제로 금리로의 복귀는 성장주에 대비한 가치주의 아웃퍼포먼스 및 금융주와 일부 경기민감 부문의 아웃퍼포먼스로 이어지게 된다. 유럽에서는 이러한 부문들의 상대적 비중이 높기 때문에, 유럽이 상대적으로 혜택을 입게 될 것이다.

• 마지막으로, 실질금리의 상승은 **USD를 떠받칠 것이며**, 유럽 중앙은행이 기존의 정책을 유지하는 한 EUR과 대비하면 더욱 그러할 것이다. 금 가격의 변화도 실질금리의 수준과 매우 높은 상관계수를 가진다¹. 실질금리가 마이너스대에 진입한 동안에는 역사적으로 미국 달러화 기준의 금 가격은 역사적으로 상승해 왔으며, 실질금리가 제로로 복귀할 때에 하락하는 경향을 보였다.

제로금리로 복귀하는 시기

명목금리와 인플레이션(실제 또는 기대 인플레이션) 사이의 차이로 계산된 실질금리는 명목금리가 상승하거나 인플레이션(및 기대 인플레이션)이 하락, 또는 이 두 요인의 결합되는 경우에 상승할 수 있다. 실질금리가 (현재하게)

마이너스로 변경되었던 이전 시기 동안을 살펴보고 우리의 거시경제적 시나리오와 미국의 금리 가정을 사용하는 경우, 우리는 실질금리의 제로금리로 복귀하는 움직임은 주로 인플레이션의 하락에서 비롯될 것이고 12-18개월 동안 지속될 것이다.

실질금리는 어디로 갈 것인가?

실질금리의 장기적 동인은 통화정책, 저축/투자 균형, 안전자산에 대한 상대적 수요 및 아웃풋갭(output relative to potential, 역주: 경제성장률과 잠재성장률의 차이)이다. IMF 연구²에 따르면, 통화정책은 1980년대와 1990년대 동안에는 신흥국의 급격한 저축 증가에 의한 실질금리가 주된 동인이었던 반면에, 2000년대에는 글로벌 투자 하락 및 글로벌 금융위기 이후에는 주식의

변동성으로 인한 안전자산에 대한 수요가 동인이었다. 실질금리를 낮은 수준으로 유지시키는 요인들이 코로나 이후에도 여전히 작동하고 있으며, 특히 채권에 대비한 주식의 상대적으로 높은 리스크 특성과 잉여적인 저축이 그러하다. 따라서, 우리는 실질금리가 지난 10년 동안 수치의 범위로 복귀할 것으로 예상하지만, 적어도 중기적으로는 그 이상으로 상승할 가능성은 크지 않다.

분화되고 있는 실질금리와 투자분산처로서의 역할

지난 10여년 동안에 각국의 실질금리들은 시장참여자들과 이코노미스트가 “글로벌 금리”로 예측하던 범위로 점진적으로 수렴되어 왔다. 코로나 종료, 경기순환의 무동조화, 지역별 통화정책/재정정책의 차이로 인해서 자산의 가격과 밸류에이션에 상이한 방식으로 영향을 주는 **다양한 실질금리**가 나타날 가능성이 더욱 커졌다. 현재 가장 확연한 사례는 유럽과 미국 사이의 비교에서 찾아볼 수 있다. 따라서, 우리는 대서양 양쪽의 대륙에서 실질금리의 일시적 분화가 있을 것으로 예상한다. 반면에, 중국인민은행은 긴축정책을 종료하고,

명목금리와 실질금리도 역시 낮추기 시작했다. 따라서, 분화되고 있는 실질금리는 포트폴리오 분산의 수단이 될 수도 있다.

실질금리의 마이너스대로 “진입 또는 탈출”은 시장에는 중요한 단계 또는 핵심적인 영역이며, 실질금리가 바닥을 쳤다는 프로세스이기도 하다. 시장에 대한 영향은 실질금리의 수준이라기 보다는 변화의 속도에서 비롯되지만, 매우 낮은 마이너스 실질금리에서 시작하기 때문에 조정을 더욱 잔인하게 만들고 시장 변동성을 보다 추가적으로 증가시킬 있다.

2022-01-28 작성 완료

실질금리 정의하기

실질금리를 다양한 방법으로 정의될 수 있다 - 실제 인플레이션(헤드라인이나 코어), 또는 시장참여자의 기대인플레이션(포워드 인플레이션 또는 TIPS), 또는 단기만기 또는 장기만기의 채권을 사용할 수도 있다. 핵심적 시장 움직임의 일부를 파악하기 위해서, 우리는 월별 실제 CPI와 비교한 미국 10년물 재무성증권 수익률이라는 간단한 계산법을 사용한다. 발간이 예정되어 있는 세부적인 우리의 연구에서는 “순수” 실질금리를 평가하기 위해 유동성 프리미엄을 조정하는 더욱 정교한 계산법이 사용되고 있다. 지금 경험하고 있는 현재와 같은 극단적인 상황 하에서는 우리는 이러한 두 가지 계산법 모두가 유사한 결과를 제공한다고 파악하고 있다.

¹ 30년 동안의 USD 기준의 금 가격과 UST10y - CPI(즉, 실질수익률)의 12개월 이동상관계수(rolling correlation)는 0.6에 가깝다
² Perspective on global real interest rates, IMF, April 2014

중심 시나리오 및 대안 시나리오 (12~18개월 기간)

월별 현황

우리는 최근의 경제적 뉴스 흐름과 오미크론 변이를 감안하기 위해서 그 내용을 경미하게 조정했지만, 시나리오의 확률은 그대로 유지하고 있다. 중심 시나리오에서는 코로나19가 관리되는 가능하지만 수 차례의 대유행을 일으키는 풍토병이 될 것이며, 재정지원책이 현저한 수준을 유지하고 통화정책과 연계될 것이며, 인플레이션은 2022년 전체적으로 상승세를 유지할 것이고, 2023년에 경제성장률이 잠재성장률로 수렴할 것이라고 가정하고 있다.

다운사이드 시나리오 15%	중심 시나리오 70%	업사이드 시나리오 15%
스태그플레이션으로 향하는 경기하락 재개	험난한 노정, 지역별 분화	포용적이고 지속가능한 성장
분석	분석	분석
<ul style="list-style-type: none"> ● 여러 리스크가 경기하향세를 촉발시키고, 이러한 경기하향세의 깊이는 그 충격의 특성과 강도에 따라 달라질 것임. ✦ 글로벌 수요의 하락과 노동시장의 약화됨에 따라 가격 상승의 압박이 줄어들. ⊙ 통화적 및 재정적 완화조치가 재개되고 있으며, 이는 금융억압이 추가적으로 강화될 가능성이 있음. ⊙ 둔화된 성장 이후에 인플레이션이 재부상하여 중앙은행은 자신의 가이드언스에서 이탈하고 신뢰성을 상실함. - 잠재적인 유발요인에는 중국경제의 경착륙, 약화된 코로나 변이 발생, 금융적 충격, 기대인플레이션의 디앵커링, 기후변화 관련 자연재해, 정책실수 등이 포함됨. 	<ul style="list-style-type: none"> ✦ 코로나19는 간헐적인 대유행을 동반하는 풍토병이 됨. ✦ 글로벌 경제활동이 이전 대유행보다는 잘 유지되겠지만, 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. ✦ 공급측면의 병목현상, 임금/식품/에너지 상승의 압력으로 인한 2022년 전체 동안의 지속적인 인플레이션 압박, 2023년에 이러한 압박이 완화됨. 인플레이션은 심리적이면서 정치적인 사안임. ⊙ 통화정책의 무동조화: 연준의 테이퍼링에서 양적긴축으로 빠른 전환 및 올해 4번으로 예상되는 금리인상, 가벼운 금리인상 사이클이 예상되는 영국중앙은행, 양적완화의 재조정에 대한 압박을 받는 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 필요할 것임. ✦ 기후변화가 경제성장을 잠식하고 원자재와 에너지 가격을 상승시켜서, 스태그플레이션 추이를 가중시킴. 	<ul style="list-style-type: none"> ✦ 바이러스 변이에도 불구하고 예상보다 빠르게 풍토병(엔데믹)이 찾아들. ● 잉여적인 저축과 임금 상승이 소비를 촉진시켜 기업 마진의 잠식을 상쇄함. ● 디지털 전환 및 에너지 전환과 구조적 개혁을 통한 생산성 향상. ✦ 포용적 성장 및 효과적인 불평등 해소. ✦ 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. - 잠재적 유발요인에는 구조개혁, 효과적인 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 	<ul style="list-style-type: none"> - 높은 밸류에이션과 성장률 감소로 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 	<ul style="list-style-type: none"> - 미국 재무성증권 곡선의 베어 스티프닝 - 경기민감주와 가치주 익스포저로 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**

상위 리스크

월별 현황

오미크론 대확산은 이미 팬데믹 2.0의 일부였기 때문에, 우리는 2022년 중심 시나리오에 대한 이번 달의 상위 리스크에 어떠한 변화도 주지 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 3.0
 - 오미크론 변이(팬데믹 2.0) 이후에 위험성이 더욱 강해지고 백신을 무력화시키는 변이의 새로운 감염병 대유행이 시작됨.
 - 새로운 봉쇄조치나 이동제한이 재시행되어, 경제성장과 투자자 심리를 저해하게 됨.
- 공급망 혼란이 계속되고, 투입비용 상승압박은 기업이익 리세션으로 이어짐.
- 중국 부동산 시장이 붕괴되어, 경제성장 전망이 낮추어 짐.
- 수요 급증으로 견인된 석유 및 가스 충격 및 자본적지출 삭감이 인플레이션 상승을 가속화시킴.
- 통화정책 실수
 - 기대인플레이션이 상승함에 따라, 연준과 주요 선진국 중앙은행들이 자금조달 조건을 너무 이르게 긴축하여, 인플레이션을 궁극적으로 하락시키지만 경기회복에는 악영향을 주게 됨.
 - 중앙은행의 소통 실수가 불확실성 확대로 이어진다.
- 기후관련 자연재해가 성장 가시성과 사회적 균형을 저해함.

금융적 리스크 20%

- 기대인플레이션의 디앵커링이 채권시장 전위 및 통화긴축 강화로 연결됨.
- 투입비용 상승으로 인한 기업 마진에 대한 압박과 이중 주문이 수익성 경고로 이어짐.
- 중앙은행의 유동성 주입과 정부 지원이 종료된 후에, 펀더멘털의 향상에도 불구하고 기업 지급불능 리스크 상승.
- 국제 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 거품이 에너지 전환 자금조달을 저해함.
- USD 불안정성 및 준비통화 지위의 점진적 상실의 불안정한 통화시장으로 이어짐.

정치적/지정학적 리스크 20%

- 미국/유럽 vs. 중국/러시아
 - 우크라이나 국경에서 군사 행동
 - 아프가니스탄 철군 이후의 미국의 영향력 상실 및 Nato 동맹국의 불신 상승
 - 중국과 러시아에 강경노선을 취하고 있는 미국
 - 유럽연합은 자신의 경제적 이해에도 불구하고 미국의 노선을 따를 수 있음
 - 남중국해나 대만 해협에서의 우발적 충돌
- 러시아와의 긴장 상승과 포퓰리스트 유권자 성향을 배경으로 하여 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.
- 물 부족 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 현지통화 CCY

- 석유, 위험자산, 프런티어 시장, 신흥국

- 석유, 크레딧 및 주식, 신흥국 채권지수

CROSS ASSET 디스패치: 시장 변곡점 감지하기

월별 현황: 펀더멘탈과 밸류에이션의 신호등이 적색에서 황색으로 변경되었다.

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

경제적 배경

- 전세계적으로 급속하게 퍼지고 있는 오미크론 변이의 대유행은 작년 4분기 중반부터 신년까지 불확실성과 경기약세의 새로운 요인으로 부각되었다. 고차 주기의 데이터 및 서베이는 이동성과 경제활동의 둔화가 확인하고 있으며, 일부의 경우에는, 특히 제한조치의 강화와 결합되어, 상당히 급격한 둔화를 나타냈다.
- 이와 동시에, 이번 오미크론 대유행이 이전 변이에 비교하여 치명률이 낮을 수 있고 확산이 이미 잦아들고 있기 때문에, 이는 경제활동에는 단기적인 타격만을 준다는 희망을 주기도 한다. 실제로도, 일부 국가에서는 제한조치를 해제하기 시작하고 있다.
- 글로벌 컨센서스는 이번 분기에 계속 하락 조정되고 있고 지금은 경미하게 부정적인 대역으로 복귀된 반면에, 글로벌 경제서프라이즈는 최근에 긍정적으로 전환되었다.
- 경제서프라이즈의 모멘텀이 분화되고 있다. 선진국의 경우, 모멘텀은 긍정적인 구역에 있지만, 유로통화권과 일본에서는 상승하고 미국과 영국에서는 약화되고 있다. 신흥국의 경우, 중국의 긍정적인 모멘텀과 더불어서 경제서프라이즈가 긍정적인 대역으로 복귀했다.



펀더멘탈 및 밸류에이션

- 우리는 금리가 단기적으로는 낮게 유지될 것이라고 수준에서 간주하고 있지만, 경기둔화와 비둘기파적 기조가 약화된 연준을 감안하면 멀티플과 EPS 기대감은 보다 정상적인 수준으로 복귀했고 시장안주적인 수준은 낮아졌다.
- 유동성이 위험자산의 가장 강력한 동인이 되어왔다. 인플레이션 압박이 중앙은행이 통화 정상화를 시작하도록 만들고 있기 때문에, 이러한 유동성이라는 떠받침은 이제 점차 사라질 것이다.

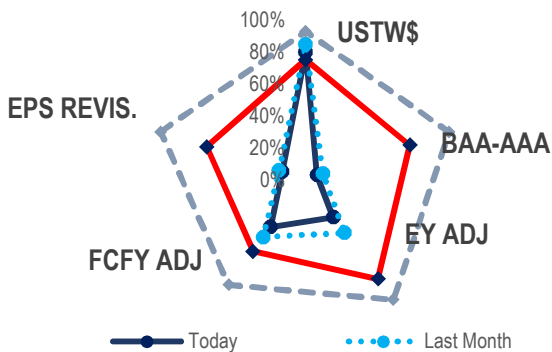
기술적 요인

- 최근의 시장 투매는 단기적 모멘텀 지표에서 여러 봉락을 동반하면서 위험자산 전반에 걸친 추이 파편화의 징후를 보여주기 시작했다.
- 반면에, (임박한 글로벌 정책 정상화에도 불구하고) 우리는 여전히 유동성이 견인하는 시장에 있으며, 이러한 시장에서는 과매도 수준이 즉각적으로 매수로 전환되기 때문에 구조적인 투매를 방지된다.
- 상대강도지수(RSI)는, 극히 적은 예외를 제외하고는, 전체 멀티어셋 유니버스에 걸쳐서 과매도 수준이 도달했다. 하지만, 이것으로 충분할까? 기술적 요인의 매트릭스에서 명확한 방향성이 없는 상황(역행투자에는 부양적이지만, 중기적인 모멘텀은 부족)에서, 우리는 단기적으로는 선호의 부족을 예상한다.

시장분위기

- 주식, 크레딧, 캐리는 모두는 시장안주의 시기는 끝날 것이며 공짜 점심을 얻기는 어려울 것이라는 사실을 알려주고 있다. 투자자는 인플레이션 및 연준의 인플레이션 관련된 정책개입에 대해서 불안해하고 있다. 지정학적 긴장은 전반적인 매크로 환경을 복잡하게 만들고 있으며, 위험자산은 최대예상손실액(VaR) 충격 사건으로 투매가 일어나고 있다.
- 하지만, 이러한 상황은 우리의 시장분위기 툴박스의 급격한 악화에는 아직 전격적으로 반영되지는 않고 있다. 점증하는 일련의 우려에도 불구하고, 스프레드, 매도측면의 전망조정, 소프트한 USD 렐리, 상대적 밸류에이션 주장은 전혀 경고의 수준이 아닌 상태를 유지하고 있다.
- 매크로 상황에서는 2022년은 어려움을 겪을 것으로 나타나지만, 우리는 시장분위기의 측면에서 구조적인 리스크 저감(structural de-risking)의 증거가 여전히 부족하다.

여전히 부양적인 Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST)



Source: Amundi Research, Data as of 24 January 2022

최근의 최대예상손실액(VaR) 충격에도 불구하고, CAST 리스크 인식은 구조적인 리스크의 증가를 보여주지 못했다. EPS 전망조정의 약화는 제한적으로 유지되고 있으며, 크레딧 리스크프리미엄(우리는 Moody의 Baa-Aaa 스프레드를 대체지표로 활용함)은 최근의 변동성 급상승을 무시하고 있는 것으로 보인다. 하지만, USD는 리스크오프를 크게 요구하는 측면이며, 이것의 다른 측면으로 확산은 면밀하게 모니터링 되는 것이 필요하다.

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 확산 수준과 더불어서 시장의 스트레스 조건을 예측하는 하나의 지수로 통합된다. 이 오각형은 5개의 전초징후를 시각화하며, 여기에서 적색 선은 경고 임계점을 나타낸다. 적색 선 위의 거리가 클 수록 리스크 인식이 높으며, 결국에는 방어적인 자산배분에 근접하도록 움직임 필요성이 높게 된다.

글로벌 리서치 클럽

1 경제성장에 영향을 주는 오미크론 대유행

- 글로벌 경제활동이 타격을 입었지만, 이전 번이의 대유행에 비교하면 잘 버티고 있다 - 공급망이 계속 영향을 받을 가능성이 크다 (→인플레이션으로 전이).
- 오미크론이 이동성에 미친 영향은 국가들에서 유사한 양태를 보이고 있지만, 이에 대한 정책대응은 지역별로 균질하지 않고 차이를 나타내고 있다.
- 봉쇄조치의 강도와 이동성 데이터는 유로통화권에서 경제성장률이 둔화되고 있음을 나타내고 있으며, 이 지역 GDP는 오미크론과 에너지 가격 상승 모두에 의해 (2021년 4분기와 2022년 1분기) 가장 영향을 받을 것이다.
- 미국의 경우, 초반의 오미크론 대유행은 단지 온건한 영향을 준 것으로 보였다. 하지만, 작년 12월의 매우 약세인 소매판매의 수치는 소비 하락세로 인해서 2021년 4분기와 더욱 중요한 2022년 1분기 모두에서 우리의 성장예측에 하방 리스크를 가중시키고 있다.
- 중국의 경우는, 공급망 정상화의 일부 징후에도 불구하고 코로나 무관용 정책이 잠재적으로 공급망 붕괴를 장기화시킬 수도 있을 것이다. 투입가격의 상승은 아직 물가로 전가되지 않았으며, 이는 기업 마진의 하방 리스크의 결과로 이어질 수 있다.

투자 중요 함의:

- 성장 변동성의 상승은 주식에 대한 중립적 익스포저와 크레딧에 대한 신중한 접근을 확신해 주고 있다.

2 선진국 중앙은행의 예상보다 강화된 매파적 기조와 이로 견인된 변동성 상승

- 미국 연방준비위원회(연준)는 이미 타이트한 노동시장과 더불어 인플레이션 압박을 우려하고 있다. 연준의 이번 통화긴축 사이클은 매우 압축적이고 이례적이 될 것이다.
- Amundi의 금리인상 경로는 연준의 예측과 궤를 같이하지만, 경미하게 낮은 최종 금리(2.25-2.5% vs 연준의 2.5%)로 내다보고 있다.
- 우리는 2022년에 네 차례의 금리인상과 2.25%의 최종 금리를 예상한다.
- 양적긴축은 올해에는 하반기에 보유자산에서 2,500-3,000억달러의 재무성증권과 2,000억달러의 주택저당증권을 축소하면서 시작될 것으로 예상된다. 연준은 재무성증권과 주택저당증권의 점진적인 상환을 시작하여, 그 후에 상환 상한선을 월별 1,000억달러(재무성증권 600억달러, 주택저당증권 400억달러)로 상향시킬 수도 있다. 보유자산에서 올해 재무성증권은 2,500-3,000억달러, 주택저당증권은 2,000억달러가 축소될 수도 있다.
- 유로통화권 시장은 미국의 추이를 반영해 왔다. 우리는 시장(유럽중앙은행이 과도하게 수정할 것이라고 예상함)보다는 보다 비둘기파적인 입장이다. 서로 다른 중앙은행들의 접근방식은 엇박자를 유지할 것이다.
- 우리는 연말까지의 미국 10년물 수익률의 목표수치를 (1.8/2%에서) 2/2.2%로 상향 조정했다.
- 우리는 연말까지의 독일 10년물 수익률의 목표수치를 (-0.3/-0.1%에서) -0.1/0.1%로 상향 조정했다.

투자 중요 함의:

- 숏듀레이션(5년물, 10년물), 미국 5Y5Y 인플레이션 스왑에 롭포지션, 유럽연합 주변국 국채에 롭포지션

3 글로벌 원자재 현황

- 우리는 재고와 밸류에이션 상황을 감안하여 기본 금속에 대한 기존의 선호에 고수하고 있다. 기본 금속은 경제성장이가 경기회복의 상황이 아니라 병목현상과 그런 전환 관련 금속의 낮은 재고에 의해 견인되고 있다.
- 그런 원자재의 경우, 재고를 감안하면 저렴한 밸류에이션이 경기사이클의 정상화를 상쇄시키기 때문에 글로벌 전기화(electrification)를 위한 강력한 수요가 존재한다고 가정하면, 슈퍼사이클이 지속될 수 있다. 이러한 시나리오에서는 두 자리 수에 근접한 업사이드가 있을 가능성이 크다.
- 우리는 미국 액화천연가스(LNG)와 석유에 공정하게 가격이 반영되었다고 믿는다.
 - * LNG: 이 에너지 부문은 구조적, 기술적, 펀더멘탈적 및 지정학적 요인들과 같은 이질적인 요인들에 의해 견인되고 있다. 이러한 네 가지의 모든 요인들이 유럽연합 내의 LNG 가격을 떠받치고 있다.
 - * 석유: OPEC은 생산을 점진적으로 증가시키겠다는 약속을 유지할 것으로 보이는 반면에, 수요는 2022년 하반기에 둔화될 것으로 예상되며, 이는 잠재적으로 석유공급 과잉을 나타낼 수 있다. 그 결과 우리의 텍사스 중질유(WTI) 단기 목표가격은 \$80이며, 우리는 2022년말까지 \$65-\$75 범위가 될 것으로 예상된다.
- 금은 저평가되어 있지만, 2022년 전반에 금리가 상승함에 따라 계속 압박을 받을 가능성이 크다.

투자 중요 함의:

- 2022년 전체 동안에 기본 금속에 롭포지션, 올해 전반기에는 LNG 선호하고 그 이후 후반기에는 금으로 로테이션하는 접근방식과 결합시킴.

글로벌 리서치 클립

4 중국: 2022년 GDP 성장률 예측 하향 수정

- 중국의 코로나 무관용 정책과 부동산 부문의 리밸런싱이 중국의 GDP에 계속 영향을 주고 있다.
- 오미크론은 우리의 2022년 중국 경제성장률 예측에 새로운 하방 리스크를 부각시켰다.
- 중국 춘절 이전에 작년 수준으로 이동성을 축소시키는 제한조치를 시행하는 도시가 늘어나는 경우에 이러한 제한조치들은 올해 전체 연도의 GDP 성장률을 현재의 추정치 4.7%에서 약 4%로 떨어뜨리게 될 것이다.
- 중국의 부동산 부문의 데이터도 여전히 약세를 보이고 있다.
- 중국인민은행(PBoC)은 RMB 평가절상을 누그러뜨리기 위해서 완화된 통화정책의 견지를 강화하고 있다.

투자 중요 함의:

- 우리는 중국국채를 선호하며, 주식에 대한 진입포인트에 대해 대기한다.

코로나19 현황 요약

Pierre BLANCHET, *Head of Investment Intelligence*

오미크론 변이가 전세계에서 확산됨에 따라 보고된 코로나19 확진자 수는 계속 빠르게 상승하고 있다. 유럽과 미국에서는 북반구에서 최대 확진자가 발생하고 있으며, 확진자 수는 지난 해의 동일한 기간 동안보다 3-5배 높고 1월 중순에는 공식적으로 보고된 감염자는 매우 2천만명 이상이였다. 하지만, 확진자 수는 이제 지중해 동쪽 지역과 동남아에서 더 빠르게 증가하고 있다. 작년의 일본 상황과 마찬가지로, 동계올림픽에 앞서서 중국은 대회 기간 중에 감염이 확산되는 것을 피하기 위한 강력한 조치를 포함하여 엄격한 방역규칙을 도입했다.

첫 번째의 “좋은” 뉴스는 사망률이 계속 하락하고 있다는 사실이다. 하지만, 확진자의 수가 늘어났기 때문에 중증화 환자의 숫자는 커지고 있다. 두 번째는, 영국의 사례에서 볼 수 있듯이, 이번 대유행은 급격하게 확산되었다가 매우 빠르게 떨어지는 것으로 보인다는 점이며, 이는 경제에 대해서 단기적인 영향만을 줄 것임을 의미한다. 세 번째는, 유럽과 같은 지역에서는 3월말까지 전체 인구의 60%가 코로나에 감염될 것으로 예상되며, 이는 WHO에 따르면 집단면역을 이루는 수준에 도달하는 것이 된다.

지금까지 9종의 백신이 WHO 긴급사용품목으로 허가되었다. 여러 연구들에 따르면, 기존의 mRNA 백신은 중증화와 병원입원에 대해 높은 수준의 보호를 제공하고 있는 것으로 나타났다. 한편, 화이자와 바이오엔테크는 새로운 백신접종의 혜택 여부를 평가하기 위해서 오미크론 변이에 직접 대상으로 하는 백신의 임상시험을 위해 최초 참여자들을 모집했다.

AMUNDI 자산종목 견해

	자산종목	견해	1개월 변화	근거
주식 플랫폼	미국	=		인플레이션 압박은 각 기업들이 비용 상승을 소비자에게 전가시키는 능력에 따라서 상이하게 영향을 줄 것이기 때문에 기업별 특정 요인이 자산배분을 견인하는 경우가 늘어날 것이다. 반면에, 공급망 부족과 같은 운영 상의 어려움과 노동 이슈도 지속되고 있다. 따라서, 우리는 선별적으로 상대적 가치와 로테이션 플레이를 모색한다.
	미국 가치주	+		핵심 수익률이 상승함에 따라 올리는 가치주를 선호하는 방향으로 강력한 로테이션과 더불어 시작되었다. 우리는 이러한 로테이션이 단선적인 형태는 아니지만 계속될 것으로 생각한다. 따라서, 장기적 수익성을 유지하기 위해서는 높은 인플레이션에 당면해서도 구조적인 성장 동인과 지속가능한 기업이익 성장 잠재력을 보여주는 가치주를 보유하는 것이 핵심이 될 것이다.
	미국 성장주	--		작년에 나타났던 양적완화가 견인한 자금유입은 줄어들 가능성이 크며, 펀더멘탈에서 벗어나서 트레이딩 되고 있는 비싼 성장주는 부정적으로 영향을 받을 것이다. 우리는 펀더멘탈에 부합되지 않게 트레이딩 되고 있는 초고속성장주 종목에 방어적인 포지션을 취한다.
	유럽	=/+		최근의 코로나 19 변이에 의한 경제적 영향이 예상보다 온건할 것이라는 기대감을 바탕으로 하여 투자자는 기업이익 성장, 시장의 가치주와 경기민감주 컴포넌트를 선호하는 방향으로 플레이 하는 로테이션에서 혜택을 입는 방식에 포커스를 두어야 할 것이다. 따라서, 여기에서 핵심적 측면은 선별과 가격결정력이다. 우리는 기업의 브랜드 포트폴리오와 재무제표 강점을 통해서 이를 평가한다.
	일본	=		일본은 기업이익 모멘텀의 향상, 다른 선진국 세계와 대비하여 매력적인 밸류에이션, 약세의 엔화에서 혜택을 입을 것이다. 대외수요의 개선도 수출 지향적인 일본경제에는 긍정적이다.
	중국	=/+		우리는 소비 및 부동산 부문에서의 침체된 환경과 더불어 코로나 무관용 정책과 그에 따른 봉쇄조치에서 단기적인 리스크를 포착하고 있다. 하지만, 우리는 현재 부양적인 정책적 견지가 강화와 균형적인 성장모델과 '공동부유'로의 중국의 장기적 전환에서 나타나는 선별적인 기회를 주목하고 있다.
	신중국 시장	=		신중국 밸류에이션은 글로벌 관점에서는 매력적인 반면에, 우리는 지정학적 리스크와 관련하여 액티브한 포지션이다. 흥미로운 사실은, 신중국 지평(실질금리, 통화 밸류에이션, 지정학적 요인, 성장 프로필)에서 파편화가 때로는 글로벌 포트폴리오의 지리적/테마적 분산을 모호하게 만들어 버린다. 따라서, 투자자는 국가별 특정한 리스크 감인 수익성에 포커스를 두어야 하지만, 이것이 기회와 혼동되지 않아야 한다.
채권 플랫폼	미국 국채	-		중기적 인플레이션 리스크는 연준이 양적긴축 계획을 암시하도록 유발했으며, 우리는 이러한 양적긴축 계획이 경기회복의 견고성에 달려있다고 생각한다. 하지만, 연준은 금리인상의 필요성과 높은 정부채무/불확실한 경제성장 사이의 균형을 찾을 것이다. 우리는 듀레이션에 대해 신중하고 유연한 포지션을 유지한다. 물가연동국채(TIPS)의 경우, 우리는 단지 온건한 긍정적인 포지션이다.
	미국 IG 회사채	=		핵심 수익률이 상승하는 환경에서 우리는 롱듀레이션 IG를 피하며, 투자자는 포트폴리오 베타를 제한해야 한다고 믿고 있다. 대신에, 투자자는 선별적으로 수익률 상향 압박을 견딜 수 있고 우량한 밸류에이션/펀더멘탈 배경을 나타내는 종목을 모색해야 할 것이다. 이와 더불어서, 소비자 소득이 강세이기 때문에 기회가 증권화된 크레딧 시장에 존재한다.
	미국 HY 회사채	=		수익성과 펀더멘탈이 HY에서 개선되고 있지만, 우리는 임금 상승의 (마진에 대한) 영향과 기업의 가격결정력을 모니터링 하고 있다. 우리는 비생산적인 인수합병에 자금을 조달하기 위해 레버리지를 증가시키는 경향이 있는 종목을 피한다.
	유럽 국채	-/=		수요 급등에서 비롯된 인플레이션 압박(다른 무엇보다도, 에너지 가격)은 핵심국 국채의 수익률의 상승을 유발했고, 여태까지 상대적으로 비둘기파적인 견지를 취해 왔던 유럽중앙은행이 테이퍼링 계획을 암시하도록 만들었다. 따라서, 우리는 듀레이션에 신중한 포지션, 수익률 곡선 전환에 대해서는 액티브한 포지션을 유지한다. 또한, 우리는 프랑스와 이탈리아의 선거 및 「차세대 유럽연합」(NGEU) 계획에도 주목하고 있다.
	유럽 IG 회사채	=/+		바탕업 선별에 대한 포커스를 증가시켜서 IG(후순위채권)에서 수익을 모색하고, 부문별 배분이 하는 역할을 제한시킨다. 우리는 경제성장률이 견조하게 유지되고 있고, 자산매입을 축소하려는 계획을 가지고 있음에도 불구하고 유럽중앙은행이 일관성이 있다고 생각한다. 하지만, 수익률 상승에 탄력적인 종목을 파악하는 것이 중요하다.
	유럽 HY 회사채	=		크레딧 펀더멘탈이 향상되고 있지만, 우리는 부채 수준과 관련하여 확장된 밸류에이션을 가진 종목을 무시한다. BB는 라이징스타의 스토리에 플레이할 수 있는 매력적인 분야이지만, 핵심 금리의 상승의 와중에는 선별이 필수적이다.
	중국국채	=/+		중국국채는 매력적인 캐리 기회를 제공하며, 새로운 코로나 환경에서 비롯된 리스크와 구조적인 자금유입에 의해 떠받쳐질 수 있다. CNY 에 대한 단기적 압박이 지속되고 있다. 따라서, 중국인민은행의 비둘기파적인 견지를 바탕으로 우리는 중립적/긍정적 포지션을 유지한다.
	신중국 채권 경화표시	=/+		수익률이 낮은 시기에 신중국 채권은 플러스의 수익성을 제공할 것이다. 하지만, 연준의 긴축정책, 오미크론 변이, 인플레이션, 중국과 같은 고려해야 할 일부 핵심적 사항들이 존재한다. 우리는 경화표시 채권을 선호하며, IG에 대비하여 HY에 대한 바이어스를 유지한다.
	신중국 채권 현지화표시	=		현지화표시 채권은 가치 포켓을 선별적으로 제공하지만, 우리는 신중국 FX에 신중한 포지션이다. 신중국 회사채의 경우, 대안적인 옵션과 비교하여 스프레드는 매력적인 것으로 보인다. 국가별 수준에서 살펴보면, 브라질은 선거가 다가옴에 따라 변동성을 경험할 수 있다. 따라서, 우리는 선별적 포지션을 유지한다. 우리는 카자흐스탄에 신중한 포지션이며, 러시아와 우크라이나 사이의 긴장상황을 면밀하게 모니터링 하고 있다.
	기타	원자재		
통화				시장은 이미 2022년 연준의 정책개입을 가격에 반영하고 있는 것으로 보이는 반면에, 우리는 2023년과 2024년에 대한 가격 반영에 대한 정보 거의 없으며, 특히 미국의 생산성향상을 요인으로 감안하는 경우에는 더욱 정보가 없다. 일부 예외를 제외하면 이러한 상황은 USD 를 계속 떠받치게 될 것이다.

범례



출처: Amundi, 2022년 1월 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 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 신중국 채권, WTI = 텍사스 중질유, QE = 양적완화

선진국

거시경제적 전망

연평균 (%)	2022년 11월 21일 기준 자료					
	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
전세계	6.0	3.9	3.4	3.8	5.1	3.5
선진국	5.0	3.4	2.1	3.0	3.7	2.0
미국	5.7	3.4	2.0	4.7	5.0	2.6
일본	1.7	2.0	0.9	-0.4	0.6	0.6
영국	7.1	4.1	2.1	2.6	5.3	2.4
유로	5.3	3.8	2.4	2.6	3.3	1.6
독일	2.7	3.5	2.1	3.3	3.2	1.9
프랑스	6.7	3.7	2.0	2.1	2.5	1.7
이탈리	6.3	4.3	2.0	2.0	2.9	1.5
스페인	4.4	5.4	3.1	3.2	3.6	0.9

출처: Amundi Research

- 미국:** 2022년의 미국경제에는 경제활동의 점진적인 둔화가 나타날 것이며, 203년 경제성장률은 초반에는 잠재성장률 이상으로 상회하겠지만 중국적으로는 이에 수렴할 것이다. 경제활동 지표는 작년 4분기말과 올해 1분기초에 (부분적으로 코로나와 관련되어) 현저한 둔화를 가리키고 있지만, 우리는 이러한 둔화가 단명할 것으로 예상된다. 완화적인 재정정책과 통화정책의 점차적인 감소가 우리가 예상하는 정상화를 견인할 것이다. 인플레이션은 최근의 고점에서 점차적으로 낮아질 것이지만, 일시적인 견인 요인들이 약해지고 인플레이션을 떠받치는 구조적인 요인들이 남음에 따라 올해 동안 대부분 3% 이상으로 유지될 것이다.
- 유로통화권:** 성장 고점은 이제 지나갔으며, 오미크론의 영향과 일부 새롭게 도입된 제한조치는 2021년말과 2022년초 사이의 경제활동의 둔화로 전이되었으며, 이는 이전의 사회적 거리두기로 영향을 받았고 에너지 가격의 상승과 공급 병목현상으로 압박을 받고 있는 경제의 부문들에서 회복을 지연시키고 있다. 이러한 요인들의 지속성으로 인해, 우리는 유로통화권 인플레이션이 최근의 고점에서는 하락하겠지만 올해 대부분 유럽중앙은행의 목표물가를 상회하여 유지될 것이라고 예상한다.
- 영국:** 2021년 성장 반등 이후에, 2022년 영국의 경제성장률은 인플레이션, 긴축정책, 브렉시트 조정 및 정치적 리스크에서 비롯된 악재로 인해 순차적으로 둔화될 것이지만 추이 상회하여 유지될 것이다. 오미크론 변이는 작년 4분기와 올해초에 일부 하방 압박을 가중시켰다. 올해는 약세의 기조로 출발했지만, 우리는 강력한 노동시장에 떠받쳐진 소비와 세액공제로 지원된 투자와 더불어서 내수수요로 뒷받침된 성장이 계속될 것으로 예상된다. 원자재와 병목현상은 가격에 대한 상방 압박을 점진적으로만 줄어든 것이기 때문에, 인플레이션은 2021년 고점에서 서서히 하락될 것이다.
- 일본:** 반도체 공급부족이 완화되고 사회적 거리두기 규칙이 해체됨에 따라 내수수요가 4분기에 적당한 반등세를 나타냈다. 하지만, 올해에 오미크론 확진자 수의 증가와 이에 따른 가벼운 사회적 거리두기 제약으로 복귀는 일본의 경기회복 전망에 불확실성을 가져왔으며, 이는 소비에서 “따라잡기”를 추가적으로 지연시킬 가능성이 크다. 우리는 컨센서스보다 낮은 2.4%의 2022년 GDP 성장률 예측을 유지하며, 이러한 수치는 2021년 성장률 추정치 1.7%에서 성장 모멘텀의 증가를 의미한다. 인플레이션율은 가속화되겠지만, 2분기에 전년동기대비 약 1%로 고점을 찍을 것이다.

기준금리 전망

	2022 02-01	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	0.13	0.5/0.75	0.9	1/1.25	1.38
유로	-0.5	-0.5	-0.43	-0.5	-0.19
일본	-0.02	-0.1	-0.02	-0.1	-0.01
영국	0.25	0.75	1.16	1.0	1.51

출처: Amundi Research

- 연준(Fed):** 연준은 선택의 여지가 없이 신속한 조치를 해야 할 것이다 - 노동시장은 역사적인 관점에서 타이트하고 인플레이션은 목표물가를 크게 상회하고 있다. 연준은 일부 결정을 미루었던 사안들이 여전히 있다. 연준은 신속하고 꾸준히 매우 완화적인 통화정책에서 벗어나는 데에 단호하다. 우선순위는 임금의 강한 상승세를 동반한 지속성이 강해진 인플레이션의 리스크를 해소하는 것이다. 연준은 인플레이션 전망이 안정될 때까지 금리를 빠르게 인상할 것이다. 이번 금리인상 사이클은 이전과는 매우 상이하다. 우리는 올해 네 차례의 금리 인상과 6월이나 7월에 시작되는 연준 보유자산의 축소가 있을 것으로 예상된다.
- 유럽중앙은행(ECB):** 예상보다 매파적이었음에도 불구하고 유럽중앙은행은 연준과 영국중앙은행보다 훨씬 더 비둘기파적인 견지를 확인하면서, 기한이 정해지지 않은 양적완화를 2022년 전체 기간 동안에 유지하고, 2024년말까지로 연장되어 후방 방어벽 역할을 하도록 팬데믹 긴급매입 프로그램(PEPP)을 통한 추가적인 지원과 더불어서 올해 순 채권 발행의 대부분을 커버할 수 있도록 그 규모를 조정할 것임을 확인했다. 장기적으로 물가목표수치를 하회하는 유럽중앙은행의 인플레이션 예측과 부합되는 안정적인 금리의 전망도 확인되었지만, 유럽중앙은행은 “은행 자금조달 조건을 모니터링”할 것이지만 특정장기대출프로그램(TLTRO)에 대한 실질적인 결정은 내리지 않았다.
- 일본은행(BoJ):** 통화정책은 1월 회의에서 변경되지 않고 계속 유지되었다. 일본은행이 잠재적인 금리인상을 논의하고 있다는 로이터 통신의 1월14일 기사에 대해 언급하면서 구로다 총재는 통화정책의 조기 정상화에 대한 가능성을 강하게 부인하면서, 2022년 동안에는 금리를 동결할 것임을 시사했다. 최근의 전망에서 일본은행은 코어 CPI가 약 1%를 상회할 것이라고 예상하면서 2022/2023 회계연도의 인플레이션 예측수치를 올렸다. 우리의 견해로는 CPI의 상승은 올해 일시적일 것으로, 이는 주로 일회성의 긍정적인 기저효과에 견인될 것이다. 이러한 상황은 일본은행이 금리인상을 정당화하기에는 불충분하다.
- 영국중앙은행(BoE):** 영국중앙은행(영란은행)은 지난 번의 회의에서 예상치 않게 15bps를 인상하여 기준금리를 0.25%로 올렸으며, 이는 컨센서스에 놀라게 만들었다. 만장일치에 가까운 8-1의 표결은 이러한 결정이 통화정책위원회(MPC) 내에서 대체적인 합의가 이루어 졌음을 나타내며, 개선되고 있는 노동시장과 높은 인플레이션 수치는 팬데믹 뉴스흐름과 연계된 불확실성을 바탕으로 한 이러한 결정을 내리는 데에 우세한 요인으로 작동했다. 우리는 영국중앙은행은 금리를 2022년말까지 0.75%로 인상한 후에 양적긴축(QT)의 관리에 있어서 유연성을 유지해야 할 필요성에 부합하도록 금리 인상 사이클을 잠시 중단할 것으로 예상하며, 기준금리가 1%에 이르렀을 때 양적긴축을 시작하도록 계획을 수립할 것이다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
BoE MPC	2월 3일
ECB정책위	2월 3일
Fed FOMC	3월 16일
BoJ MPM	3월 18일

출처: Amundi Research

신흥국

거시경제적 전망

2022년 11월 21일 기준 자료

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
전세계	6.0	3.9	3.4	3.8	5.1	3.5
신흥국	6.6	4.3	4.3	4.4	6.1	4.5
중국	8.1	4.5	4.9	0.9	1.7	1.9
브라질	4.5	0.0	1.6	8.3	8.0	3.8
멕시코	5.6	1.7	2.2	5.7	5.5	4.1
러시아	4.5	2.6	2.5	6.7	6.8	5.2
인도	8.4	6.9	5.7	5.1	5.9	6.1
인도네시아	3.2	4.8	5.1	1.6	3.3	3.4
남아공	4.9	2.3	2.5	4.5	5.5	4.6
터키	10.5	3.8	4.0	19.4	49.7	19.7

출처: Amundi Research

- **중국:** 작년 4분기 GDP는 예상보다는 나은 수치였으며, 이는 작년 3분기의 급락을 완전하게 반전시켰다. 수출은 견고한 속도로 계속 확장되었지만, 내수수요는 약세를 보였다. 재개된 코로나19의 확산은 중국의 경기회복 경로를 복잡하게 만들어 버렸다. 코로나 무관용 정책을 유지하면서 중국의 지방정부들은 준절을 앞두고 사회적 거리두기 규칙을 강화하기 시작했으며, 이는 올해 1분기 성장에 하방 압박을 주고 있다. 우리는 올해 전체 연도에 대한 중국의 경제성장률 예측을 4.7%에서 4.5%로 하향 수정했다. 식료품 가격의 이례적인 하락으로 인해서 인플레이션 수치는 최근에 하락세 서프라이즈를 나타냈다.
- **인도네시아:** 코로나 확산세가 동남아의 다른 국가에 비해서 지금까지는 훨씬 온화한 것으로 나타나고 있으며, 인도네시아는 점진적인 경기회복의 경로에서 유지되고 있다. 상승하고 있음에도 불구하고 인플레이션은 인플레이션 목표물가를 넘어서서 심각한 위협이 되어 인도네시아중앙은행(BI)이 금리를 인상하게 될 가능성은 낮다. 하지만, 가장 최근의 통화정책회의 발표에서는 최초로 연준의 포지션 변화를 언급하고 있다. 정책금리는 동결되었지만, 인도네시아중앙은행은 시중은행 루파아화 법정저리금 요건의 점진적인 인상을 발표하면서 유동성 정책의 정상화를 시작했다. 연준의 조기 금리인상(3월)의 관점에서 우리는 인도중앙은행의 첫 번째 금리인상이 2022년 2분기까지 있을 것으로 변경하여 예상한다.
- **멕시코:** 멕시코의 경제성장률은 2021년 하반기에도 (또 다른 코로나 확산, 공급망 붕괴, 인플레이션과 금리의 상승으로 인해) 장기적인 소프트패치에 맞닥뜨렸으며, 올해 경기회복이 재개될 것으로 예상하지만, 우리는 GDP 성장률이 컨센서스 예상보다 낮은 2% 미만일 것으로 본다. 자본적지출은 로페스 오브라도르 대통령의 집권 하의 보통 이하의 사업 환경에서 계속 침체되어 있을 것인 반면에, 소비자들은 목표물가 이상의 인플레이션과 금리 상승을 계속 견뎌올 것이다. 여전히 가속화되고 있는 코어 인플레이션과 목표물가를 뚜렷하게 상회하고 있는 헤드라인 인플레이션으로 인해서 멕시코중앙은행(Banxico)은 금리를 처음 인상할 것이며, 이후에는 미국 연준의 정책금리 인상을 바탕으로 올해 동안에는 수차례 금리를 인상할 것이다.
- **브라질:** 인플레이션, 금리, 불확실성의 상승이라는 세 가지의 악재가 경제활동에 타격을 줌에 따라 브라질의 경기회복이 작년 하반기에는 정체되었다. 하이플레이션이 잦아드는 데에는 시간이 필요 (2022년 전반기가 아니라 하반기가 될 가능성이 큼)하고, 두 자리 수의 정책금리는 올해 하반기 이후에만 낮춰질 수 있으며(금리인하가 있다라도, 브라질중앙은행(BCB)은 완화된 기조로 돌아서기 이전에 기대인플레이션이 인플레이션 목표물가에 수렴하는 지의 여부를 확인할 필요가 있음), 10월의 선거와 관련된 높은 수준의 불확실성이 자본적지출을 저해요인으로 지속될 가능성이 높기 때문에, 2022년 한 해 동안에도 이와 같은 저조한 성장(연간 GDP 성장률이 0%일 것으로 예상)은 계속될 것으로 보인다. 선거와 관련해서는, 현 행정부에서 통과된 지출제한선과 노동시장의 개혁을 포함하여 룰라 전 대통령 공약의 정책기조를 둘러싼 의문이 제기되고 있기 때문에 지금 시점에서는 룰라 전 대통령은 패배할 것으로 보인다.

기준금리 전망

	2022 01-25	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.70	3.60	3.65	3.60	3.65
인도	4.00	4.25	4.20	4.75	4.60
브라질	9.15	11.5	11.75	11.00	11.40
러시아	8.50	9.50	8.35	8.50	7.65

출처: Amundi Research

- **중국인민은행(PBoC):** 경제성장률 하방 압박에 대응하고 있는 중국인민은행은 추가적인 전면적 완화정책에 대한 명시적인 신호를 냈다. 이러한 신호와 일치된 방향으로 중국인민은행인 지난 1월 17일에 7일 한대고정이자율과 1년 중기적 대출여신을 2020년 3월 이후로 최초로 10bps를 내렸다. 1년 대출우대금리(LPR)도 지난해 12월 5bps 인하된 이후에 1월20일에 또 다시 10bps 인하되었으며, 5년 대출우대금리(주택저당대출과 연계된 금리)는 5bps 낮춰졌다. 경제성장 데이터가 실망스럽게 계속 하락하거나 오미크론 변이가 더 많은 지역으로 확산되는 경우에는 5-10bps의 추가적인 인하가 있을 것으로 예상된다.
- **인도중앙은행(RBI):** 예상되었던 것처럼 12월의 헤드라인 CPI는 인도중앙은행의 목표물가 상한수치(전년동기대비 6%)에 근접하게 상승(헤드라인 CPI 12월 전년동기대비 수치 5.6% vs 11월 전년동기대비 수치 4.9)했으며, 우리는 인플레이션이 2022년 초반에 더 높게 움직일 것으로 예상(심지어는 6%를 초과한 수준이 될 수 있음)한다. 12월 회의에서 인도중앙은행은 새로운 오미크론의 인도에서 확산이 경제에 하방 리스크를 상승시키고 있다고 주장하면서 비둘기파적인 기조를 유지했다. 도매물가지수(WPI)는 매우 높은 수준(전년동기대비 13.6%)에서만 안정화되었으며, 코어 CPI는 전년동기대비 약 6% 대에서 완강하게 유지되고 있다. 우리는 2022년 4월에 정책전환과 첫 번째 정책금리가 있을 것이라는 기존의 예상을 고수한다.
- **브라질중앙은행(BCB):** 신흥국 유니버스에서 급격한 금리인상 사이클은 브라질중앙은행 덕분에 12월에도 계속되었다. 브라질중앙은행은 또 다시 정책금리를 150bps를 올렸으며(9.25%로 인상), 2월 회의에서도 동일한 폭의 추가적인 금리 인상이 있을 것이라고 사전에 발표했으며, 이러한 경우 기준금리(SELIC)는 두 자리로 오르게 된다. 인플레이션 금등과 디스앵커링(dis-anchoring)을 나타내는 중기적 기대인플레이션에 대한 대응으로 브라질중앙은행의 통화정책위원회는 금리를 매우 제약적인 수준으로 인상시키고 있다. 하지만, 브라질경제가 둔화(이미 일정 기간 동안 진행되었음)되고 디스인플레이션의 과정(인플레이션은 11월에 고점을 찍은 것으로 보임)으로 빠져들고 있기 때문에, 우리는 브라질중앙은행이 시장 기대감에 못 미치는 수준으로 그칠 것이며 3월 11.50%의 금리 인상이 최종 금리가 될 것으로 생각한다.
- **러시아중앙은행(CBR):** 12월 17일에 러시아중앙은행은 정책금리를 100bps 인상하여 8.5%로 올렸다. 이러한 금리 인상의 이유는 인플레이션과 기대인플레이션의 잠재적인 상승을 동반하고 있는 공급과 수요의 지속적인 압박 때문이었다. 러시아중앙은행은 향후의 회의에서 추가적인 금리인상의 여지를 남겨 두었다. 가계의 인플레이션 기대감은 12월에 지난 5년 동안에 가장 높은 수준을 기록했다. 인플레이션은 12월 매우 경미하게 가속화되어 전년동기대비 8.39%(이전 기간의 수치 8.35%)이 되었으며, 이는 목표물가 4%를 크게 상회하는 수치이다. 계속되는 인플레이션 및 지정학적 압박과 결합된 러시아중앙은행의 매파적인 견지로 인해, 2월 회의에서 또 다른 금리 인상의 가능성이 크다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
BCB	2월 2일
RBI	2월 9일
CBR	2월 11일
PBoC	2월 21일

출처: Amundi Research

매크로 및 시장예측

거시경제적 예측

(2022년 1월 21일)

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
미국	5.7	3.4	2.0	4.7	5.0	2.6
일본	1.7	2.0	0.9	-0.4	0.6	0.6
유로통화권	5.3	3.8	2.4	2.6	3.3	1.6
독일	2.7	3.5	2.1	3.3	3.2	1.9
프랑스	6.7	3.7	2.0	2.1	2.5	1.7
이탈리아	6.3	4.3	2.0	2.0	2.9	1.5
스페인	4.4	5.4	3.1	3.2	3.6	0.9
영국	7.1	4.1	2.1	2.6	5.3	2.4
중국	8.1	4.5	4.9	0.9	1.7	1.9
브라질	4.5	0.0	1.6	8.3	8.0	3.8
멕시코	5.6	1.7	2.2	5.7	5.5	4.1
러시아	4.5	2.6	2.5	6.7	6.8	5.2
인도	8.4	6.9	5.7	5.1	5.9	6.1
인도네시아	3.2	4.8	5.1	1.6	3.3	3.4
남아공	4.9	2.3	2.5	4.5	5.5	4.6
터키	10.5	3.8	4.0	19.4	49.7	19.7
선진국	5.0	3.4	2.1	3.0	3.7	2.0
신흥국	6.6	4.3	4.3	4.4	6.1	4.5
전세계	6.0	3.9	3.4	3.8	5.1	3.5

기준금리 전망

선진국

	2022-02-01	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	0.13	0.5/0.75	0.9	1/1.25	1.38
유로통화권	-0.5	-0.5	-0.43	-0.5	-0.19
일본	-0.02	-0.1	-0.02	-0.1	-0.01
영국	0.25	0.75	1.16	1.0	1.51

신흥국

	2022-01-25	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.70	3.60	3.65	3.60	3.65
인도	4.00	4.25	4.20	4.75	4.60
브라질	9.15	11.5	11.75	11.00	11.40
러시아	8.50	9.50	8.35	8.50	7.65

장기채권수익률 전망

2년물 채권수익률

	2022-02-01	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	1.16	1.3/1.5	1.50	1.5/1.7	1.68
독일	-0.50	-0.6/-0.4	-0.40	-0.5/-0.3	-0.31
일본	-0.05	-0.10/0	-0.03	-0.10/0	-0.02
영국	1.03	0.8/1.0	1.21	1/1.2	1.14

10년물 채권수익률

	2022-02-01	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	1.75	1.8/2.0	1.91	2/2.2	1.99
독일	-0.01	-0.1/0.1	0.07	-0.1/0.1	0.13
일본	0.18	0.1/0.3	0.23	0.1/0.3	0.28
영국	1.27	1.2/1.4	1.40	1.3/1.5	1.42

통화 전망

	2022-01-26	Amundi 2022년 2분기	컨센서스 2022년 2분기	Amundi 2022년 4분기	컨센서스 2022년 4분기		2022-01-26	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	10.55	9.99	10.25	9.90
USD/JPY	115	114	115	118	115	USD/CAD	1.27	1.31	1.24	1.23	1.23
EUR/GBP	0.83	0.84	0.84	0.82	0.84	AUD/USD	0.71	0.70	0.74	0.76	0.75
EUR/CHF	1.04	1.04	1.07	1.10	1.09	NZD/USD	0.67	0.64	0.72	0.68	0.72
EUR/NOK	10.05	10.16	9.83	9.55	9.70	USD/CNY	6.32	6.55	6.42	6.40	6.44

출처: Amundi Research

당사 예측에 대한 고지사항

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

방법론

— 시나리오

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

— 리스크

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

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT OUTLOOK



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 #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

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

INSIGHTS PAPERS



Resilient multi-asset portfolios in an inflationary regime (13-01-2022)

GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset - Monica DEFEND, Global Head of Research - Lorenzo PORTELLI, Head of Cross Asset Research - Deputy Head of Global Research - Silvia DI SILVIO, Cross Asset Research Macro Strategist - Global Research - Francesco SANDRINI, Head of Balanced, Income & Real Return

From recovery to resiliency: the promise of EM sustainable bonds (26-11-2021)

HESENBERGER Tobias, Business Solutions and Innovation - SANTARSIERO Sofia, Business Solutions and Innovation Analyst - STRIGO Sergei, Co-Head of Emerging Markets Fixed Income - VYDRINE Maxim, Co-Head of Emerging Markets Corporate and HY

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

WORKING PAPERS



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

Portfolio Construction with Climate Risk Measures (03-01-2022)

Theo Le GUENEDAL, Thierry RONCALLI - Quantitative Research

Liquidity Stress Testing in Asset Management - Part 4. A Step-by-step Practical Guide (9-12-2021)

RONCALLI Thierry, CHERIEF Amina - Quantitative Research

The Recent Performance of ESG Investing, the Covid-19 Catalyst and the Biden Effect (9-12-2021)

LEPETIT Frédéric, LE GUENEDAL Theo, BEN SLIMANE Mohamed, CHERIEF Amina, STAGNOL Lauren - Quantitative Research - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



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

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

Kazakhstan: low impact for asset prices, but a wakeup call for geopolitical risk (13-01-2022)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - MAHER Deirdre, Head of Frontier Markets Equity - STRIGO Sergei, Co-Head of Emerging Markets Fixed Income - VARTANESYAN Sosi, Senior Sovereign Analyst, Global Research

Private markets: focus on ESG and transformation (22-12-2021)

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

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)

BLANQUE 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)

Caroline Le Meaux, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting -Fatima Benamira ESG Analyst - Construction and Building Materials - Pierre Gielen, ESG Analyst - Technology,Media and Telecommunications - Patrick Haustant, ESG Analyst - Automobiles - Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - Molly Minton, 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)

Caroline Le Meaux, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting -Fatima Benamira ESG Analyst - Construction and Building Materials - Pierre Gielen, ESG Analyst - Technology,Media and Telecommunications - Patrick Haustant, ESG Analyst - Automobiles - Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - Molly Minton, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

ESG Thema #6 - Carbon-efficient technologies in the race to Net Zero (20-12-2021)

CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - Shagun TALWAR, ESG Analyst

The wheels of a Circular Economy go round and round - N°3

The construction sectors: road work ahead (16-12-2021)

Caroline Le Meaux, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting -Fatima Benamira ESG Analyst - Construction and Building Materials - Pierre Gielen, ESG Analyst - Technology,Media and Telecommunications - Patrick Haustant, ESG Analyst - Automobiles - Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - Molly Minton, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



A new dawn for Europe? Strategies for investing in European assets (12-11-2021)

BLANQUE 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 High Forecasts
ESG Quant Investment Real Estate
Strategies Allocation

고지사항

본 분서는 정보 제공의 목적으로만 제공됩니다.

본 분서는 매도 제한, 매수 제한 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 2월 1일 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 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 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 2월 2일.

문서 발행자: Amundi Asset Management, 자본금 €1,086,262,605의 “société par actions simplifiée” - 프랑스 금융감독기관 규제대상의 포트폴리오 운용사: 등록번호 GPO400036 - 본사 주소: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

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

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

BERTHON Jean Baptiste, Strategist

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

HERVÉ Karine, Senior EM Macro Strategist

HUANG Claire, Senior EM Macro Strategist

PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

USARDI Annalisa, Cross Asset Research Senior Macro Strategist

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