

Research

제05호
2021년
5월

CROSS ASSET 투자전략

CIO 견해

신뢰와 유폴리아 사이의 모호한 경계

글로벌 테마 견해

「대 안정기」의 종말과 변동성의 귀환

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

제05호 - 2021년 5월

차례

글로벌 투자견해

CIO 견해

신뢰와 유폴리아 사이의 모호한 경계

p. 3

향후에는 경기회복의 진전이 핵심적 시장동인이 될 것이고, 이는 선진국 경제를 이끄는 미국 경제가 성장하는 상황로서 다른 경제와의 더 커다란 분화로 이어질 가능성이 크다. 우리는 투자자가 위험자산에서 경기민감주와 가치주로의 로테이션에 플레이해야 하지만 과열된 세그먼트는 피해야 한다고 믿고 있다. 유럽과 같은 지역들에서는 경제의 재개가 추가적인 경기가속화를 견인할 것이지만 아직까지는 이는 가격에 반영되지 않았고, 따라서 선택이 핵심적인 사안이다. 반면에 채권의 경우에는 상대적 가치가 최대 핵심이다. 투자자는 듀레이션에 신중한 포지션을 유지하고 크레딧에 투자비중을 확대해야 할 것이다. 전반적으로 투자환경은 우호적으로 유지되고 있지만, 경기회복에 대한 컨센서스 견해 그 자체가 리스크인 것으로 증명될 수도 있다.

매크로

아시아 HY 디폴트 전망: 선별적 포지션을 유지할 것

p. 4

아시아 HY에서 현재 피크 채무불이행율은 이전 위기 상황과 비교하여 낮을 것으로 예상되며, 선별성과 리서치가 강력하게 유지되어야 한다.

멀티애셋

이번 경기회복의 물결에 올라타기 위해 “로테이션”을 활용할 것

p. 5

리플레이션 트레이드의 이번 물결에서 하이일드에 우호적인 크레딧에서 헤택을 받기 위한 주식 익스포저를 유럽으로 로테이션 할 기회가 존재한다.

채권

펀더멘탈은 개선되고 있지만, 분화가 부상하고 있음

p. 6

경기회복이 가속화되고 상황에서, 중앙은행들이 완화적인 견지를 유지하는 한 채무불이행의 피크는 이미 지나갔을 공산이 크다.

주식

주식 수익성에서

최고 중요 요인은 기업이익이다

p. 7

기업이익 성장은 향후 2년 동안은 강세를 유지할 것으로 예상되며, 시장이 펀더멘탈에 대한 포커스를 다시 돌에 따라 기업이익 성장이 주식 수익성을 견인할 것이다.

글로벌 테마 견해

「대 안정기」의 종말과 변동성의 귀환

p.8

1980년대 중반 이후로 거시경제적 변동성은 2차세계 대전 후의 최저 수준으로 낮아졌다. 코로나19는 현대 역사 상으로 최대 충격 중의 하나를 경제에 주었으며, 「대 안정기」의 종말(높은 경제적 변동성으로의 변환점 및 인플레이션 상승의 레짐으로 전환)을 의미할 수 있다. 이러한 요인들은 지난 20여년 동안보다 높은 금융변동성으로 이어질 가능성이 높다.

시장 시나리오 및 리스크

> 중심 및 대안 시나리오	p. 12
> 상위 리스크	p. 13
> Cross Asset 디스패치: 시장 전환점 감지하기	p. 14
> 글로벌 리서치 클립	p. 15
> Amundi 자산종목 견해	p. 16

거시경제적 현황

> 선진국 거시경제적 전망 - 시장예측	p. 17
> 신흥국 거시경제적 전망 - 시장예측	p. 18
> 매크로 및 시장 예측	p. 19
> 당사 예측 / 방법론에 대한 고지사항	p. 20
> Publications highlights	p. 21

CIO 견해

신뢰와 유폴리아 사이의
모호한 경계

Pascal BLANQUÉ,
Group Chief Investment Officer



Vincent MORTIER,
Deputy Group Chief Investment
Officer

예외적인 1분기 겪은 이후 4월의 금융시장은 긍정적인 어조로 시작되었으며, 주식과 글로벌 채권에서는 분화된 운명을 보여주었다. **향후에는 경기회복의 진전 여부가 핵심적 시장동인이 될 것이고, 이는 더 커다란 분화로 이어질 가능성이 크다.** 작년에는 ‘선입선출’ 테마가 중국에 혜택을 주었으며, 현재 중국은 분명히 다시 제 궤도의 성장세를 보이고 있고 중기적으로는 글로벌 성장동력의 역할을 계속할 것이다. 향후 수 분기 동안에, 포커스는 거품 분야를 피하는 것에 집중될 것이다. 경기부양책은 혁신적 기술과 제조업 등 특정 부문을 타깃으로 하는 대출의 안정적인 증가로 유도하여 경기회복을 추가적으로 지원하면서 과열은 피하자는 취지로 설계되고 있다.

시장은 중국 경제성장 전략의 다음 단계에 대해서 분석하고 있는 반면에, **경기회복을 선도하는 국가는 미국(그 GDP 성장이 1980년대 이후에는 나타난 적이 없는 수준으로 상승할 것으로 보임)으로 넘어가고 있다.**

하지만, 미국의 이례적인 경기확장은 경제 간의 분화를 유발하는 추가적인 원인이 될 것이다. 미국 재무성증권 수익률의 상승과 달러화 강세는 대부분의 취약한 신흥국의 잠재성장을 전망에 압박을 주게 될 것이며, 이러한 리스크는 코로나 위기의 여파로 (추가적으로) 남겨지게 되었다. 고유리스크 스토리 일부(터키, 아르헨티나, 그 강도는 약하지만 제제로 인한 러시아 및 브라질)도 다시 부상하고 있다.

‘통제’ 모드에 있는 중국과 이미 충분한 시장기대감을 가진 미국과 더불어서, **강세장 분위기의 확대를 누릴 수 있는 다음 지역은 유럽이다.** 매크로의 측면에서 유럽은 앞 서 언급한 두 글로벌 성장엔진에 뒤쳐질 것이고, 위기 이전의 GDP 수준으로 복귀하는 데에는 수년이 소요될 것이다. 시장의 관점에서, 유럽 주식은 강력한 글로벌 성장에서 혜택을 받을 것이다. 추가적으로, 백신 접종활동의 재가속화와 긍정적인 수익성 전망은 이제 추가적인 업사이드를 유발할 수도 있다.

투자 테마와 관련한 **우리의 주요한 투자확신감은 다음을 포함한다.**

- **전반적인 자산배분 수준에서는 리스크운을 유지할 것. 리스크를 추가적으로 증가시키지 않아야 하지만, 새로운 경기회복의 물결에 올라타는 데에 우호적인인 로테이션에 일부 플레이 할 것.** 위험자산은 경기사이클 회복과 선진국 중앙은행들의 여전히 완화적인 견지로 인해서 계속 선호된다. 이는 주식에 우호적이고, 경제재개가 추가적인 경기가속화를 견인할 것으로 보이지만 가격에는 반영되지 않은 가장 경기에 민감한 부문과 지역(유럽)에 중점을 두는 것이다. 미국 시장은 여전히 좋은 성과를 낼 수 있지만, 미국 시장에서는 초고속성장주 분야를 피하는 것이 최우선시 되어야 하고 지금 현재 커지고 있는 과도한 유폴리아라는 뜻에 빠지지 않도록 해야 한다. 법인세 인상 가능성 상승은 일부 부문 및 사업에서 기업수익성에 영향을 줄 수 있으며, 이와 관련된 사항은 면밀하게 모니터링 되어야 할 것이다.
- **채권의 경우에는 상대적 가치가 최대 핵심임. 듀레이션에 신중한 포지션을 유지하고 크레딧에 투자비중을 확대할 것.** 올해 1분기의 가장 큰 움직임은 미국 채권의 투매이다. 향후 수주 동안에는, 채권수익률 일부 가격조정이 이미 발생했기 때문에 이러한 상황과 관련된 어려움은 낮아질 수 있다. 하지만, 계속되는 경제적 배경의 개선은 듀레이션에 대한 신중한 견지와 크레딧에 대한 긍정적인 견지를 요구하고 있다 - 특히, 펀더멘탈 개선의 환경에서 계속 선호되고 있는 하이일드와 관련하여 더욱 그러하다. 미국과 유럽 사이에 성장과 인플레이션의 경로에 대한 기대감의 차이는 금리조정을 서로 다른 속도로 견인하고 있으며, 이는 액티브한 투자자에게 상대적 가치의 기회를 열어주고 있다. 더 높은 수익률을 추구함에 있어서 신흥국 채권은 관심 분야로 계속되고 유지되고 있지만, 분화가 강화됨에 따라 여기에서 선별의 중요성이 커지고 있다.
- **주식의 경우, 가치주와 경기민감주로의 로테이션에 계속 플레이 할 것.** 주식에서 이러한 로테이션은 계속될 것이다. 여름에 있을 분기별 기업실적발표는 경기회복의 궤적을 추가적으로 테스트하게 될 것이지만, 그 시기까지는 백신 보급접종과 경제재개가 이번 활황장세에서 추가적인 업사이드의 주된 유발요인이 될 것이다. 신흥국 주식과 관련해서는 아시아가 경기민감성에 플레이 하는 핵심 지역으로 유지된다.

전반적으로 관련된 투자환경은 우호적으로 유지되고 있지만, 경기회복에 대한 컨센서스 견해 그 자체가 리스크가 된다고 증명될 수도 있다. 신뢰도는 높고 유폴리아는 특정 분야(암호화폐, 기업공개 주식시장(IPO), 기업인수목적회사(SPAC))에 제한적이며, 금융시스템에서 풍부한 유동성으로 인해 이러한 추이는 당분간 지속될 수 있다. 이러한 방향성을 변경시킬 수 있는 촉발요인은 단기적으로는 존재하지 않는다. 바이러스 확산의 주기가 있어서 악화될 수는 있지만, 백신 보급접종이 글로벌적으로 가속화 있는 상황을 감안하면 그렇게 될 가능성은 매우 낮다. 두 번째 촉발요인으로는 중앙은행이 대응에서 뒷북을 치는 인플레이션 서프라이즈가 될 수 있다. 일단 현재의 분위기가 잦아들고 대부분의 경기가속화의 상황이 마무리되면 투자자는 이러한 상황은 심각하게 받아들여야 할 것이다.

전반적인 리스크 분위기



동일한 수준의 리스크예산. 경기민감주와 가치주, 및 채권(fixed income)에서는 크레딧(HY)를 선호 금리에 대한 압박을 감안하여 유연한 듀레이션 관리의 필요.

이전 달 대비 변화

- ▶ 신흥국 주식에 대한 포지션을 낮추는 대신에 유럽 주식에서 포지션을 높임
- ▶ USD 강세에 대한 확신감은 높아졌으며, 신흥국 FX와 채권의 약세에 신중한 포지션

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

매크로

아시아 HY 채무불이행율 전망:
선별적 포지션을 유지할 것

Monica DEFEND,
Global Head of Research



Debora DELBO,
EM Macro Strategist



Claire HUANG,
EM Macro Strategist

아시아 신흥국의 하이일드 채무불이행율은 1년전 2% 미만에서 올해 1분기에는 3.7%로 치솟았다. 미국/유럽에서 예측되는 하향 추이와는 달리, 우리는 다양한 시장 요인을 감안할 때 아시아의 채무불이행율은 향후 6개월 동안은 현재 수준에서 안정화될 것으로 예상된다.

긍정적인 측면으로는 아시아가 2021년에 팬데믹에서 더 빠르게 회복될 것으로 기대된다는 점이다. 미국과 유럽에 비교하여 아시아에서 백신 보급접종이 느림에도 불구하고, 아시아의 수출은 전 지역에 걸쳐 강력한 반등세를 보이고 있고 이는 기업이익 전망을 떠받치고 있다. 글로벌 금융조건은 주요 중앙은행이 완화된 경로를 유지할 높은 가능성과 더불어서 우호적으로 유지되고 있다. 반면에, **아시아 지역의 안정적인 신용파산스왑(CDS) 비율(신흥국 지역에서 가장 낮음), 주식시장 변동성의 낮게 유지됨 및 회복되고 있는 원자재 모멘텀**과 같은 몇 가지의 시장변수는 HY에 우호적인 것으로 보인다.

하지만, 우리는 크레딧 전망에 그림자를 드리울 것으로 보이는 서너 가지의 요인들을 인지하고 있다. 그 중의 하나는 아시아 HY 발행기업에서 중국의 부동산 개발업자가 큰 비중을 감안하더라도 아시아 HY 발행기업의 순 레버리지가 상대적으로 높다는 점이다. 이 세그먼트가 2020년에 HY 발행을 주도했으며, 2025년까지의 만기가 대다수의 비중(>50%)으로 차지하고 있다. 이와 더불어서, 아시아의 평균 신용등급은 전체 신흥국들 중에서 최악이며, 이는 이미 높은 수준에 있는 스프레드가 추가적인 확대의 가능성을 있음을 제시한다. 마지막으로, 아시아 지역의 단기적인 리파이낸싱 압박도 역시 전체 신흥국 지역에서 가장 높다.

중국의 정책 테이퍼링은 이와 관련하여 전혀 도움이 되지 않고, 오히려 회사채 부문에 추가적인 압박을 가하고 있다. 중국에서는 경기회복이 강력한 속도로 계속됨에 따라, 정책 포커스는 채무 리스크관리로 전환되었다. 중국의 통화정책은 2020년 5월부터 정상화되기 시작되었다. 매크로 레버리지의 통제를 최우선

목표로 두면서, 대출 증가율은 낮아졌다.

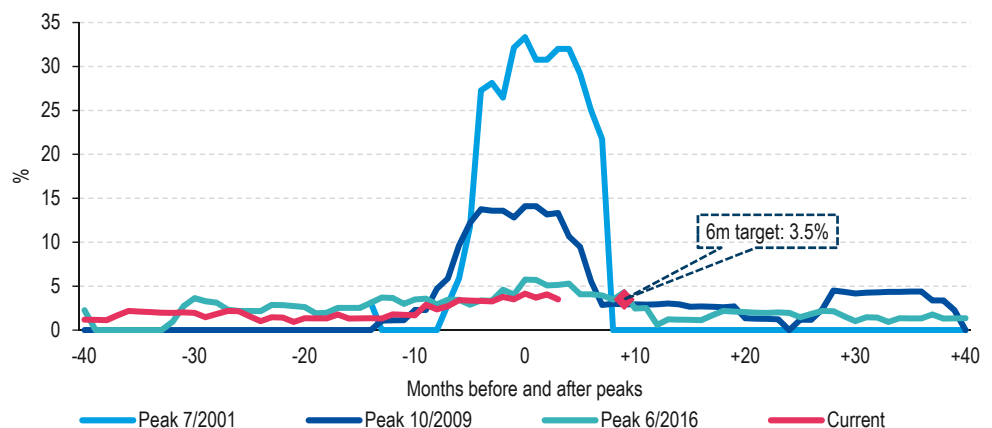
더욱 중요한 사실은, 중국의 정책입안자들은 개발업체에 대해 강화된 자금조달과 현지 수준에서 투기적인 매입을 제한하는 규칙을 도입하면서 주택시장을 계속 조이고 있다. 대출 정책의 강화는 중국의 채무불이행율이 치솟도록 유발했다.

IG 공간의 잠재적인 채무불이행이라는 최근 사례는 전반적인 시장 분위기를 압박하는 또 다른 충격이다. 중국 재무부가 57%를 소유하고 있고 4곳의 국유 배드뱅크 중의 하나인 화롱자산관리공사는 2020년 재무보고서의 발표를 연기했으며, 국내 및 해외의 본드 보유자에 영향을 미칠 구조조정에 들어갈 것으로 알려져 있다. 한 때 시장은 최악 경우의 시나리오를 가격에 반영하였고 화롱자산관리공사의 USD 표시 해외 본드는 매우 큰 할인 가격으로 트레이딩 되었다. 중국의 금융 규제당국의 이와 관련된 최근 언급도 불구하고, 이 기업에 관련된 지원의 범위는 불분명하고 그 상황은 아직 유동적이다. 화롱자산관리공사의 금융시스템적 중요성(채무규모 미화 1,700억 달러)을 감안하면 그 처리 과정은 신중하고 느릴 수 있다. 따라서, 그 결과와 상관없이 이러한 크레딧과 관련된 사건은 수개월이 질질 끌게 가능성이 높으며, 이는 중국의 크레딧 시장에서 리스크회피를 지속시키게 될 것이다.

그 결과, 우리는 다른 아시아 경제로의 다이버스먼트(divestment)가 나타날 가능성이 크다고 믿고 있다. 아시아는 시장을 견인하는 내수소비와 수출 모두에 있어서 이질성이 높은 지역임을 감안하면, 아시아는 차별화와 선별이 매우 강력하게 필요한 케이스이다. 투자자는 아시아 크레딧에서 리스크의 분야는 피하고 선별적인 기회를 활용하기 위해서 바텀업 크레딧 선별과 펀드멘탈 분석에 포커스를 유지해야 한다.

아시아 HY에서 현재 피크 채무불이행율은 이전 위기 상황과 비교하여 낮을 것으로 예상되며, 선별성과 리서치가 강력하게 유지되어야 한다

아시아 HY 채무불이행율 %: 현재의 추이 vs 이전 사이클



Source: Bloomberg, Amundi Research, April 2021. Data for ICE BoFA EM High Yield Corporate Asia Index from Bloomberg.

멀티애셋

이번 경기회복의 물결에 올라타기 위해
“로테이션”을 활용할 것

Matteo GERMANO,
Head of Multi-Asset

리플레이션 트레이드의
이번 물결에서 하이일드에
우호적인 크레딧에서 혜택을
받기 위한 주식 익스포저를
유럽으로 로테이션 할 기회가
존재한다

우리는 기존의 **리스크온 견지와 크레딧에 대비한 주식에 대한 선호**를 확인한다. 경제 데이터와 완화적인 중앙은행의 기조에서 나타나듯이 단기적인 선호는 우호적이다. 밸류에이션은 비싼 상태를 유지하고 있고 이미 가격에 반영된 높은 기대감에 의해 이러한 선호는 도전을 받을 수도 있다. 하지만, 이러한 높은 기대감이 구조적 리스크 저감에 대한 촉발요인이 되지는 않을 것이다. 글로벌 수준에서 확산되고 있는 경기회복의 순차와 분화는 (당분간은 전반적인 리스크예산을 변화 없이 유지하면서) 리스크 익스포저가 **시장 신뢰도의 변화에 부합되는 새로운 테마로 로테이션** 됨을 시사하고 있다. 하지만, 우리는 일부 세그먼트에서 과잉적인 유폴리아에 유념하고 있으며, 향후 데이터에 따라서 경미하게 신중한 견지를 취해야 하는 시장 피로감의 징후 여부를 모니터링 하고 있다.

투자확신감이 높은 아이디어

우리는 투자자가 **주식에 건설적인 포지션**을 유지해야 하지만, **선진국 시장에 대한 선호**를 가지면서 지역에 걸친 로테이션을 해야 한다고 믿고 있다. 우리는 경기사이클 친화적인 시장으로써 **일본**에 대한 기존의 긍정적인 견해를 확인하지만, 호주는 이제 기회를 제공하지는 않는다고 믿고 있다. 반면에, **이제 유럽 주식은 새로운 경기회복의 물결**, 백신접종의 가속화, 우호적인 상대적 밸류에이션, 강력한 주당순이익(EPS) 성장, 강력한 기술적 요인에서 **혜택을 받을 것이다**. 속도가 붙은 영국에서의 백신 보급접종이 경제의 초반적인 재개로 이어지고 있기 때문에, **우리는 영국 내수시장에 대한 기존의 긍정적 견해를 확인한다**. 또한, 영국 주식은 리플레이션 테마(에너지, 광산, 은행에 익스포저)에서 매력적인 플레이어이며, 여기에는 경기방어주의 커다란 비중으로 인해 잠재적으로 비대칭적인 프로파일을 가지고 있어 컨센서스 경기회복 트레이드에 대해 완충을 일부 제공한다. **우리는 신흥국 주식에 대한 일부 익스포저를 권고하지만**, 최근의 변동성과 미국 달러화 강세가 단기적인 약재라는 사실을 인지하고 있기 때문에 신흥국 주식에 대한 투자확신감은 이제 이전보다는 낮아졌다. 우리는 중국 주식을 계속 좋아하지만, 홍콩을 통한 방식을 선호한다.

채권(fixed income)의 경우, **우리는 미국과 유럽연합의 명목금리 모두에 대해서 중립적 포지션을 유지하지만**, 미화 1.9조 규모의 코로나 19 구호패키지의 승인 이후에 뒤따라 미국에서 리플레이션 트레이드에 추가적인 여지가 있다고 믿고 있기 때문에 인플레이션에 대해서는

긍정적이다.

유럽 주변국의 경우, 우호적인 기술적 요인/밸류에이션과 채권 변동성을 제한할 수도 있고 투자자에게 롱듀레이션의 시장 세그먼트에서 수익율을 추구하도록 독려하는 유럽중앙은행의 3월 매입규모 증가를 바탕으로 우리는 **독일국채에 대비한 이탈리아 국채 30년물 스프레드**에 대해서 **건설적인 포지션**을 유지한다. 우리는 **신흥국 채권에 대해 온건하게 건설적인 포지션**을 유지하지만, 투자자는 성장률/인플레이션의 상승 리스크에 대비한 보호를 시도해야 할 것이다.

크레딧은 채권(fixed income) 배분에서 주된 투자확신감을 주는 분야이다 - 밸류에이션은 타이트하지만, 기술적 요인, 상대적 가치, 특히 유럽에서는 크레딧 매트릭스가 결합된 상황을 바탕으로 하면 크레딧은 매력적이다. 이러한 투자확신감은 유럽중앙은행의 3월 회사채 매입 증가를 바탕으로 하고 있다. 보다 일반적으로, 자금조달의 비용이 HY 회사채에 대해서 사상 최저에 근접하게 유지되고 있기 때문에 우리는 **IG 크레딧보다는 HY 크레딧에 대한 투자를 권고한다**. **미국과 유럽연합 HY 시장 모두는 낮은 평균 듀레이션을 누리고 있다**.

또한, 투자자는 **통화를 통한 리플레이션 트레이드에 플레이할 수 있다** - 예를 들면, USD와 NOK보다는 CAD를 선호하고, EUR와 CHF에 대비한 GBP와 CAD를 통한 리플레이션 트레이드. **원자재 관련국 통화**는 경기회복 시나리오에서 아웃퍼포먼스를 계속 보일 것인 반면에, 미국 채권수익률의 상승은 저수익률의 통화에는 부정적인 요인이다. **신흥국 FX의 경우, 선택이 중요성을 가진다**. 예를 들면, 우리는 미국-멕시코의 경제 연계성으로 인해 멕시코 페소화를, 우호적인 펀더멘탈 덕분에 EUR에 대비하여 러시아 루블화를, 아시아 내부의 지역적 교역에서 중국은 주요한 지정학적 견인 역할을 하고 한국 경제는 글로벌 반도체 경기사이클에 노출되어 있기 때문에 중국 위안화와 한국 원화를 여전히 선호한다.

리스크 및 헤징

주요 리스크는 미국 금리의 이례적인 상승과 연관되어 있으며, 이는 유럽 금리에 영향을 줄 수 있고 이미 매우 압착된 스프레드의 가치(IG)를 잠식할 수 있다. 따라서, 투자자는 이러한 분야에서 보호를 일부 추구해야 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 크로스애셋 평가를 나타낸다. 전망, 전망의 변화, 자산종목 평가에 대한 견해는 기대 방향(+/-)과 투자확신의 강도(+/-/+/++)를 반영하고 있다.

본 평가는 변경될 수 있다. US\$ = 미국 재무성증권, DM = 선진국 시장, EM/GEM = 신흥국 시장, FX = 외환, FI = 채권(Fixed Income), IG = 투자등급, HY = 하이일드, CB = 중앙은행, BTP = 이탈리아 국채, EMBI = 신흥국 채권지수, PEPP = 팬데믹 긴급매입 프로그램.

채권

펀더멘탈은 개선되고 있지만, 분화가 부상하고 있음



Éric BRARD,
Head of Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

경기회복이 가속화되고
상황에서, 중앙은행들이
완화적인 견지를 유지하는
한 채무불이행의 피크는 이미
지나갔을 공산이 크다

미국 10년물 재무성증권 수익율의 급격한 상승, 수익률곡선의 스티프닝, 기대인플레이션의 신속한 가격 반응은 모두 미국 경제의 강력한 가속화의 전망과 인플레이션 상승을 반영하고 있다. 기준금리와 관련된 **연준에 대해 예상은 시장은 아마도 너무 빠르게 가격에 반영하는 움직임이었던 것으로 보인다**. 단기적으로는 재무성증권 수익률 상승은 이제 일시 중단되었을 수 있다. 하지만, 우리는 미국에서 일부 과열 및 정책실수(특히 올해 하반기에 **기준금리 인상**의 결과로 이어질 수 있음)의 리스크를 인지하고 있다. 투자자는 **선진국 기준금리에 대해 분화된 경로**와 신흥국 채권의 차별에 플레이할 수 있다, 크레딧은 경기사이클 회복에서 선호되지만, 밸류에이션이 특히 IG에서 타이트하다.

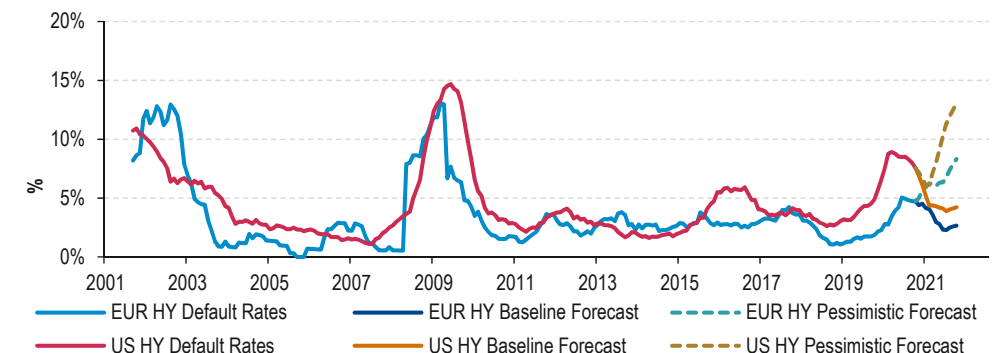
글로벌 및 유럽 채권(fixed income)

유럽연합에서 금리상승은 유럽중앙은행에게는 우려의 원인이며, 유럽중앙은행은 외부에서 비롯된 원하지 않는 금융조건의 긴축을 피하기 위해서 양적완화의 매입규모를 증가시켰다. **유럽중앙은행의 역할은 크레딧 시장에서도 핵심적이다. 유럽연합 크레딧의 경우, 펀더멘탈은 온건하게 개선되고 있지만, 이미 잘 회복된 탄력성이 높은 부문들과 소매, 여가, 건축자재와 같은 가장 취약한 부문들 사이에서 분화가 명확하게 나타나고 있으며, 특히 후자는 약세를 보이는 크레딧에서 높은 비중을 차지하고 있고 2분기/3분기 실적이 예상보다 나쁘게 나타난다면 추가적인 압박에 직면할 수도 있다.** 우리의 글로벌 견해에서, **듀레이션**을 낮추는 **케이스(특히 미국 재무성 증권)가 추가적으로 강화되었으며, 미국과 유로의 브레이크이븐의 케이스도 마찬가지이다.** 유럽연합의 경우, 우리는 주변국 채권과 이탈리아 국채에 대한 선호를 유지하며, 다른 주변국 국채들과 비교하여 이탈리아 국채는 타이팅 할 여지가 더 있다. **신흥국 채권에 대해 일부 어려움이 있다는 관점에서 우리는 신중한 접근을 강화시켰다.**

미국 채권(fixed income)

투자자는 듀레이션 관리에서 유연성을 유지해야

하이일드 채무불이행율 전망



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

하고 숏 건지를 지속해야 하지만, 시장 변동성의 관점에서 포지션을 추가하는 기회를 포착해야 할 것이다. 미국 재무성증권에 대한 견해는 신중하며, 우리는 매력적인 분산투자종목으로 물가연동 재무성증권(TIPS)와 연준이 액티브하게 유지함에 따라 기회를 제공할 수도 있는 정부기관 발행의 주택저당증권을 선호한다. 대규모 유동성, 낮은 대출금리, 강력한 기업이익, 제 2차에 진입 중인 경제재개 등으로 인해 **우리는 크레딧에 긍정적인 견해를 유지한다.** 하지만, 금리 상승과 높은 변동성을 가진 부문들에 대한 민감성을 제한할 것이며, 밸류에이션이 비싼 부문에 대해서는 천천히 리스크를 줄여야 할 것이다. 채무불이행율이 개선되는 상황에서 HY는 IG보다 더 나은 기회를 제공하지만, 증권 선별에 강력한 포커스를 유지하는 것이 핵심적이다. 또한, 우리는 소비자 및 주택담보증권에 긍정적인 포지션을 유지한다. 하지만, 높은 변동성과 희소한 유동성을 감안하여, 우리는 선별적 포지션을 유지한다.

신흥국 채권

우리는 기존의 신중한 견지를 유지하며, 현지화표시 신흥국 채권은 현 단계에서 더욱 취약하다고 믿고 있다. 신흥국 금리의 경우, 우리는 상승세 사이클은 지나간 것으로 생각한다. 3월에는 인플레이션 압박을 완화시키려고 노력하는 신흥국(러시아, 브라질, 터키) 중앙은행에서 첫 번째 금리 인상이 있었다. 현지화표시 채권은 싸지 않고, 선별이 핵심적 사안으로 유지되고 있다. 우리는 물가연동채권(HC)에 대한 긍정적 포지션을 높였다. 우리는 프런티어 시장에서 선별적인 기회를 모색하고 있는 반면에, 고유리스크로 인해 터키, 브라질, 우크라이나에 대해서는 신중한 견지를 유지한다.

FX

우리는 단기적으로는 모든 통화에 대비하여 USD는 계속 강세를 보일 것으로 예상된다. 원자재 주도의 통화(CAD/AUD/NOK)에는 추가적인 평가절상의 여력이 있는 것으로 보이는 반면에, EUR과 JPY에 대해서는 신중한 포지션이다.

주식

주식 수익성에서
최고 중요 요인은 기업이익이다Kasper ELMGREEN,
Head of EquitiesYerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging MarketsKenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

기업이익 성장은 향후 2년 동안은 강세를 유지할 것으로 예상되며, 시장이 펀더멘탈에 대한 포커스를 다시 등에 따라 기업이익 성장이 주식 수익성을 견인할 것이다

종합적 평가

경기회복과 관련된 신뢰는 주식 시장의 주된 동인이며, 완화적인 금융조건과 단지 일시적인 인플레이션 상승을 배경으로 강력한 기업이익 성장을 주식의 가격에 반영하고 있다. 올해 2 분기의 경우에는, **주식에 대해서 계속 긍정적으로 유지되지만 그 동력은 피크를 치고 가속도가 약해지는 상황**이 될 것으로 보인다. 리플레이션 트레이드는 이제 강력한 EPS 사이클의 반등을 뒷받침하여 **경기사이클적인 시장, 소형주 및 가치주**에 대한 익스포저를 계속 떠받칠 것이다. 또한, **주식 이익배당의 테마가 포커스로 되돌아올 것으로 예상된다**. 전반적으로 2021년 이후 2년 동안에 기업이익 성장률은 두 자리 수치의 속도로 계속될 가능성이 높다. 하지만 기업이익 회복은 이제 컨센서스 한 견해이면서, 이는 채권수익률의 지속적인 상승과 더불어서 동시에 그 자체로 주요한 리스크가 된다. 그 결과, 투자자는 액티브한 견지를 유지하고 펀더멘탈 분석에 포커스를 두어야 한다.

유럽 주식

1분기의 저조한 경제 수치에도 불구하고 경제 재개와 향후 분기 동안의 기업이익의 가속화에 대한 전망은 **부문별로 일부 분화는 있겠지만 강세인 것으로 보인다**. 여행 및 레저와 같이 여름의 활동에 가장 민감한 부문들은 백신접종의 느린 진척의 추가적인 지연으로 인해 악영향을 받고 있는 반면에, 경기회복과 연계되어 있는 대부분의 시클릭 부문은 계속 좋은 성과를 보이고 있다. 반면에, 우리는 매력적인 밸류에이션을 가진 제약주 및 식음료주에서 선별적인 경기방어 종목을 모색하고 있다. 스타일적인 관점에서, 가치주와 경기민감주는 핵심적인 테마로 유지되고 있지만, 강력한 재무제표에 포커스를 유지하는 것이 중요하다. 마지막으로, **미국 인프라 계획**은 유럽의 플레이어에 **우리의 이미 긍정적인 견해를 가졌던 것과 관련된 소재, 산업, 대안적인 에너지 부문에서 기회를 제공할 수 있다**.

미국 주식

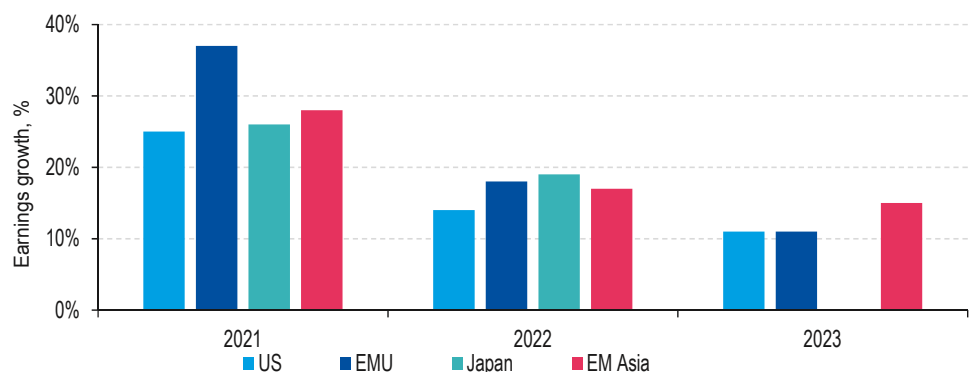
미국 경제는 분명히 가속화되고 있고, 인프라

계획은 2022년 미국 경제의 골디록 시나리오 (Goldilocks scenario, 역주: 동화에서 유래한 용어로 최적 조건의 상태 시나리오를 의미함)를 추가적으로 연장시킬 수 있다. 부문별 분산이 넓어졌으며, 이는 **커다란 로테이션이 진행되고 있다는 징후이다**. 성장주에 대비하여 넓어진 밸류에이션 갭으로 인해 경기민감 가치주로의 전환이 지속되고 있으며, 이는 잠재적으로 2021년 후반에 잠재적인 시클릭 기업이익의 개선과 수익률곡선의 스티프닝을 의미한다. 시장에서 가격으로 충분히 반영되지 않은 **모니터링이 필요한 리스크는 법인세 인상**이다. 시장은 안주하고 있는 상태이고 법인세 조세 인상에서 온건한 인상을 예상하고 있다. 이러한 견해를 반영하기 위해 **우리는 초우량 경기민감의 가치주에 대해서 긍정적인 포지션을 유지한다** - 특히, 코로나19 위기에 직접적인 영향을 받은 금융주, 에너지주, 소비자주에 더욱 그러하다. 하지만, 밸류에이션이 더 풍부해지고 일부 가치주 세그먼트에는 경기회복이 아직 가격에 아직 반영되지 않은 반면에 다른 세그먼트는 이미 가격에 반영되었기 때문에 선별적인 접근법이 이제 더욱 중요해졌다. 현 시점에서, 우리는 **성장주에 대해 매우 신중한 견지**와 **디밸류/부실 가치주에 대한 익스포저를 최소한으로 유지한다**. 에너지 전환을 동반하고 가치부문과 사회적 불평등 의제를 전면에 내세우고 있는 바이든 대통령의 어젠다로 인해 **ESG 테마도 역시 모멘텀을 받을 것이다**.

신흥국 주식

신흥국 기업들은 글로벌/신흥국 성장 반등, 기업이익의 재할려와 및 자금유입의 증가에서 혜택을 받을 것이다. 하지만, 우리는 미국 금리 상승의 속도, 신흥국가에서 백신 보급접종 진전에서 실망감, 지정학적 긴장감(예: 러시아/우크라이나)의 가능성 등에 연계된 리스크에 대한 모니터링을 계속한다. 현 시점에서, 우리는 **유럽·중동·아프리카(EMEA)와 남미의 일부 저렴한 주식을 선호한다**. 국가별 수준에서 주요한 투자확신감은 **인도, 그리스, 러시아**에 있다. 우리는 **성장주에 대비하여 가치주/경기민감주에 대한 선호도를 증가시키는 경향**을 유지한다.

견고한 기업이익 전망



Source: IBES consensus, Amundi, EPS in USD for country group (World AC, EMU, Emerging...).
MSCI Indices as at 31 March 2021. Japan data for 2023 is not available.

글로벌 테마 견해



Didier BOROWSKI,
Head of Global Views



Pierre BLANCHET,
Head of Investment Intelligence

1980년대 중반 이후의
거시경제적 변동성의 감소는
좋은 정책과 행운 때문이다.

「대 안정기」의 종말과 변동성의 귀환

1980년대 중반 이후로 거시경제적 변동성은 2차 세계 대전 후의 최저 수준으로 낮아졌다. 코로나19는 현대 역사 상으로 최대 충격 중의 하나를 가져왔으며, 「대 안정기」의 종말(높은 경제적 변동성으로의 변환점 및 인플레이션 상승의 레짐으로 전환)임 나타낼 수 있다. 이러한 요인들은 지난 20여년 동안보다 높은 금융변동성으로 이어질 가능성이 높다.

1980년대 중반 이후로, 산출증가의 변동성과 인플레이션은 대부분의 OECD 국가에서 2차 세계대전 이후 최저 수준으로 낮아졌다. 「대 안정기」로 알려진 이러한 시기를 설명하는 데에는 여러 요인들이 동원되었다.

첫 번째로, 다음과 같은 다수의 구조적 변화가 일어났다 - (i) 기업들의 재고관리 최적화를 가능하도록 한 섬세한 전산화 기술의 진전, (ii) 기업의 투자를 위한 자금조달을 쉽게 만든 금융시장의 발전과 탈규제화, (iii) 사업 사이클의 원활화에 도움을 주는 선진국의 산업경제에서 서비스 경제로의 전환, (iv) 경제의 유연성을 증가시키고 이에 따라 경제를 더욱 안정적으로 만드는 글로벌 교역의 성장과 자본의 자유로운 이동 등이 발생했다.

두 번째로, 경제정책의 측면에서 진전이 이루어졌다. 특히, 중앙은행은 더 커다란 독립성을 확보했으며, 이는 물가 안정성을 확보한다는 중앙은행의 일차적인 책임을 더욱 잘 완수할 수 있게 만들었다. 중앙은행은 그 운영에 있어서 투명성을 확보하게 되고 시장과의 소통이 향상되었다. 이러한 과정의 결과는 기대인플레이션의 더 잘 고정시켰다는 사실이다.

마지막으로, 외생적인 충격은 드물어지고 불안정시키는 효과도 줄어 들었다 요약하면, 거시경제적 변동성의 감소는 “좋은 정책”과 “행운” 때문이다. 놀랍게도, 대규모의 금융 위기도 「대 안정기」를 종식시키지는 않았다. 예를 들면, 미국의 경우에 산출증가의 변동성은

코로나19 위기 이전의 10년 동안에는 이전보다 결코 낮은 적이 없었다.

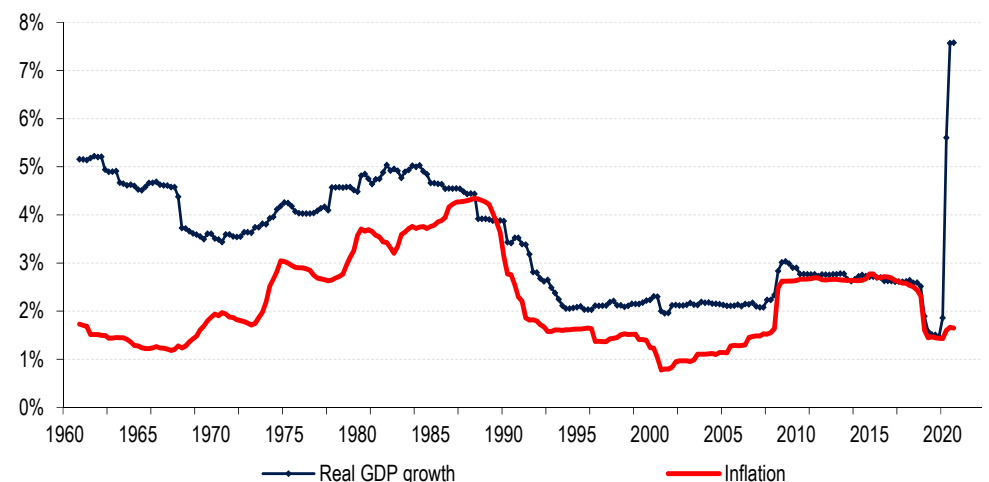
하지만, 「대 안정기」를 이끌었던 기존의 요인들의 일부는 향후에는 반대 방향으로 작동할 수도 있다는 의문을 제기 받는다는 사실이다 - 코로나19 위기의 결과로써 특정한 가치망의 리쇼어링, 감염병 발발에서 서비스 부문의 취약성 및 인플레이션의 상승 예상은 경기사이클을 보다 험난한 경로로 만드는 모든 요인들이다.

이는 부채 부담감을 완화시키기 위한 팽창적 재정정책이 완화적인 통화정책과 결합되어 나타나는 ‘재정정책 우위’의 불안정한 시나리오로 이어질 수도 있다. 하지만, 이러한 상황은 중앙은행이 인플레이션 압박을 억제하면서 금융적 안정성을 동시에 유지해야 하는 어려운 입장으로 몰아넣게 될 것이다. 결국에는, 정책조합(폴리시믹스)의 효과가 경기사이클적 변동을 과거와 같이 효과적으로 원활하게 만들 지의 여부는 의심스럽다.

공공부채와 인플레이션의 상승은 안정화 정책의 장애요인이 될 수 있다. 민간부채와 공공부채의 수준은 코로나19 위기와 더불어서 새로운 고점에 다다랐으며, 이는 2차 세계대전에 도달했던 이전 고점을 넘어섰다. 향후에 부채 수준의 상승은 내수수요를 저해할 가능성이 높다. 인플레이션은 디레버리징을 촉진한다는 점에서 환영받지만, 기대인플레이션이 잘 고정되지 않는다면 중앙은행을 곤경에 빠뜨릴 수도 있다.

부채누적은 거시금융적 관점에서 완전한

1/ 미국: 거시경제적 변동성 (10년 이동 표준편차)



글로벌 테마 견해

험난해진 경기순환은
금융시장의 변동성 재부상이
불가피하게 동반될 수 있다

게임체인저이다. 통화조건의 너무 급속한 긴축(장단기 금리의 상승)은 불가피하게 위험자산의 조정으로 이어지고 “재무제표 리세션”(balance-sheet recession)을 촉발할 수 있다. 경제가 앞으로 (감염병, 기후충격, 분쟁과 같은) 외생적인 충격에 더 많이 직면할 수 있다는 사실은 말할 것도 없다. **간단히 말하면, “좋은 정책”과 “행운” 모두가 동시에 사라질 수 있다.**

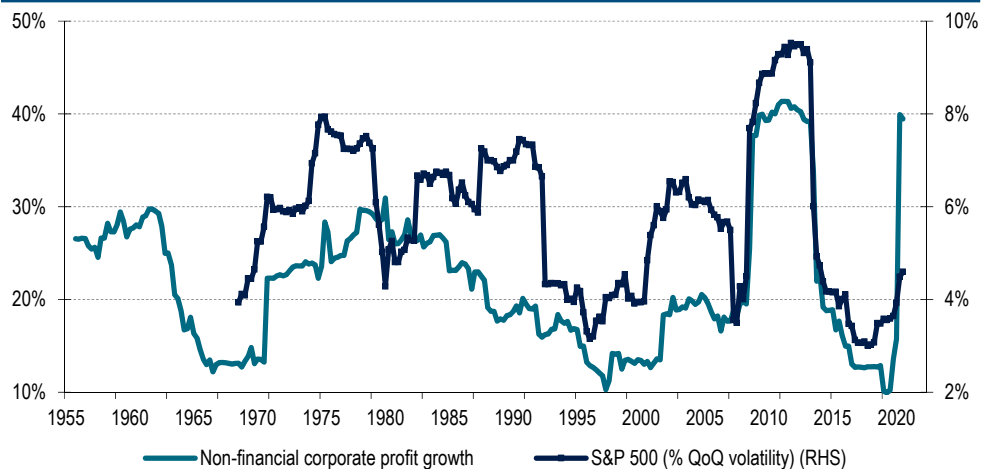
최근의 산출 변동성의 급상승은 기업이익 변동성에서 동일하게 커다란 상승이 동반된 반면에, 현 시점에서 인플레이션 변동성은

억제되어 유지되고 있다. 시장 변동성은 초확장적 정책조합과 인플레이션의 부재 덕분에 여태까지는 억제되고 있다. 이러한 상황은 지속되지 않을 수도 있다. 험난해진 경기순환은 금융시장의 변동성 재부상이 불가피하게 동반될 수 있다.

시장 변동성은 낮게 유지될 가능성이 높은가? 아니면 향후에 높게 움직일 것인가?

금융시장은 작년에 극한적인 변동성의 국면을 통과했다. 주식시장은 한 달 동안에 30%

2/ 미국: 기업이익 vs 주식 변동성 (5년 이동 표준편차)



Source: Eikon-Datastream, Amundi Research as of April 2021 (quarterly data available until Q4 20)

이상 폭락했고, VIX는 80% 이상이 되면서 내재변동성은 글로벌 금융위기 이후로 나타나지 않았던 수준으로 올라갔다. 이러한 투매 이후에 강력한 반등이 뒤따랐으며, 이는 관련된 지표를 작년말까지 위기 이전 수준으로 되돌려 놓았다. 채권 시장도 매우 변동성이 높았다. 국채는 이번 위기의 피크 시기 동안에 강력한 랠리를 보였으며, 그 이후에는 베어 마켓이 뒤따랐다. 참고로, 미국 재무성증권 만기 10년 이상의 종합지수를 나타내는 Bloomberg Barclays US Long Treasury는 전년동기대비 26%가 하락했다. 크레딧 스프레드는 동일한 기간 동안에 상당히 큰 폭으로 등락하는 움직임을 나타냈다. 유가는 변동성의 경연에서 최고의 수준을 보여, 1개월 WTI 계약물이 한 달 동안에 \$50에서 \$15으로 움직였으며, 미국 오클라호마주 쿠싱 지역의 저장 허브에서 전례가 없는 과잉 공급의 발생으로 인해 이틀 동안에는 실질적으로 마이너스(-\$40)로 돌아서기도 했다. 그러면, 이러한 자산가격의 극단적인 움직임이 장기적 기간 동안에 시장 변동성이 상승하도록 재설정했는가?

실제로는 그렇지 않았다. 미국의 경기부양계획과 백신 보급접종 가속화를 바탕으로 예상보다 높은 경제성장률과 기대인플레이션으로 인해 채권시장 변동성은 2021년 1분기에 높게 유지되었지만, **주식과 크레딧에서 변동성은**

급격히 낮아졌다.

지난 20년 동안의 시장 움직임은 자산가격 변동성에서 단기적인 급상승은 발생시켰지만, 변동성 레짐과 장기적 기간의 평균 변동성 수준을 변경시키지는 않았다. 예를 들면, 유럽에서 브렉시트와 유로화 위기는 변동성 급상승을 초래했지만, 전 자산종목(영국 파운드화 또는 유로통화권 주변국 국채 포함)에 걸쳐서 실현변동성과 내재변동성 모두가 그 이후에 빠르게 낮아졌다. 따라서, **고립된 이러한 충격들이 시장 변동성을 더 높게 재설정하기에는 충분하지 않았으며**, 이는 대체적으로 투자자의 공포를 안정시키기 위해서 “가능한 모든 수단을 동원”한다는 재정/통화적인 대응으로 관리했기 때문이다.

작년 동안의 자산가격 변동성은 경제 위기의 결과였으며, 이는 그렇게 될 만한 상황이었다. 하지만, 크로스애셋 변동성이 그 이후에 매우 빠르게 낮아졌으며, 이는 펀더멘털 배경이 다른 방향의 움직임을 허용하지 않았거나 시장참여자들이 “대 안정기”(Great Moderation) 레짐이 여전히 유효하다고 믿고 있기 때문이었다. 따라서, 이러한 변동성 레짐을 정의하고(또한 변동성을 견인하고) 있는 하나 또는 여러 요인들이 코로나19 위기 이후에 변경될 경우에만 코로나19 위기가 더 높은

글로벌 테마 견해

지난 수십년 동안에, 다양한 충격은 변동성의 일시적인 급상승을 발생시켰지만, 주로 재정/통화적 대응 덕분에 시장 변동성을 더 높게 재설정하기에 충분하지는 못했다.

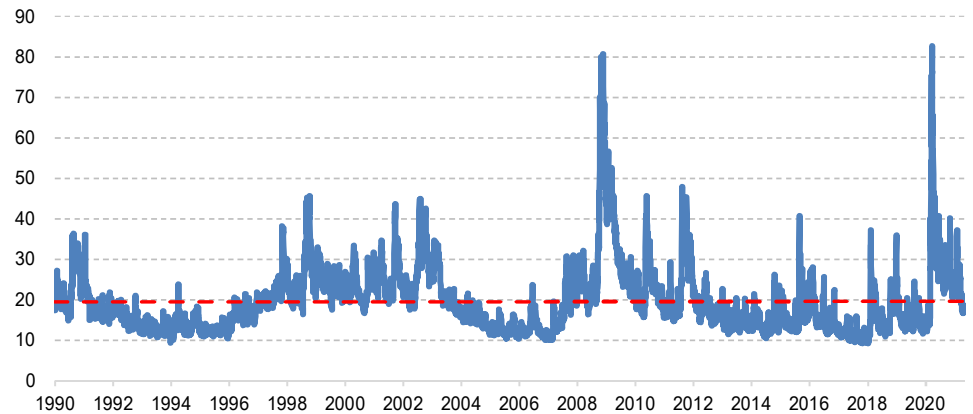
변동성의 레짐으로 가는 전환점이 될 것이다.

향후에는 (1) 경기사이클 더 짧아지고 밋/또는 변동성이 더 커질 것이고 (2) 전체 자산 종목에서 투자분산도가 더 낮아질 것이라는 최소한 이 두 가지의 이유로 인해 총 자산가격의 변동성이 “대안정기” 레짐보다는 높아질 수 있다.

1. “행운과 좋은 정책”이 충분히 강력한 리밸런싱 기제가 없는 상태에서 동시에 사라진다면, **경기사이클은 더 짧아지고 변동성이 높아지며 심지어는 경기사이클의 탈동조화가 나타나는 것을 예상해야 할 것이다.** 이러한

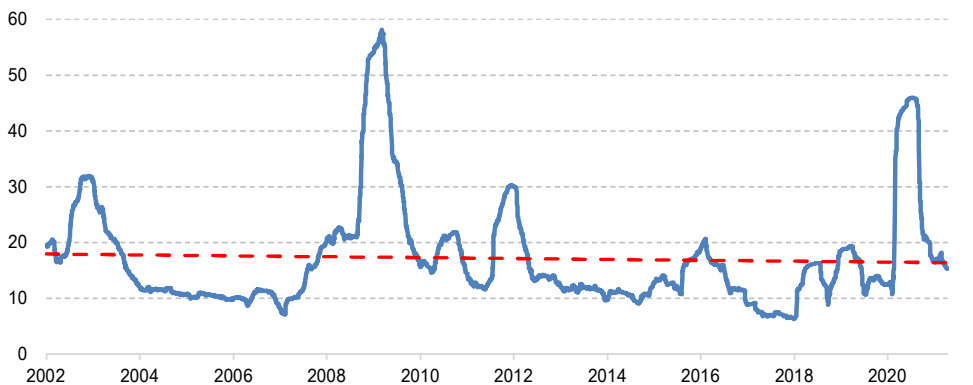
상황이 가져올 수 있는 하나의 결과는 **불안정한 채권수익률곡선**으로 그 스티프닝과 플래트닝의 사이클이 짧아지고 불안정한 할인 요인이 된다. 짧아진 경기사이클은 **기업이익의 변동성 상승**을 의미하며, 투자자들은 짧아진 채무불이행 사이클에 헤지를 설정하기 위해 높은 프리미엄을 요구할 것이기 때문에 기업들은 만기가 긴 채권을 발행하는 것이 더 어려워질 것이다. 이러한 맥락에서, 변동성의 변동성이 아마도 더 높아질 수 있다.

3/ VIX - S&P500 단기적 iVol



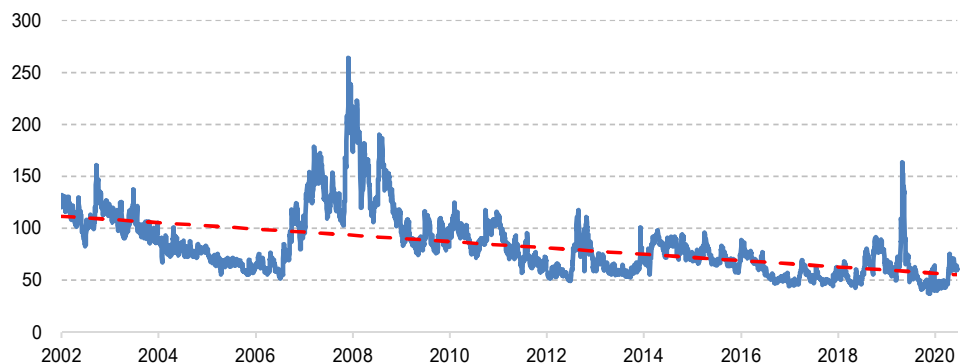
Source: Refinitiv, Amundi Research as of 30th April 2021

4/ S&P500 변동성 6개월, 2002년 이후



Source: Refinitiv, Amundi Research as of 30th April 2021

5/ MOVE - UST10년물 단기적 iVol



Source: Refinitiv, Amundi Research as of 30th April 2021

글로벌 테마 견해

불안정한 채권수익률곡선과
불안정한 주식/채권
상관관계는 주된 결과로
나타날 수 있다

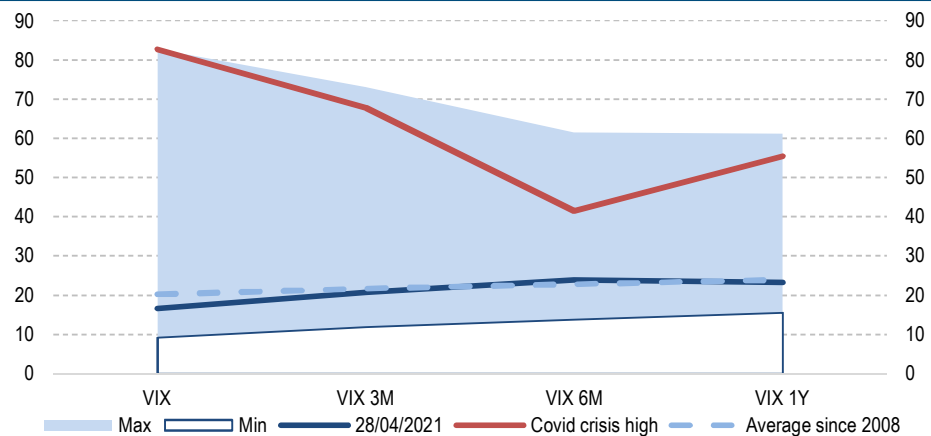
2. 두 번째의 변화 요인은 **투자분산도의 저하**일 수 있다. 금융시장 전체에서 투자분산의 주된 기반은 국채와 주식 사이의 음의 상관관계이다. 1990년대 중반 이후로 정립된 이러한 음의 상관관계는 충격 흡수장치와 같이 작동한다. 중앙은행은 정책금리를 인하하고 양적완화(QE)를 통한 장기채권을 매입함에 있어서 이러한 충격흡수 기제를 강조한다. 하지만, 채권/주식의 음의 상관관계와 통화완화 모두는 기대인플레이션이 장기적인 디플레이션 추이 안에서 잘 고정되어 있는 저물가 레짐에서만 가능하다. “대 안정기”의 종말은 과거 20년보다 높은 인플레이션이고 기대인플레이션이 고정되어 있지 않은 환경일 수 있다. 이러한 환경에서, (주식시장 투매의 국면은 제외하면) **채권과 주식 사이의 상관관계는 거의 없거나 양의 상관관계가 된다**. 중앙은행은 장기간 동안 완화적인 통화정책을 유지할 수 없게 되고, 밸런스를

갖춘 포트폴리오에는 채권 부분에 의한 보호를 덜 받게 될 것이다. 따라서, 투자자는 리스크를 낮추기 위해 현금을 사용한 주식 포지션을 켜고 끄는 경향을 띠게 될 것이며, 이는 주식 시장 변동성의 상승으로 이어진다.

코로나19 위기는 경기사이클의 변동성 상승으로 가는 변환점 및/또는 인플레이션 상승의 레짐으로 전환이 될 수 있다. 이러한 요인들은 지난 20여년 동안보다 높은 금융변동성으로 이어질 가능성이 높다 하지만, 이러한 전환이 확인될 때까지는 투자자는 자산 가격 변동성이 평균적으로 낮은 수준으로 가져오는 “대 안정기” 패러다임 내에서 유지될 것이다.

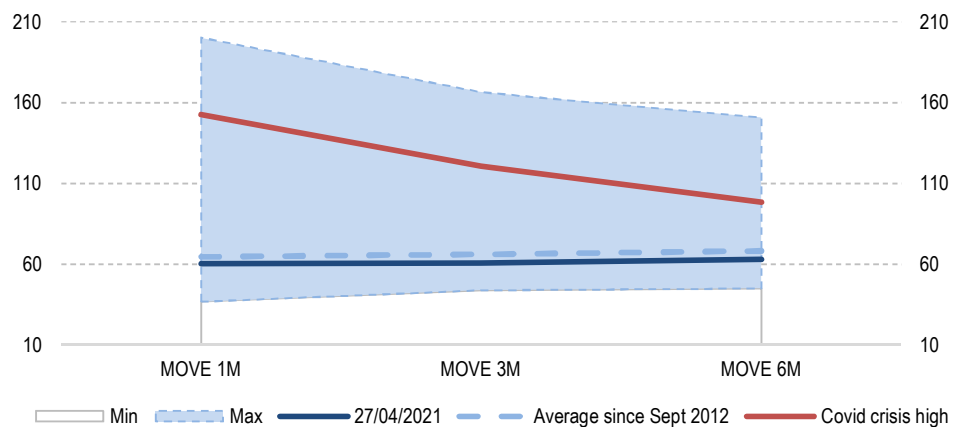
2021년 4월 30일 작성 완료

6/ S&P500 iVol 기간구조, 2008년 1월 이후



Source: Refinitiv, Amundi Research as of 30th April 2021

7/ UST10년물 iVol 기간구조, 2021년 이후



Source: Refinitiv, Amundi Research as of 30th April 2021

중심 시나리오 및 대안 시나리오 (12~18개월 기간)

월별 현황

우리는 백신의 보급접종이 물류 및 부작용 이슈에도 불구하고 가시적인 진전이 있음을 확인하고 있다. 우리의 중심 시나리오에서는 펀더멘탈과 완화적 통화정책이 개선되면서 주식은 풍부한 유동성을 바탕으로 아웃퍼포먼스를 나타낸다. 백신의 효과를 무력화하는 바이러스 변이, 매파적인 정책 서프라이즈, 지정학적 긴장이 리스크의 주요한 원인이다. 우리는 18개월 이후에 (미국) 경제성장률은 인플레이션 상승의 레짐에서 잠재성장률로 반전될 것으로 예상하는 반면에, 유럽 전역에는 스태그플레이션 압박이 상승할 것이다. 리스크의 균형은 시간이 경과함에 따라 변화한다. 포트폴리오에서 리스크를 현격하게 줄이는 것은 시기상조인 반면에, 매크로와 마이크로 펀더멘탈은 여전히 개선/가속화되고 있다. 우리는 정책실수나 불리한 사건이 발생할 여지가 낮아졌다고 믿고 있다.

다운사이드 시나리오
10%

다면적인 압박*

분석

- 코로나바이러스의 유전적 변이발생이 확진자 발생 급증으로 이어지고, 2021년 4분기까지 경제성장의 악화와 봉쇄조치가 반복되어 위기가 장기화됨
- 백신의 부작용 및/또는 공급부족의 지속이 신뢰도를 저하시키고 글로벌 성장전망을 악화시킴
- 매우 시클릭한 친화적인 미국 정책이 기대 인플레이션의 불안정으로 이어지고 금리, USD 및/또는 원자재 가격의 상승을 유발하고, 이는 위험자산에 악영향(변동성 충격)을 주고 금융 안정성에 손상을 가져옴. 금융조건의 긴축화는 경제적 및 금융적 취약성을 악화시킴
- 유로 지역에서는 일부 국가들이 스태그플레이션의 소용돌이에 빠지면서 경기회복의 재도약을 추진하지 못함
- 성장의 부족이 부채의 지속 가능성을 저해함
- 중국의 성장둔화가 선진국 경제로 파급됨
- 지정학적 평형의 균형조정이 보호무역주의와 탈글로벌화로 이어지며, 이는 교역과 글로벌 가치사슬에 부정적인 영향을 줌

시장 함의

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

중심 시나리오
70%

다중적 속도의 경기회복

분석

- 2021년 상반기 동안의 백신 보급접종 급진전, 지역별로는 불균등한 양태를 보임. 백신접종의 지연 및/또는 새로운 봉쇄조치로 인해서 신흥국 성장의 약세와 유럽 성장 약세의 가능성
- (미국이 견인하는) 다중적 속도의 경기회복에서 나타난 신흥국과 선진국 사이의 성장 프리미엄 간극을 정책적 경기부양을 통해 좁힐 수 있도록 함
- 선진국에서 재정정책을 동원하겠다는 정치적 약속에도 불구하고, 유럽연합에서는 이에 대한 실행 과정에서 희석될 가능성이 높음
- 완화적인 통화정책과 재정정책이 경기회복을 뒷받침하기 위해서 계속되고, 이는 디플레이션 리스크를 제지하고 채무/GDP 비율을 당분간 안정적으로 유지하도록 함
- 기업이익의 회복에서 서로 다른 속도에도 불구하고 지급불능의 리스크를 낮추면서 긍정적인 모멘텀 제공
- 코로나 위기가 소득 및 부의 불평등을 악화시키고, 이에 따라 사회적/정치적 긴장이 상승함
- 매크로/마이크로 펀더멘탈의 긍정적 모멘텀 일시 중지함. 과장된 위험자산 밸류에이션과 기술적 요인으로 인해 상황이 잘못될 경우에 운신의 폭이 줄어들

시장 함의

- 크로스애셋의 관점에서, 크레딧 HY에서 주식으로의 점진적인 로테이션 가치주와 경기민감주의 아웃퍼포먼스 계속됨
- 주식과 통화 공간에서 바벨(barbell) 포지션이 선호됨
- 미국 재무성증권 수익률곡선의 역제된 스티프닝이 유로통화권과 신흥국으로 파급됨
- 기업이익의 상승을 바탕으로 신흥국 주식과 크레딧으로 성장주와 소득 포켓을 유지할 것 신흥국 경화표시 채권에 선별적인 포지션을 취할 것
- 인플레이션 헤지로서 인플레이션 연동채권을 선호할 것

업사이드 시나리오
20%

지속가능하고 포용적인 경기회복

분석

- 대규모 백신접종으로 2021년 전반기 말까지 보건위기를 해결되고, 중국적으로는 2021년 하반기에 전면적인 글로벌 경기회복이 가능하도록 함
- 불확실성이 낮아짐에 따라 정책적 부양과 실물경제와 금융시장에 효과가 나타나고, 제조업과 서비스업 부문 사이의 간극이 줄어들
- 처분가능소득의 증가를 바탕으로 저축이 소비로 전환되고, 이는 성장/인플레이션의 선순환을 이루게 됨 (글로벌 경기과열은 없음)
- 포용적이고 지속가능한 성장이 불평등성 격차를 줄이기 위한 추가적인 정책지원의 필요성을 감소시킴
- 미국 일자리 시장이 예상보다 빠르게 회복되고 임금 압박이 상승함
- 새로운 디지털 및 그린의 발달에 의해서 중기적인 생산성향상이 이루어짐

시장 함의

- 빠르게 상승하는 성장률과 인플레이션으로 인한 미국 재무성증권 수익률곡선이 베어 스티프닝이 나타남
- 경기민감주와 가치주 익스포처로 위험자산에 대한 선호할 것
- 인플레이션 헤지로서 인플레이션 연동채권을 선호할 것

* 어떠한 단일한 다운사이드 시나리오도 존재하지 않는다. 여기에서 우리가 파악한 여러 다운사이드 리스크요인을 고려하게 된다. 이러한 리스크요인들은 서로 결합하거나 그렇지 않은 상태로 성장악화 및/또는 인플레이션 상승 압박을 발생시킬 수 있고, 이에 따라 시장에 새로운 변동성을 생성시킬 수 있다. 일부 리스크는 "외생적" 리스크(팬데믹 역동성 관련 사건, 백신의 가용성 여부)이며, 다른 리스크들은 이번 위기 및/또는 경제정책과 직접 연관된다. 바이러스 관련 리스크는 백신접종 프로그램 덕분에 시간이 경과함에 따라 줄어들겠지만, 「상위 리스크」에서 언급된 다른 리스크들은 향후 12~18개월 동안에 발생할 더 높은 확률을 가진다.

상위 리스크

월별 현황

리스크는 헤징 전략의 파악이 용이하도록 그룹화되어 있으며, 이러한 그룹화된 리스크들은 분명한 연관관계를 가지고 있다. 우리는 중심 시나리오의 내용 및 관련 리스크를 이번 달에는 변경하지 않고 유지했다.

경제적 리스크
15%

- **백신 보급접종 이슈에 따른 팬데믹 2.0**
 - 예상하지 못한 물류 이슈나 백신의 부작용은 투자자/기업 심리에 매우 부정적인 영향을 줄 수 있다.
 - 기존에 개발된 백신을 비효율적으로 만드는 하나 이상의 바이러스 변종이 발생하는 경우 경기회복을 저해하게 될 것이다
- **경기악화가 여러 차례 재발되는 경기회복의 장기화**는 기업과 소비자의 신뢰성에 충격을 주고, 금융 부문과 같이 팬데믹이 직접적인 충격을 주지 않았던 부문에 대한 악영향을 미치게 된다
- **노동시장에서 나타나는 이력효과에 대한 과소평가**는 실업률 상승과 더불어서 사회적 긴장을 발생시킬 수 있다
- **인플레이션의 재탄생과 2차 “테이퍼 탠트럼”**
 - 감염병이 잦아들게 됨에 따라 인플레이션 상승 압박이 축적될 수 있다
 - 인플레이션 기대감이 상승함에 따라 양적완화(QE) 프로그램이 문제로 부각될 수 있다
 - 인플레이션이 중앙은행의 물가목표수치에 거의 근접하는 경우, 특히 신흥국에서는, 인플레이션 역동성과 중앙은행의 대응능력이 불확실성의 원인으로 될 수 있다
 - 미국 연준의 양적완화 조기종료나 향후 의도에 대한 잘못된 소통은 2013년과 유사하게 테이퍼 탠트럼(taper tantrum, 긴축발작)으로 이어질 수 있다

금융적 리스크
20%

- (통화정책의 성급한 긴축화나 과도한 재정계획과 같은) 정책실수의 결과인 채권시장 전이로 이어지는 **기대 인플레이션의 디앵커링**
- **기업 지급불능 리스크**: 펀더멘탈의 개선에도 불구하고 일단 중앙은행의 유동성과 정부보증 프로그램이 줄어들게 되면, 이번 리세션의 규모로 인해 지급불능(부도) 리스크가 증가하게 된다
- **국제 위기**
 - 평시 기준으로 GDP 대비의 비율이 사상 최고 수준에 도달한 공공부채를 가진 대다수의 국가들은 정책오류가 발생하는 경우에 신용등급의 하락 및 금리 상승에 취약하게 된다
 - 신흥국 취약성(단일 - 원자재 수출국, 관광업 집중)은 국제수지 위기를 맞고 채무불이행 리스크를 증가시킬 수 있다
- **양 방향 모두에서 영향을 미칠 수 있는 USD 불안정성**:
 - (1) **평가절하**는 연준이 자신매입 프로그램(APP)을 중단하도록 만들 수 있으며, 재무성증권 시장에 부정적인 영향을 미치고, 유로통화권과 일본에 디플레이션을 가져오고, 신흥국 경기회복을 저해할 수 있다. (2) **평가절상**은 미국 재무성증권(UST) 상승이 유로통화권 채권시장으로 파급되는 것과 더불어 신흥국을 해를 끼칠 수 있다

정치적/지정학적 리스크
15%

- **미국/중국의 냉전**
 - 민주당은 중국에 강경노선을 취하고 있다.
 - 몇몇의 재제조치와 중국기업의 상장폐지는 갈등고조의 징후이다
 - 중국 항공기가 정기적으로 침범하고 있는 남중국해나 대만 해협에서의 우발적인 충돌의 가능성
- **혼란스러운 코로나바이러스 위기 관리와 식량 가격의 상승을 둘러싼 신흥국 내부 및 전체에서 나타나는 불안정성**
- **저하된 유럽 결속력의 포스트 브렉시트 리스크**
 - 유럽연합 탈퇴에 대한 합의가 2020년에 이루어졌지만, 그 시행은 예상보다 훨씬 혼란스러운 것으로 나타남
 - 북아일랜드의 새로운 국경규정에서 긴장이 발생함
 - 런던의 시티 금융특구는 예상보다 빠르게 점유율을 상실할 수도 있음
 - 영국은 미국/유럽연합 및 미국/중국 사이의 위치하도록 결정해야만 함

+

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

+

CHF, JPY, 금, CDS, 옵션, Min Vol

+

선진국 국채, 현금, 금, 연계채권, USD, 변동성, 퀄리티

-

석유, 위험자산, AUD CAD 또는 NZD, 신흥국 현지통화 CCY 수출국

-

석유, 위험자산, 프런티어 시장, 신흥국

-

석유, 위험자산, EMBI

CROSS ASSET 디스패치: 시장 전환점 감지하기

전환점 평가를 이해하는 방법

● 전환점에 이르렀다고 판단하기는 너무 어려움

● 전환점에 접근 중

● 전환점이 접근했음

●●● 경제적 배경

- 유로통화권의 경제활동은 코로나19 제약조치에 크게 영향을 받는 상태를 유지하고 있으며, 이는 소프트 데이터와 고차 주기의 데이터 모두에서 확인되고 있다. 국가별 및 부문별 수준 모두에서 분화가 확인하게 유지되고 있으며, 제조업 부문은 서비스업보다 앞서 나가고 있다. 경제가 점차 재기됨에 따라 성장은 2분기 및 그 이후로 계속해서 점진적으로 모멘텀을 확보할 것이다.
- 미국의 경제활동이 점차 모멘텀을 받고 있으며, 이는 고차 주기의 데이터와 소프트 데이터 모두에서 제조업과 서비스 부문의 민간부문 기업활동이 지속적으로 증가하고 있음을 보여주고 있다. 새로운 재정부양책은 추가적으로 성장을 뒷받침하게 된다.
- 추가적인 업사이드 서프라이즈가 현실화되기까지 점차 어려워짐에 따라 경제 서프라이즈에서 점진적인 반전이 발생이 계속될 가능성이 크며, 이에 대해서는 매우 높게 컨센서스가 유지되고 있다.

●●● 기술적 요인

- 기술적 요인은 위험자산 전체 스펙트럼에 대해서 혼재되고 어려운 상태를 유지하고 있다.
- 주식과 HY는 여전히 적절한 모멘텀 점수(투자자 선호는 여전히 이러한 자산에 고정되어 있다고 신호를 내고 있음)를 보여주는 반면에, 이러한 자산들 대부분이 과도 매입된 구역으로 점점 근접하고 있는 것처럼 보이기 때문에 역투자의 신호는 오렌지색(즉, 중립적 익스포져)을 내고 있다.
- 우리의 RSI기반의 신호는 이제 과장된 것이 줄어든 것으로 보이며, 시장은 이제 보험세 국면에 있지만, 우리는 아직 청신호에서 거리가 멀다.
- 멀티플을 압박하는 금리의 상승(과장된 상태를 유지하며 금융시스템에 주입된 대규모 유동성과 연관됨)과 다수의 위험자산 시장에서 분명한 방향성이 부재하는 것과 더불어, 우리는 기술적 요인으로부터 확실하고 분명한 신호를 보지 못한다.

●●● 펀더멘탈 및 밸류에이션

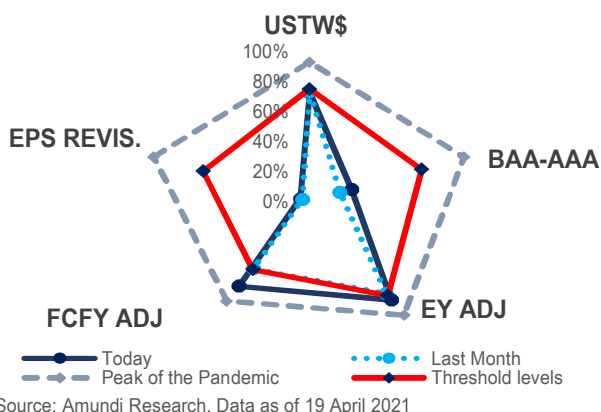
- 현재의 시장 수준은 이미 예상되는 경기회복의 상당 부분을 수익성에 이미 반영하고 있다.
- 성장률이 역사적 평균으로부터 일시적인 분화를 나타낸다는 견고한 주장에도 불구하고 절대적 추가수익률(PE) 수준은 역사적 추이를 상회하고 있다.
- 최근의 금리 급상승 이후에, 상대적 가치의 메트릭스는 시장이 현저하게 상승시키는 떠받침이 줄어들게 만들었다.

중립적 + 자산배분

●●● 시장분위기

- 지난 분기(2021년 1분기)의 리밸런싱과 연관된 요동침에도 불구하고 리스크 분위기는 강하게 유지되고 있다.
- 전반적인 리스크오프 확률은 낮게 유지되고 있으며, 경기방어적 분야를 회생하면서 위험자산의 투자비중확대를 계속 나타내고 있다.
- 우리의 견해로는 다음의 두 가지 사안이 면밀하게 모니터링 되어야 할 것이다. i) USD의 급격한 재반등(지금까지는 억제되고 있음)이 EPS 하향 수정 및 크레딧 리스크프리미엄의 상승으로 전이되지 않는다면. 이러한 상황이 발생하는 경우, 우리는 CAST 지표가 현재 수준에서 악화될 것으로 예상한다. ii) 글로벌적으로 금융조건은 1분기에 발생한 명목금리/실질금리의 급격한 조정에 대응하여 악화되지 않으며, 현재 역사적인 기준으로는 (시장안주의 신호를 내면서) 과장되어 있는 것으로 보인다.

여전히 부양적인 Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST)



CAST는 매우 낮은 리스크 인식을 나타내고 있다.

전초징후(Sentinels)은 모든 컴포넌트에서 일반적인 개선(크레딧 리스크에 조정된 ERP는 예외)으로 인해 리스크 - 감수의 구역에 유지되고 있다.

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

글로벌 리서치 클립

1 글로벌 경기모멘텀에서 전술적인 일시 중지

- 작년 4월에 시작된 글로벌 경기모멘텀의 매우 강력한 재평가에서 전술적인 일시 중단을 관찰되고 있다.
- EPS 수정과 경제적 서프라이즈는 매우 상승된 수준에서 피크를 쳤던 것으로 보이며, 이는 기대감이 이미 가격에 반영되어 있고 최근의 낙관론 형성에서 일시 중지가 있을 것이라는 신호를 내고 있다.

투자 중요 함의:

- 크로스애셋의 경우, 현재의 “리스크온” 견지가 확인되지만, 절대적 및 상대적 가치의 측면 모두에 있어서 밸류에이션에 대한 신중함이 요구된다.
- 최근의 USD 상향 추이가 크레딧으로 파급되고 EPS 수정을 촉발시키는 경우, 이는 리스크 친화적(pro-risk, 역주: 리스크를 감수하는 환경) 견지에 영향을 줄 수 있다.

2 정상화 수준의 미국 인플레이션, 유로 지역 내에서 서로 다른 추이의 인플레이션, 주목이 필요한 브라질 인플레이션

- 대부분의 선진국 경제에서 인플레이션은 2021년말까지 중앙은행의 목표물가수치에 근접하는 방향으로 움직일 것으로 보인다.
- 미국 인플레이션은 유로 지역 인플레이션보다 더 빠르게 상승하고 있다. 독일에서는 헤드라인 인플레이션에서 최고 피크가 나타날 것이지만, 스페인과 이탈리아는 뒤처진 상태가 될 것이다.
- 신흥국 인플레이션은 비용의 측면에서 가시적으로 나타나고 있으며, 이는 통화 약세에 의해 확대되었다.
- 미국 물가지표의 역사적인 변화를 살펴보면, 우리는 정상적 레짐(2-3%의 CPI)에서 2023년까지 인플레이션 레짐(3-6%의 CPI)으로 전환될 확률이 높다고 추론한다.

투자 중요 함의:

- 위험자산은 물가가 “정상적” 수준일 때 최고의 성과를 낸다.
- 인플레이션 환경에서 주식은 계속 플러스의 수익성(1자리 수)을 내지만 중앙은행이 긴축정책을 재개함에 따라 크레딧 스프레드는 높아지는 경향을 띤다. 당연히 물가연계채권이 이러한 레짐에서는 헤지를 제공한다.

3 경기민감주주의 로테이션이 계속될 것임

- 1분기 분기별 기업 실적발표에서 파악되는 첫 번째 징후는 전도 유망한 것처럼 들리며, 컨센서스 기대감은 지난 2주 동안에 현저하게 상향으로 움직였다. S&P 500의 경우, IBES는 4월 1일에 +24%에서 +31%로 상향 조정했다. Stoxx 600의 Idem은 +47%에서 +56%로 각각 변화시켰다.
- 두 지역의 경우, 금융과 경기민감 소비자 및 같은 작년에 가장 먼저 충격을 받았던 부문들이 이제 반등세를 이끌고 있다. 이러한 예비적 수치들이 변동된다고 하더라도, 이와 같은 경기사이클 친화적인 패턴은 계속 유지될 것으로 보인다.

투자 중요 함의:

- 경기사이클 친화적인 로테이션이 계속되고 성숙해지고 있지만, 더 나날 여지가 있다. 가치주도 향후의 EPS 성장의 상승 및 일부 모멘텀에 의해 떠받쳐질 수 있다.
- 우리는 신흥국, 유럽통화권 지역, 일본, 일본을 제외한 태평양 지역 지역에 대한 경기사이클 친화적인 포지셔닝을 유지하며, 미국과 영국에는 중립적, 유럽의 스위스와 같은 경기방어적인 시장에 대해 투자비중축소의 포지션을 취한다.

4 중국의 강력한 속도로 계속되는 성장회복세; 하이플레이션이 없는 리플레이션

- 우리는 1분기 둔화 이후에 서비스 부문이 견인하는 중국경제의 순차적인 재가속화를 예상한다.
- 성장은 정책입안자들이 우려를 낮출 수 있도록 하고, 이는 테이퍼링과 및 주택시장을 긴축시키는 재정정책/크레딧 정책으로 이끄는 데에 신중하도록 이끈다.
- 인플레이션은 2021년에 중국인민은행(PBoC)에게 이슈가 되지 않을 것이다. 우리는 재정적 및 크레딧 추동력이 완화된 2분기에 PPI 인플레이션이 피크를 칠 것으로 예상한다. CPI 인플레이션은 2021/2022에 점진적으로 가속화되어 강화되고, 코어 인플레이션은 3% 미만으로 유지될 것이다.

투자 중요 함의:

- 인플레이션의 일시적인 급상승, 순차적 성장률의 재가속화 및 채권공급의 증가는 2분기에 국채 수익률의 상방 압박을 유발할 것이다. 수익률이 지금부터 12개월 동안 안정세를 유지할 가능성이 크기 때문에 우리는 수익률 상승에 배팅하는 것을 선호한다.
- 풍부한 유동성이 찾아들며 따라, 우리는 성장주에 대비하여 배당주를 선호하면서 중국 주식 시장에서 선별적으로 건설적 포지션을 유지한다. 소형주도 경기회복 확대에서 혜택을 받아서 단기적으로는 더 높은 업사이드의 잠재력을 가지고 있다.
- 국영/공영기업(SOE)과 지방정부자금조달기관(LGFV)의 채무불이행 리스크는 계속해서 크레딧 시장을 압박하고 리스크회피를 연장시킬 것이다.

5 투트랙 경기회복을 계속하는 일본, 글로벌 자본적지출 업사이클에 유리한 입장

- 2021년 초반 기계의 내수주문과 해외주문 사이의 극명한 대조는 자본적지출 외적인 수요는 일본 경기회복의 주된 동인으로 유지되고 있다.
- 일본의 기업수익은 글로벌 제조업 사이클과 부합하여 움직이는 경향이 있다. 글로벌 제조업 회복의 관점에서, 일본의 기업수익 성장은 계속 반등할 것이다.

투자 중요 함의:

- 일본은 글로벌 경기회복에 우호적인 경기민감적인 플레이를 유지하고 있는 반면에, 중국 엔화는 캐리 트레이드에 우호도 증가와 더불어서 약세를 보일 것이다.
- 일본과 유럽이 일단 미국과 중국에 합류하게 되면, 글로벌 경기회복세가 미국 달러화 상승의 압력이 낮추는 리스크가 있기 때문에 우리는 경미하게 긍정적인 바이어스를 유지하고 있다.

AMUNDI 자산종목 견해

	자산종목	견해	1개월 변화	근거
주식 플랫폼	미국	=		대규모의 재정지원책, 억눌렸던 소비자 수요와 거대한 저축과 결합된 완화된 금융조건은 미국 주식에 긍정적인 환경을 제공한다. 하지만, 투자자는 밸류에이션이 펀더멘탈로 정당화되지 않는 과열된 분야는 피해야 한다. 대신에, 투자자는 강력한 선별의 바이어를 가지면서 가치주, 경기민감주, 우량주를 선호하는 대장주 로테이션 및 ESG 테마에 포커스를 두어야 할 것이다. 법인세 인상 여부는 관심을 두어야 할 또 다른 분야이다.
	미국 가치주	+		기업이익 전망의 개선과 수익률곡선의 스티프닝은 미국 경제의 정상화에서 혜택을 받을 수 있는 경기민감의 가치주(부문 별 수준에서는 금융주)를 뒷받침하고 있다. 장기적으로 미국의 가치주는 구조적 성장, 퀄리티, 안정성, ESG 향상 기업의 결합할 수 있는 능력을 제공한다.
	미국 성장주	-		금리 상승과 경제 향상은 롱듀레이션 성장주의 밸류에이션에 부정적으로 영향을 줄 수 있으며, 이러한 롱듀레이션 성장주의 일부는 이미 매우 비싼 것으로 보인다. 이러한 분야에 대해서는 신중한 접근이 권고된다.
	유럽	=/+	▲	올해 하반기 백신접종의 재가속화와 경제전망 및 ESP 예측의 향상이 유럽 주식에 대한 긍정적인 견지를 떠받치고 있으며, 이는 상대적인 관점에서 유럽 주식이 긍정적으로 가치를 평가받고 있는 것으로 보인다. 하지만, 유럽 지역에서는 경제 재개에서 일부 분야가 특별히 혜택을 받을 수 있기 때문에 부문 별로 일부 분화가 나타날 수도 있다. 따라서, 투자자는 선별적인 포지션을 유지해야 하며, 펀더멘탈에 포커스를 두고 가치 및 경기민감의 세그먼트로의 로테이션 기회에 플레이해야 할 것이다. 극도로 싼 밸류에이션을 가진 경기방어 부분에서도 일부 기회가 펼쳐지고 있다.
	일본	+		우리는 글로벌 경제의 개선 및 엔화 약세에서 혜택을 받고 이는 수출에서 경쟁력을 향상시키는 일본의 경기민감주 및 산업주에 치우친 환경이라는 측면에서 일본에 대한 기존의 건설적인 견해를 유지한다.
	신중국 시장	+	▼	신홍국의 성장잠재력이, 특히 아시아 신홍국에 있어서는, 영향을 받지 않았기 때문에 우리는 신홍국 주식에 긍정적인 포지션을 유지하지만, USD 강세와 코로나 상황의 형태로 나타날 수 있는 단기적인 악재를 인식하고 있다. 이는 내수 소비와 가치/경기민감성이 중요한 테마로 유지되고 있는 이질성이 높은 신홍국 세계에서 선별적인 접근법을 강화할 필요성을 부각시키고 있다. 마지막으로, 보다 지속 가능한 성장경로를 추구하는 중국의 리밸런싱은 신홍국 전반에 긍정적으로 작동할 것이다.
채권 플랫폼	미국 국채	-/=		미국에서 기대인플레이션이 상승, 미국 부채의 증가, 미국 경제의 향상이라는 상황에서 우리는 미국 듀레이션에 신중한 포지션을 유지한다. 하지만 우리는 국채 수익률이 이미 급격하게 상승했다고 믿고 있으며, 따라서 시장 변동성이 증가하는 경우 투자자는 듀레이션을 추가함에 있어서 유연성을 유지해야 할 것이다. 반면에, 미국 인플레이션과 물가연도 재무성증권의 투자 케이스는 강력한 매력을 유지하고 있다. 미국 포트폴리오의 경우, 우리는 미국 재무성증권(UST)에 대해 신중한 포지션이다.
	미국 IG 회사채	=		투자자는 자신의 포트폴리오에서 금리 리스크를 모니터링 하고, 이에 따라서 롱듀레이션 IG를 억제해야 할 것이다. 우리는 전반적으로는 긍정적인 포지션이지만, 리스크가 낮아졌을 수 있는 일부 세그먼트에서는 높은 밸류에이션임을 목격하고 있다. 증권화된 크레딧은 강력한 소비자 소득과 저축이라는 관점에서 매력적이지만, 선별이 핵심적 사안이다.
	미국 HY 회사채	=		미국 경제가 회복되고 자금조달의 비용이 낮게 유지됨에 따라, HY 시장의 펀더멘탈과 채무불이행율의 상황이 개선되고 있는 것으로 보인다. 하지만, 종목 선별에 대한 강력한 포커스가 핵심적 사안이다.
	유럽 국채	-/=		우리는 유로 핵심국 채권에 신중한 포지션을 유지하지만, 유럽중앙은행은 완화된 금융조건을 유지시키기 위해서 국채 수익률이 과도하게 상승하는 것을 용인하지 않을 것이라는 사실을 인지하고 있다. 하지만, 최근의 팬데믹 긴급매입 프로그램(PEPP)의 조치는 유럽중앙은행이 유럽 시장의 파편화를 방지하려는 지원정책을 확인시켜 주고 있기 때문에, 우리는 주변국 국채, 특히 이탈리아 국채에 대해서는 건설적인 포지션을 유지한다.
	유로 IG 회사채	=/+		펀더멘탈의 향상과 수익률 추구라는 관점에서 우리는 IG에 긍정적인 포지션이며, 단기 만기의 채권과 BBB 등급의 세그먼트에 포커스를 둔다. 하지만, 우리는 이번 위기에서 가장 영향을 받은 부문과 회복된 부문 사이에서 현저한 분화가 부상될 가능성이 크다고 믿고 있기 때문에 크레딧 선별이 중요성이 유지한다. ECB 지원도 이 시장에서 중요성을 유지하고 있다.
	유로 HY 회사채	=/+	▲	우리는 일부 저등급 종목에서 스프레드 압착 기회에 플레이하고 금융 부문에서 상대적 가치 기회를 모색하는 것을 선호한다. (후순위금융채에는 긍정적 포지션, 선순위금융채에는 신중한 포지션) 하지만, 우리는 퀄리티와 수익률 사이에서 균형을 이루고 낮은 퀄리티의 크레딧에서 높은 퀄리티의 크레딧을 구별하는 것이 중요하다고 믿고 있다.
	신중국 채권 경화표시	=/+		장기적으로는 신중국 경화표시 채권이 투자자의 수익률 추구를 떠받치겠지만, 단기적으로는 투자자는 미국 금리 상승의 여부를 주목해야 할 것이다. 기업수익 성장의 상승은 회사채에 우호적인 요인이지만, HY에서 추가적인 스프레드 압착의 여지는 고유리스크의 케이스 이외에서는 제한적으로만 유지되고 있다. 우리는 프런티어 시장에서 선별적인 기회를 모색한다.
	신중국 채권 현지화표시	=		USD 강세와 연관된 리스크를 감안하여, 우리는 현지화표시 채권은 취약성이 커졌고 비싸다고 믿고 있다. 따라서, 선별이 중요한 요인으로 유지된다.
	원자재			기본 금속을 포함한 원자재는 2021년의 강력한 경기회복 기대감과 리플레이션 트레이드의 투자 함의로부터 혜택을 받을 것이다. 또한, 이는 유가에서 긍정적이며, 향후 수개월 동안에는 유가는 현 수준이 유지될 것이다. 귀금속 중에서 금은 연준의 최근 비둘기파적인 언급에서 떠받쳐졌다.
기타	통화			최근의 USD 평가절상은 금융조건에 영향을 주지 않았지만, 우리의 자체적인 모델에 따르면 미국 달러화는 경계적인 임계수준에 도달한 것으로 보인다. 그럼에도 불구하고, 우리는 일시적인 USD 강세를 허용하는 일부 요인들이 재정렬되고 있다고 믿는다.

범례

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

출처: Amundi, 2021년 03월 22일 기준, EUR 기반 투자자에 대한 상대적 견해. 본 자료는 특정 시기의 시장환경에 대한 평가를 나타내며, 향후 사건의 예측이나 미래 실적에 대한 보증을 의도하지는 않는다. 본 정보는 이를 참조하는 자가 특히 펀드나 증권과 관련한 어떠한 연구, 투자자문, 권장사항을 마련하는 자료로 사용될 수 없다. 본 정보는 예시적 및 교육적 목적으로만 엄격히 제한되고 예고 없이 변경될 수 있다. 본 정보는 현재, 과거, 미래의 Amundi 상품의 실질적 자산배분이나 포트폴리오를 나타내지 않는다.

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

선진국

거시경제적 전망

2021년 04월 28일 기준 자료

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2020	2021 범위	2022	2020	2021	2022
전세계	-3.5	5.7/6.5	3.7/4.5	2.6	2.9	3.1
선진국	-5.2	4.7/5.6	3.2/3.9	0.7	1.8	1.8
미국	-3.5	6.5/7.9	3.5/4.4	1.3	2.6	2.5
일본	-4.9	4.0/4.6	1.4/2.0	0.0	0.1	0.2
영국	-9.9	3.8/4.4	4.6/5.2	0.9	1.7	2.0
유로	-6.8	3.0/3.6	3.2/3.9	0.3	1.4	1.5
독일	-5.0	2.8/3.4	2.6/3.2	0.5	1.8	1.5
프랑스	-8.2	4.0/4.6	3.2/3.8	0.5	1.2	1.6
이탈리	-8.9	3.0/3.6	2.7/3.3	-0.1	1.0	1.4
스페인	-11.0	3.9/4.5	4.2/4.8	-0.3	1.1	1.2

출처: Amundi Research

- **미국:** 극도로 완화적인 정책조합(폴리시믹스) 덕분에 미국 경제는 올해 중반에는 팬데믹 위기 이전의 수준으로 복귀할 것이다. 이동 제한조치의 완화와 백신 프로그램의 확대 및 추가적인 저축의 축적과 더불어서 2021년 성장률 및 인플레이션 예상에 업사이드 리스크를 부여할 것이다. 향후 10년 동안의 2-4조 달러 규모의 '더 나은 경제 복구' 계획(Build Back Better plan)의 인프라 지출은 중장기의 잠재성장률을 부양시키면서 내년 GDP를 끌어올릴 수 있다. 인플레이션을 상승하고 있고, 이번 분기에는 일시적인 요인으로 인해 급상승하면서 그 인플레이션율은 2022년에는 팬데믹 이전보다는 경미하게 높은 수준으로 안정화될 것이다.
- **유로통화권:** 백신 접종의 속도가 핵심 요인으로 유지되고 있다. 경기회복은 지난 해 가을-겨울의 봉쇄 동안에는 탄력적이었지만, 제한조치가 올해 1분기와 1분기로 연장되어서 경기회복이 차질을 겪을 가능성이 크고, 매우 점진적인 경제의 재개와 회복에서 험난한 노정이 계속되었다. 이번 여름부터는 경제성과에서 현저한 가속화가 나타날 가능성이 크다. 유로통화권의 정부들은 경기회복이 제궤도에 진입할 때까지 재정적 지원을 계속 제공할 것이며, 유럽중앙은행은 완화정책을 유지하고 있다. 인플레이션은 일시적인 요인으로 변동적으로 유지되면서 상승세를 보일 것이지만, 예측 지평선의 끝에서 목표수치에서 여전히 하회할 것이다.
- **일본:** 경기회복은 2021년에 유로통화권의 속도를 넘어설 가능성이 크지만, 미국보다는 언더퍼포먼스를 보일 것이다. 우리는 자본적지출의 글로벌 업사이클에서 혜택을 받은 수출 부문이 성장의 주요 동인으로 유지될 것으로 예상한다. 이는 올해 초의 기계 수주 급증에서 반영되어 있었다. 하지만, 백신접종의 느린 속도와 주요 도시에서 코로나 확산의 반복은 내수요의 전망에 그림자를 드리우고 있다. 따라서, 우리는 인플레이션이 제로에 근접하여 유지될 것으로 예상한다. 엔화 약세와 원자재 가격상승에서 비롯된 수입품 비용인상의 소비자로 가격전이는 제한적일 것이다.
- **영국:** 우리는 영국경제가 1분기에 역성장할 것으로 예상하지만, 4월 중순까지 전체 인구의 50%에 이르는 신속한 백신접종 시행을 통해 영국 정부는 이동제한 조치를 점진적으로 완화하기 시작했으며, 6월 21일까지 완전히 해제하는 계획을 수립했다. 우리는 영국 경제가 2분기부터 상승세를 보이면서 올해 하반기에는 강력한 모멘텀을 향유할 것으로 예상한다. 인플레이션은 일시적인 요인으로 인해 더 높게 상승할 것이고 전반적으로는 목표수치 이내를 유지하며 경기부양적인 통화정책 견지를 훼손하지는 않을 것이다. 경기부양적인 통화정책은 최근에 개선되어 발표된 재정정책과 결합하여 경기회복을 지속적으로 떠받칠 것이다.

기준금리 전망

	2021 04-23	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	0.13	0/0.25	0.15	0/0.25	0.16
유로	-0.52	-0.50	-0.52	-0.50	-0.52
일본	-0.10	-0.1	-0.01	-0.1	-0.06
영국	0.10	0.1	0.11	0.1	0.13

출처: Amundi Research

- **연준(Fed):** 3월에 연방공개시장위원회(FOMC)는 경제성장률, 고용률, 인플레이션의 예상에 대해서 상향 수정했지만, 점도표 상에서 금리의 예상에는 변화를 주지 않았고 2024년까지는 여전히 금리 인상이 없을 것으로 내다보았다. 연준은 인플레이션이 2% 이상으로 분명하게 향하고 완전 고용으로 복귀될 때까지 새로운 대응방식과 제로 금리에 고수한다는 약속을 엄격히 강조하면서 '인내'라는 신호를 강력하게 내고 있다. 연준은 향후 나타날 강력한 인플레이션 수치는 일시적인 것으로 보고 있고, 반면에 다른 편으로는 완전 고용의 임무에 강력한 포커스를 두고 있다고 재차 강조했다. 연방공개시장위원회가 향후 수개월 동안의 코로나 리스크가 낮다고 평가하는 경우에는 2021년 성장예측이 상향 수정될 수 있을 것이다.
- **유럽중앙은행(ECB):** 4월 회의는 이미 예상되었듯이 어떠한 새로운 정책 뉴스도 내지 않았지만, 유럽중앙은행은 비둘기파적 견지를 유지하고 매우 완화적인 통화정책 방향을 재확인했다. 유럽중앙은행 총재는 향후 수개월 동안에 550억 유로에 근접한 월별 PEPP 매입과 관련된 일종의 가이드선을 시사했고, 궁극적인 테이퍼링에 대한 논의는 시기상조라고 일축했으며, 경제가 "팬데믹의 다리를 건너기"까지는 여전히 갈 길이 많이 남아 있기 때문에 다른 국가들은 상당 기간 동안 통화부양책을 유지해야 할 필요성이 있다는 점을 강조했다. 경기회복이 시작됨에 따라 유럽중앙은행 내부에서 향후 부양책에 대해 일부 엇갈리는 견해도 불구하고, 가장 최근의 회의에서는 전반적인 비둘기파 견지를 확인해 주시었다.
- **일본은행(BoJ):** 일본은행은 3월 회의에서 그 정책 상에 여러 작은 변화를 주면서, 정책 지속가능성을 강조했다. 일본은행은 ETF와 J-REIT의 수시매입의 종료를 확인하고, 10년물 일본국채(JGB)의 0% +/-25bp의 변동폭을 확대를 통보했으며, 마이너스 금리정책(NIRP)의 영향을 완화시키기 위한 보조금 프로그램을 개선시켰다. 그 이후로, 일본은행은 일본국채 매입규모를 줄였고, 4월의 대부분의 기간 동안에는 ETF의 매입을 자제했다. 2021년의 글로벌 자본적지출 업사이클의 배경으로 한 수출주도의 경기회복의 관점에서, 우리는 일본은행은 평균적으로 자산매입의 규모를 점차적으로 계속 줄일 것으로 예상한다.
- **영국중앙은행(BoE):** 영국중앙은행(영란은행)은 향후 전망에 대해서 신중하게 낙관적으로 보였지만, 3월의 회의에서는 어떠한 정책변화도 있지 않았고 비둘기파적인 분위기가 지속되었다. 연준과 마찬가지로, 영국중앙은행은 베일리 총재의 언급에서 나타나듯이 최근 수개월 동안의 곡선 스티핑에 대해서 크게 경계하지는 않은 것으로 보였으며, 이는 최근의 수익률 상승은 성장전망의 개선을 반영하고 있다고 제시하고 있다. 이와 동시에, 경제 현황의 추이가 보다 분명해질 때까지는 영국중앙은행은 상당히 완화적인 파이낸싱 조건이라는 목표를 유지할 것이며, 이는 다른 정책수단이 아니라 양적완화에 정책적 포커스를 둘 것이다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
Fed FOMC	6월 16일
ECB 정책위	6월 10일
BoJ MPM	6월 18일
BoE MPC	5월 6일

출처: Amundi Research

신흥국

거시경제적 전망

2021년 04월 28일 기준 자료

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2020	2021 범위	2022	2020	2021	2022
전세계	-3.5	5.7/6.5	3.7/4.5	2.6	2.9	3.1
신흥국	-2.2	6.3/7.1	4.0/5.0	4.0	3.8	4.0
브라질	-4.1	3.1/4.1	1.5/3.5	3.2	6.5	4.0
멕시코	-8.2	4.4/5.4	1.9/3.9	3.4	4.3	3.3
러시아	-3.1	3.0/4.0	2.0/3.5	3.4	5.1	4.2
인도	-7.1	9.0/10.2	5.2/6.6	6.6	5.2	6.1
인도네시아	-2.0	3.8/4.6	4.4/5.4	2.0	2.1	3.2
중국	2.3	8.9/9.5	4.9/5.5	2.5	1.2	2.4
남아공	-6.9	3.1/4.1	2.1/3.1	3.2	4.1	4.6
터키	1.6	3.6/4.6	3.7/4.7	12.3	15.7	11.6

출처: Amundi Research

- **중국:** 작년의 낮은 기저효과 덕분에 GDP는 1분기에 전년동기대비 18.3% 성장했다. 순차적 성장률의 경우에는, 우리의 추산에 따르면 전분기 대비의 계절적 요인을 감안한 경제성장률은 2020년 4분기 3.4%에서 올해 1분기 약 1.2%인 것으로 보이며, 이는 건설 및 서비스 경제활동의 둔화에 비롯된 것으로 보인다. 백신접종의 가속화와 팬데믹의 통제 덕분에, 우리는 서비스 부문의 성장이 다시 가속화되어 올해 나머지 기간 동안에 전체 경제를 견인할 것으로 예상한다. 소비자 수요의 회복과 노동시장 침체의 감소는 코어 소비자물가지수(CPI)를 점진적으로 강화시킬 것인 반면에, 돼지고기 가격의 하락세는 헤드라인 인플레이션에 대한 통제를 유지시킬 것이다.
- **인도:** 인도의 일별 신규 확진자 수는 4월에 신기록을 계속 갱신했으며, 4월말에는 하루 35만명에 이르렀다. 일별 이동성 데이터 수치는 크게 감소했으며, 지역별 봉쇄조치 시행이 소폭 증가하고 있다. 하지만, 인도 정부는 1차 대유행 당시와는 달리 전국적인 봉쇄조치는 시행에 적극적이지 않기 때문에, 현재의 재확산이 경제에 미치는 영향은 2020년에 비해서는 보다 제한적일 것으로 예상된다. 반면에, 백신접종의 수행이 최근 가속화되고 있지만, 일별 투여 물량의 부족으로 인해 백신접종의 수행 속도를 늦춰질 수도 있다. 집단면역을 완성하는 백신접종은 2022년까지는 이루어지지 않을 가능성이 높다.
- **브라질:** 브라질에서는 수많은 변곡점을 이끄는 사안들이 부각되고 있다. 코로나 확진자는 최고 수준을 지나 낮아지는 추세로 변화하고 있고, 사회적 제한조치가 완화됨에 따라 이동성은 점차 높아지고 있다. 이에 따라, 3월과 4월의 완만한 데이터 이후에 브라질 경제가 침체를 벗어나서 회복될 수 있게 해 줄 것이다. 연별 인플레이션은 지난 여름 기간까지는 피크를 도달하지 않고 목표수치를 크게 상회하겠지만, 전분기대비 인플레이션은 이미 낮아지는 추이를 보이고 있다. 이러한 상황은 75bps 금리인상을 통해 국제수익률 곡선을 따라잡으려고 시도하고 있는 브라질중앙은행(BCB)에게는 호재이다. 마지막으로, 예산이 대통령의 부분적인 거부권 행사와 더불어서 서명되었다.
- **콜롬비아:** 새로운 코로나19 대확산으로 이동성 제한이 필요했으며, 이는 1분기/2분기 사이에 경제성장률을 낮출 가능성이 크며, 이러한 제한을 제외하면 경제는 상당히 잘 진행되고 있었다. 우호적인 인플레이션 역동성 덕분에 콜롬비아 중앙은행(BanRep)은 재정상화를 서두르지 않을 것이지만, 기저효과는 인플레이션을 2분기에 목표수치에서 상회하도록 만들 것이다. 반면에, 콜롬비아 정부는 절실히 필요한 세제개혁의 기준을 발표했으며, 이를 통해서 (부가세와 소득세 대상 확대를 통해) 세입이 GDP의 1.4%가 늘어날 것으로 보이며 사회안전망을 넓히고 재정규칙을 강화시킬 것이다. 이러한 세제개혁의 제안서는 희석될 가능성이 매우 높지만, 국가의 신용등급이 IG 아래로 떨어지는 것을 피하기 위해서는 순 세입이 GDP의 1%에 거의 근접하도록 유지되어야 할 필요성이 있다.

기준금리 전망

	2021 04-27	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.85	3.85	3.85	3.90	3.85
인도	4.00	4.00	4.00	4.50	4.15
브라질	2.75	5.50	5.00	6.00	5.60
러시아	5.00	5.75	5.00	6.00	5.20

출처: Amundi Research

- **중국인민은행(PBoC):** 부채 리스크를 진정시키는 정책이 탄력을 받고 있으며, 이는 거시적 레버리지를 통제하려는 전체적인 목표 아래에서 2021년에는 온건한 디레버리지가 있을 가능성이 커짐을 의미한다. 구체적으로는, 규제당국이 지방 금융기관에 관련된 리스크에 대해서 경고하고 있으며, 재정부는 지방정부자금조달기관(LGFV)이 파인낸싱에서 분리하도록 유도하면서 우발적인 지방정부 채권의 발행을 억제하는 새로운 규칙을 발표했다. 신용조건이 강화되는 환경에도 불구하고 은행간 유동성은 안정적으로 유지되고 있으며, 우리는 중국인민은행이 과도한 긴축을 피하기 위해서 원하는 수준 근처에서 금리를 계속 고정시킬 것으로 예상한다.
- **인도중앙은행(RBI):** 4월 7일에 통화정책위원회(MPC)는 정책채환매이율을 4%로 유지하기로 만장일치로 결정했다. 최근의 기간 동안에 인도는 코로나바이러스 재확산을 겪고 있고 이는 경기회복을 저해하고 있으며, (원자재 가격 상승이 견인한 3월의 전년동기대비 도매물가지수(WPI) 7.4%의 급상승과 더불어) 여전히 온건한 물가의 상승이 있다. 인도 국내의 경제조건과 글로벌 금융조건과 관련하여, 우리는 올해 동안에 인도중앙은행에 대한 기존의 예상을 반복한다. 유동성의 측면에서, 인도중앙은행은 2021-22년에 대한 전략을 발표했으며, 유통시장에 정부유가증권 인수프로그램(G-sec acquisition programme, 약자: G-SAP 1.0)을 도입했다.
- **브라질중앙은행(BCB):** 3월에 예상보다 큰 수치(실제 75bps vs 예상 50bps)로 금리를 2.75% 인상한 이후에, 5월 5일의 다음 회의에서 이와 동일한 수치로 금리를 인상하기로 사전에 발표했다. 브라질중앙은행에 따르면, 이러한 금리 인상의 사전 발표는 2022년의 목표수치 이상으로 움직이면서 빠르게 상승하고 있는 인플레이션을 방지하기 위해 필수적인 조치였다. 하지만, 중요한 점은 브라질중앙은행이 현재의 금리의 조정이 부분적인 재정상화의 단순한 일부분만 파악하고 있다는 사실이다. 우리는 부분적으로 동의하지만, 인플레이션 압박의 증가와 기대인플레이션의 상승을 배경으로 올해에는 금리가 더 빠르게 보다 중립(5.50%)에 가깝게 상승할 것으로 보고 있다.
- **러시아중앙은행(CBR):** 4월 23일에 러시아중앙은행은 정책금리를 50bps 인상하여 5%로 올렸으며, 이는 예상보다 경미하게 높은 인상이었다. 러시아중앙은행은 보도자료에서 이러한 결정에 이끈 여러 요인들을 언급했으며, 여기에는 내수수요의 예상보다 빠른 회복, 대외수요 전망의 개선, 기대 인플레이션과 인플레이션 유발 리스크의 상승 등이 포함되어 있다. 3월의 인플레이션은 전년동기대비 5.8%였으며, 4월의 수치는 5.5%일 것으로 예상된다. 러시아중앙은행은 매파적인 분위기가 증가했으며 정책금리의 추가적인 인상의 여지를 남겨 두었다. 러시아중앙은행은 이제 인플레이션이 2022년 전반기 후반에나 목표수치인 4%로 복귀할 것으로 예상하고 있다. 우리는 이제 100bps 이하의 금리 인상이 향후 12개월 동안에 있을 것으로 예상한다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
PBoC	5월 20일
RBI	6월 4일
BCB	5월 5일
CBR	6월 11일

출처: Amundi Research

매크로 및 시장예측

거시경제적 예측
(2021년 4월 28일)

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	범위					
미국	-3.5	6.5/7.9	3.5/4.4	1.3	2.6	2.5
일본	-4.9	4.0/4.6	1.4/2.0	0.0	0.1	0.2
유로통화권	-6.8	3.0/3.6	3.2/3.9	0.3	1.4	1.5
독일	-5.0	2.8/3.4	2.6/3.2	0.5	1.8	1.5
프랑스	-8.2	4.0/4.6	3.2/3.8	0.5	1.2	1.6
이탈리아	-8.9	3.0/3.6	2.7/3.3	-0.1	1.0	1.4
스페인	-11.0	3.9/4.5	4.2/4.8	-0.3	1.1	1.2
영국	-9.9	3.8/4.4	4.6/5.2	0.9	1.7	2.0
브라질	-4.1	3.1/4.1	1.5/3.5	3.2	6.5	4.0
멕시코	-8.2	4.4/5.4	1.9/3.9	3.4	4.3	3.3
러시아	-3.1	3.0/4.0	2.0/3.5	3.4	5.1	4.2
인도	-7.1	9.0/10.2	5.2/6.6	6.6	5.2	6.1
인도네시아	-2.0	3.8/4.6	4.4/5.4	2.0	2.1	3.2
중국	2.3	8.9/9.5	4.9/5.5	2.5	1.2	2.4
남아공	-6.9	3.1/4.1	2.1/3.1	3.2	4.1	4.6
터키	1.6	3.6/4.6	3.7/4.7	12.3	15.7	11.6
선진국	-5.2	4.7/5.6	3.2/3.9	0.7	1.8	1.8
신흥국	-2.2	6.3/7.1	4.0/5.0	4.0	3.8	4.0
전세계	-3.5	5.7/6.5	3.7/4.5	2.6	2.9	3.1

기준금리 전망

선진국					
	2021-04-23	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	0.13	0/0.25	0.15	0/0.25	0.16
유로통화권	-0.52	-0.50	-0.52	-0.50	-0.52
일본	-0.10	-0.1	-0.01	-0.1	-0.06
영국	0.10	0.1	0.11	0.1	0.13

신흥국					
	2021-04-27	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.85	3.85	3.85	3.90	3.85
인도	4.00	4.00	4.00	4.50	4.15
브라질	2.75	5.50	5.00	6.00	5.60
러시아	5.00	5.75	5.00	6.00	5.20

장기채권수익률 전망

2년물 채권수익률					
	2021-04-23	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	0.16	0.15/0.25	0.31	0.20/0.35	0.46
독일	-0.69	-0.70/-0.50	-0.72	-0.70/-0.50	-0.73
일본	-0.13	-0.20/-0.10	-0.15	-0.20/-0.10	-0.16
영국	0.05	0/0.25	0.12	0/0.25	0.22

10년물 채권수익률					
	2021-04-23	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	1.58	1.5/1.8	1.70	1.8/2.0	1.84
독일	-0.25	-0.40/-0.20	-0.19	-0.20/-0.0	-0.14
일본	0.07	0/0.20	0.11	0/0.20	0.15
영국	0.76	0.7/0.9	0.90	0.9/1.1	0.99

통화 전망

	2021-04-26	Amundi 2021년 3분기	컨센서스 2021년 3분기	Amundi 2022년 1분기	컨센서스 2022년 1분기
EUR/USD	1.21	1.18	1.20	1.16	1.22
USD/JPY	108	112	108	114	107
EUR/GBP	0.87	0.84	0.85	0.86	0.86
EUR/CHF	1.10	1.12	1.11	1.12	1.12
EUR/NOK	10.02	9.64	9.90	10.16	9.80

	2021-04-26	Amundi 2021년 3분기	컨센서스 2021년 3분기	Amundi 2022년 1분기	컨센서스 2022년 1분기
EUR/SEK	10.13	9.97	10.00	10.31	9.87
USD/CAD	1.24	1.22	1.25	1.26	1.25
AUD/USD	0.78	0.80	0.78	0.75	0.79
NZD/USD	0.72	0.72	0.73	0.68	0.74
USD/CNY	6.49	6.50	6.50	6.60	6.42

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

ASSET CLASS VIEWS

**Asset Classes Views: Climbing the hill (12-03-2021)**

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment, DEFEND Monica, Global Head of Research, GISIMUNDO Viviana, Head of Quant solutions

SHIFTS & NARRATIVES

**Shifts & Narratives #2 - Inflation: something deep awakens (26-04-2021)**

Monica DEFEND, Global Head of Research - Vincent MORTIER, Deputy CIO - Bastien DRUT, Senior Strategist at CPR AM - Francesca PANELLI, Investment Insight Unit - Tristan PERRIER, Global Views Analyst

Shifts & Narratives #1 - Do not give up on fundamental valuations (09-04-2021)

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer

INSIGHTS PAPERS

**Why now is the time for active management in US equities (27-04-2021)****Temperature scores: an innovative tool for ESG fundamental investors (13-04-2021)**

DUMAS Jean-Marie, Head of Fixed Income Solutions - BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Clients Division - Joan ELBAZ, Business Solutions and Innovation - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation - Mathieu JOUANNEAU, ESG Solutions and Data Specialist - PANELLI Francesca, Investment Insights Unit Specialist

Why investors should look at Indian assets (06-04-2021)

MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - Alessia BERARDI, Head of EM Macro and Strategy Research

Allocating to real and alternative assets: a framework for institutional investors (06-04-2021)

GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - KIM Jung, Senior Quantitative Analyst - TAZE-BERNARD Eric, Chief Allocation Advisor

Dollar: short-term bull, medium-term dull? (02-04-2021)

DEFEND Monica, Global Head of Research - CESARINI Federico Head of DM FX Research, Cross Asset Research

How hot is the inflation pot? Strategies to protect portfolios from inflation risk (31-03-2021)

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer

WORKING PAPERS

**Robo-Advising: Less AI and More XAI? (26-04-2021)**

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

Bond Index Tracking with Genetic Algorithms (24-03-2021)

BEN SLIMANE Mohamed, Quantitative Research,

Understanding the Performance of the Equity Value Factor (26-02-2021)

LAUREN Stagnol, Quantitative Research - LOPEZ Christian, Strategic Investment Advisor, CPR AM - RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - TAILLARDAT Bruno, Smart Beta & Factor Investing

Tracking ECB's Communication:**Perspectives and Implications for Financial Markets (22-02-2021)**

FORTES Roberta, University of Paris 1 Panthéon Sorbonne - LE GUENEDAL Theo, Quantitative Research

INVESTMENT TALKS



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

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

Italy: ECB's umbrella to protect bond market, despite uncertain political situation (15-01-2021)

GERMANO Matteo, Head of Multi Asset CIO Italy - BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Strategist - VIC-PHILIPPE Isabelle, Head of Euro Aggregate

REPORT



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

LACOMBE Jean-Pierre, Director, Global Macroeconomics, Market and Portfolio Research IFC

메모

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 Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

고지사항

MSCI 정보는 독자의 내부적 용도에만 사용될 수 있으며, 어떠한 형태로도 재생산되거나 재배포 될 수 없고, 어떠한 금융상품, 제품, 지수를 구성하는 자료로도 사용될 수 없다. MSCI의 모든 정보의 어떠한 투자결정을 위한 자문이나 권고를 위한 자료를 제공하게 의도되지 않았으며, 이러한 방식으로 사용되지 않는다. 과거 데이터와 분석은 향후 실적분석, 전망, 예측에 대한 지표나 보증으로 간주되지 않아야 한다. MSCI 정보는 “있는 그대로”의 원칙하에서 제공되며, 이러한 정보의 이용자가 이러한 정보의 이용에 따르는 리스크를 전적으로 감수해야 한다. MSCI 및 그 회사와 모든 MSCI 정보의 분류, 계산, 작성에 관계하거나 관련한 다른 개인들(이하 “MSCI 당사자”)은 명시적으로 본 정보와 관련하여 어떠한 확인(독창성, 정확성, 완결성, 시의적절성, 비침해성, 상품적격성, 특정목적 부합성 등)에 대한 확인, 이에 한정되는 것은 아니함)도 부인한다. 상기에 전술한 사항에 어떠한 제한도 없이, 그 어떠한 사건에 대해서도 MSCI 당사자는 직접적, 간접적, 특별적, 사고적, 징벌적, 결과적 또는 다른 유형의 손해(이익 상실 포함, 이에 한정되는 것은 아님)에 대해서 책임이 있지 않다. (www.msccibarra.com).

유럽연합에서 본 문서는 2004년 4월 21일자의 「유럽연합지침 2004/39/EC」(이하 “MIFID”)에서 정의된 금융상품시장 “전문”투자자, 투자서비스 제공업체 및 기타 금융업계의 전문가를 대상으로 한다. 각 국가별 규제는 이와 관련된 정의가 상이할 수 있으며, 특히 스위스의 경우에는 2006년 6월 23일자의 스위스 「집단투자운용법(CISA)」과 2006년 6월 22일자의 「스위스 집단투자운용시행령(CISO)」 및 2008년 11월 20일자의 「스위스 집단투자운용시행규칙」 하의 FINMA 규정번호 08/9의 공공광고와 관련된 규정의 의한 “유자격 투자자”를 대상으로 한다. 유럽연합 내에서 본 자료는 MIFID 정의나 국가별 법규에서 정의된 “전문” 투자자가 아닌 자, 또는 스위스 관련법규의 정의에 의해 “유자격 투자자”에 해당되지 않는 자에게는 어떠한 경우에도 배포되지 않아야 한다. 본 문서는 미국의 시민권자나 거주자 또는 미국의 1933년 「증권법」 하의 「증권거래위원회 규정」에서 정의된 “미국인(U.S. Person)”을 대상으로 하지 않는다. 본 문서는 특정 상품에 대한 구매제한 또는 판매권유를 구성하지 않으며, 비합법적인 투자권유나 투자자문으로 간주되지 않아야 한다. Amundi는 본 자료가 포함한 정보의 사용에서 비롯되는 그 어떠한 직간접적 결과에 대해서도 책임이 있지 않다. Amundi는 본 자료가 포함하고 있는 정보를 바탕으로 이루어지는 그 어떤 의사결정과 투자에 대해서도 책임이 있지 않다. 본 문서가 포함하고 있는 정보는 기밀의 형태로 독자에게 공개되고 있으며, Amundi의 사전 서면승인이 없는 본 정보를 어떠한 국가나 재판관할권에 위치한 제3자 또는 제3의 기관에게 복사, 재생산, 변경, 번역, 배포될 수 없다. 또한 이러한 국가나 재판관할권이 Amundi 또는 모든 유형의 “펀드”가 반드시 등록해야 하거나 불법적인 것으로 간주하는 지역에는 배포될 수 없다. 따라서, 본 자료의 배포는 국가별 관련법규요건에 따라 배포가 허용된 지역에서 관련법규요건을 어기지 않고 이를 받을 수 있도록 허용된 자에게만 배포되어야 한다. 본 문서가 포함한 정보는 본 문서의 첫 번째 페이지에 표시된 발간일을 기준으로 정확한 것으로 간주되고 있다. 데이터, 의견 및 예상치는 사전통보 없이 변경될 수 있다.

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

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

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

대표 편집인

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer

편집인

DEFEND Monica, Global Head of Research

Global Research 기여자

AINOUZ Valentine, Deputy Head of Developed Markets Strategy Research, CFA
BELLAICHE 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, Cross Asset Research Strategist
DELBO' Debora, EM Macro Strategist
DI SILVIO Silvia, Macro Strategist
DROZDZIK Patryk, EM Macro Strategist

Amundi Insights Unit 기여자

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

개념정립 및 생산책임

BERGER Pia, Research
PONCET Benoit, Research

부편집인

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

GEORGES Delphine, Senior Fixed Income Research Strategist
HERVÉ Karine, EM Macro Strategist
HUANG Claire, EM Macro Strategist
LEONARDI Michele, Cross Asset Research Junior Analyst
MIJOT Éric, Head of Developed Markets Strategy Research
PERRIER Tristan, Global Views
PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research
STRENTA Aurelien, Emerging Market Analyst (V.I.E)
USARDI Annalisa, Senior Economist Cross Asset Research
VARTANESYAN Sosi, Sovereign Analyst, Emerging Macro & Strategy Research

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