

Institute

제05호
2022년
5월

CROSS ASSET 투자전략

CIO 견해

임박한 분화와 거대한 자산 가격재조정

AMUNDI INSTITUTE

2022년 2분기: 인플레이션에 대한 포커스가 커지고
있는 경기사이클 후반 국면

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

제05호 - 2022년 5월 차례

글로벌 투자견해

CIO 견해

임박한 분화와 거대한 자산 가격재조정

p. 3

지정학적 리스크의 지속과 더불어서 유럽, 미국, 중국에 대한 경제전망의 분화는 자산종목 전반에서 상대적 가치 기회를 모색해야 할 필요성을 강화시키고 있다. 듀레이션의 경우, 우리는 투자자가 유연성을 갖추어야 하지만, 더 이상 이전처럼 스투레이션을 견지해야 한다고 생각하지는 않는다. 선진국 크레딧(IG 및 HY)의 경우, 리스크가 낮은 부분으로 이동해야 할 필요성이 있으며, 선별적인 신흥국 채권에서 수익을 추구해야 한다. 주식에는 중립적 견지가 필요하지만, 투자자는 경기사이클을 덜 타는 높은 퀄리티의 가치주 부분을 모색해야 하고 유럽에 대비하여 미국을 전술적으로 선호해야 할 것이다. 적절한 투자분산의 접근방식으로 헤지를 향상시키고, '실질수익률'의 마음가짐이 선호된다.

Amundi Institute

연준은 뒷북을 치고 있는가?

연준의 양적긴축(QT)과 크로스애셋 가격조정

p. 4

연준이 인플레이션과 경제성장률 사이에서 균형을 유지를 시도함에 따라, 투자자는 금리 가격재조정이 채권과 주식 포트폴리오에 주요한 영향을 주게 될 것임에 유념해야 할 것이다.

멀티애셋

신흥국 채권,

유럽 주식에 대비한 미국 주식에 상대적으로 플레이할 것

p. 5

경기모멘텀이 둔화되는 환경에서 우리는 리스크에 중립적 포지션을 유지하며, 방향성을 추가하기 전에 명확성이 개선되기를 기다린다.

채권

금융조건의 긴축성의 상승 예상: 크레딧에 대해 경계를 유지할 것

p. 6

금융조건이 현재까지는 긴축되지 않았지만, 위험자산에서 곤란한 상황은 기업이익에 대한 압박이 동반되는 실질수익률이 상승할 때 나타나게 될 것이다.

주식

기업이익 재평가를 통해 분화되는 투자수익성

p. 7

밸류에이션에 유념하면서 투자자는 이익배당을 통해 주주에게 보상할 수 있는 스투레이션 분야(가치주, 은행주)에 대해 롱포지션을 취해야 하지만, IT와 같은 '롱듀레이션' 부문에는 스투포지션을 취해야 할 것이다.

이번 달의 토픽

2022년 2분기: 인플레이션에 대한 포커스가 커지고 있는 경기사이클 후반 국면

p. 8

인플레이션적 경기사이클 후반 국면으로 전환에 대한 확신감과 인플레이션(및 금리)에 대한 포커스가 더 커지고 있음이 확인되고 있다. 경기모멘텀은 글로벌 수준에서 여전히 둔화되고 있지만, 잠정적인 안정화의 징후도 나타나고 있다. 이는 적절한 성장성을 가지면서 인플레이션 레짐에 탄력적인 자산종목에 대해 유의적인 틸팅을 가지면서 주식에 신중한 견지가 필요한 것으로 해석된다. 우크라이나 전제에서 비롯된 유럽 경제에 대한 단기적인 불확실성으로 인해, 주식은 헤지를 제공하는 글로벌 가치주, 퀄리티 요인, 헤지를 제공하는 연계채권과 더불어 인플레이션에 탄력적인 부문으로 더욱 치우쳐 있다. 기본 금속이 선호되는 원자재이다.

테마

중국의 수요 충격을 버릴 것: 공포보다는 믿음

p. 12

2020년 3월이후로 최악의 감염병 확산이 발생한 중국은 제로 코로나 정책으로 다시 돌아 갔다. 우리는 중국 경제가 2분기에 일시적인 리세션에 빠져들 것으로 예상하지만, 이와 관련된 정책 지원이 강화가 뒤따를 것이다.

시장 시나리오 및 리스크

> 중심 및 대안 시나리오	p. 15
> 상위 리스크	p. 16
> 우크라이나 위기의 트리구조	p. 17
> Cross asset 디스패치: 시장 변곡점 감지하기	p. 18
> 글로벌 리서치 클럽	p. 19
> Amundi 자산종목 견해	p. 20

거시경제적 현황

> 선진국 거시경제적 전망 - 시장예측	p. 21
> 신흥국 거시경제적 전망 - 시장예측	p. 22
> 매크로 및 시장 예측	p. 23
> 당사 예측 / 방법론에 대한 고지사항	p. 24
> Publications highlights	p. 25

CIO 견해

임박한 분화와 거대한 자산 가격재조정



Vincent MORTIER,
Group Chief Investment Officer



Matteo GERMANO,
Deputy Group Chief Investment Office

우리는 경제전망(탄력성이 더 높은 미국 경제에 대비하여 우리는 유럽연합 및 중국의 경제전망을 하향 수정함)과 시장성과에서 현저한 분화가 일어나고 있음을 목도하고 있다. 특히,

(1) **기대인플레이션 - 단기적인 고점 vs 장기적인 상승**: 단기적으로 인플레이션은 둔화하기 시작했을 수도 있지만, 장기적인 견해에서는 지정학적 리스크와 상하이 봉쇄조치에서 비롯된 공급망 스트레스라는 측면에서 지속적인 인플레이션(예: 주거비 인플레이션)이 높게 유지(반전되기 더욱 어려워짐)될 것임을 나타내고 있다.

(2) **리세션 리스크**: 미국 경제는 견고하게 유지되고 있는 반면에, 유로화권은 스태그플레이션 리스크에 가장 크게 노출되어 있다. 올해 하반기에 최소한 단명할 수도 있는 리세션이 독일과 이탈리아에서 발생할 가능성이 매우 높은 반면에, 프랑스와 스페인은 리세션과 관련되어 일부 탄력성을 보여줄 수도 있다. 중국의 경우, 우리는 2022년의 5.5% 경제성장률의 공식적 목표에는 도달하기 힘들 것으로 보고 있다.

(3) **중앙은행들의 분화된 정책경로**: 연준(Fed)은 가능한 신속하게 중립적 정책기조의 방향으로 이동하기 위해서 50bps씩 금리인상을 하는 중앙은행들의 클럽에 합류한 반면에, 유럽중앙은행(ECB)은 데이터 의존성을 더욱 강화할 것으로 보인다. 일본은행(BoJ)은 기존의 통화완화적 견지를 고수하고 있고, 중국인민중앙은행(PBoC)은 기준금리를 인하할 준비가 되어 있다.

(4) **기업이익 - 여전히 강력한 기대감 (지역별 차이는 존재) vs 소비자 심리 약화**. 이번 분기는 기업에서 비롯되는 추가적인 인플레이션 상승 강도의 징후에 대해서 주목해야 할 핵심적 기업실적발표 시즌이 분명히 될 것이며, 이로 인해 연준이 관련된 조치를 취하게 하는 압박을 추가시킬 수도 있다. 유럽의 경우, 우크라이나 전쟁이 이번 분기의 수치에 반영될 가능성은 낮지만 이번 전쟁의 영향으로 기업수익 리세션의 가능성이 점차 상승함에 따라 이번 분기의 기업 실적발표 시즌은 이와 관련된 포워드 가이드언스에 포커스를 두게 될 것이다.

투자의 관점에서 살펴보면, 투자자는 중립적 리스크 견지를 유지해야 하는 반면에, 상이한 자산종목에 걸쳐서 나타나는 이러한 분화에 플레이할 여지가 있게 된다.

- **채권의 경우, 시장은 연준의 공격적 견지의 강화에 대한 가격재조정에서 신속하게 움직였다.** 초기의 움직임은 곡선의 숏 세그먼트에 집중되었지만, 가장 최근에는 10년물 수익률이 2.9% 수준에 도달하면서 10년물 세그먼트도 추가적으로 상승하기 시작했다. **장기금리의 궤적은 상승을 유지하고 있지만 우리가 최근에 취했던 것 같은 숏포지션을 유지하는 것은 더이상 합리적이지 않고, 최근의 시장 움직임을 감안하면 특히 곡선의 프론트엔드에서 더욱 그러하며, 이에 따라 우리는 듀레이션 견지를 전술적으로 조정하고 있다.** 호주와 캐나다에서는 전술적인 상대적 가치의 기회와 곡선 기회에 플레이할 여지가 있으며, 이와 더불어서 대통령선거 결과가 스프레드(가산금리)의 확대를 견인하고 있는 프랑스에서도 그러하다.

- **FX의 경우, 원자재 가격의 상승은 미국 달러화에 대비하여 브라질 헤알화에 혜택을 줄 것인 반면에, 러시아-우크라이나 분쟁은 유로화에 대비하여 스위스 프랑화에 계속 혜택을 줄 것이다.** 또한, 우리는 유로화에 대비하여 USD를 선호한다.

- **현 국면에서는 크레딧에 대비하여 주식에 대한 선호가 유지되지만, 주식 내의 선별이 핵심적이다.** 다가오는 분기별 기업실적 발표 시즌은 유럽에 더욱 어려움이 될 것으로 보이며, 이로 인해서 우리는 탄력성이 더 큰 것으로 증명되고 있는 미국에 대비하여 유럽에 상대적인 숏바이어스를 유지한다. 우리는 (경기민감주 바이어스를 줄이고 금융주에 대한 틸팅을 가지면서 경기방어적 가치주에 바이어스를 늘리면서) 가치주와 우량주의 결합이 기업이익에서 변동성이 덜하고 금리 상승의 민감성이 낮은 종목에서 기회를 찾는 최선의 방식이라는 견해를 유지한다. 우리의 견해로는, 성장주에 대한, 특히 가장 극단적으로 가격이 상승했던 종목에 대한 (하향) 가격재조정은 아직 끝나지 않았다.

- **크레딧의 경우, 우리는 신중한 포지션을 유지하고 채권(fixed income)의 자산배분에서는 리스크가 덜한 종목의 방향으로 추가적으로 이동시켰다.** 우리는 수익을 추구함에 있어서, 신흥국 채권지수(EMBI)에서 긍정적 포지션을 늘렸다. 최근의 수익률 상승 이후로, EMBI 시장은 미국국채 10년물 수익률의 안정화, 유가의 점진적인 하락 및 신흥국-선진국 격차의 개선에 의해 떠받쳐 질 것이다. 남미 및 원자재 수출국으로 치우쳐져 있는 EMBI 구성도 역시 긍정적인 요인이다.

- **투자분산이 핵심적인 사안으로 유지된다.** 우리는 인플레이션에 대한 탄력성이 높은 분야(인프라, 변동금리의 대출, 부동산)에 실물자산 익스포저를 추가하고 전통적인 자산종목과 비교하여 낮은 상관계수를 가지는 전략을 활용하는 것이 현재의 불친절한 시장 환경을 헤쳐 나가는 데에 도움을 줄 수 있다.

결론적으로, 거대한 자산 가격재조정이 펼쳐짐에 따라 투자자는 인플레이션에 대처하도록 자산배분을 조정하는 준비를 갖추어야 할 것이다. 여태까지는 대부분의 가격재조정이 채권(bond)에서 발생했다. 우리는 곡선의 롱엔드 부분과 리세션 리스크가 상승하고 있는 가장 취약한 주식 시장(예: 유럽 주식)에서 더 많은 가격재조정이 있을 것으로 예상된다. 하지만, 시장들 사이에서 분화는 리스크를 가장 탄력적인 영역으로 전술적인 조정을 하는 기회를 제공하게 될 것이다.

전반적인 리스크 분위기

리스크오프 리스크온

자산 전체에 대해서 상대적 가치를 모색하며 탄력성이 높은 분야를 선호하지만, 시장의 방향성이 제한적이기 때문에 리스크를 증가시키지는 않음.

이전 달 대비의 변화

- ▶ 중립적 듀레이션 견지가 증가된 방향으로 움직임.
- ▶ 신흥국 채권에 대한 건설적인 견해 증가.
- ▶ EUR 대비 USD에 대해 전술적으로 긍정적 포지션.
- ▶ 크레딧과 주식에서 헤지 향상.

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

AMUNDI INSTITUTE

Amundi Institute 컬럼



Pascal BLANQUÉ,
Chairman, Amundi Institute

연준이 인플레이션과
경제성장률 사이에서 균형의
유지를 시도함에 따라,
투자자는 금리 가격재조정이
채권과 주식 포트폴리오에
주요한 영향을 주게 될 것임에
유념해야 할 것이다

연준은 뒷북을 치고 있는가?

현재의 미국 환경에서 인플레이션의 합리적인 수치에 의해서 판단하는 경우에 연준은 “뒷북을 치고 있는”(대응을 늦추고 있는) 상황이다. 인플레이션은 물가목표치 2%를 크게 상회하여 치솟고 있으며, 이는 연방공개시장위원회(FOMC)가 물가 상승을 억제하기 위해서 더욱 빠르게 금리를 인상할 것임을 제시하고 있다. “뒷북을 치고 있다”라는 개념을 두고 세인트루이스 연준 총재인 James Bullard는 다음과 같은 두 가지의 해석을 내놓았다.

- 테일러 준칙을 따르는 통화정책을 기준으로 연준이 물가상승에 대한 대응이 약 300bps 정도 뒤쳐져 있는 것으로 나타났다.
- 반면에, 2년물 재무성증권 수익률은 2.47%에 머무르고 있고, 이러한 격차가 그렇게 크지는 않음을 나타내고 있다. 하지만, 연준은 포워드 가이드의 내용을 실현하기 위해서 금리를 인상해야만 한다.

1960년대 이후로 근원 개인소비지출 물가지수(Core PCE) 인플레이션이 현재와 같이 높았던 경우는 두 차례에 불과하다. 첫 번째는 사례는 1974년이다. 당시에 연준은 물가 상승에 기여했던 통화적 요인을 경시하고 정책금리를 상대적으로 낮게 유지했다. 그 결과, 연준은 뒷북을 치게 되었으며, 실물경제에서 변동성, 인플레이션 추가 상승 및 다양한 리세션을 유발하게 되었다.

1983년에 연준은 이와 같은 실수를 반복하길 원하지 않았으며, 인플레이션의 하락에 당면해서도 금리를 높게 유지했으며, 이는 결국에는 1990-91년의 리세션으로 이어졌다. 오늘날은 1974년 스타일의 시나리오에 더 근접해 있으며, 이러한 상황은 지속적이고 영속화되고 있는 높은 인플레이션과 낮은 정책금리와 명목금리의 이후에 상향추이가 동반되고 있지만 실물경제의 변동성을 안정화시킬 방안이 없음을 특징으로 한다. 또한, 이러한 상황에서 통화정책 정상화는 높은 리세션 리스크를 동반하는 것도 사실이다. 연준은 지금 리세션 리스크의 유발을 감수하면서 인플레이션을 억누르거나 또는 나중에 큰 대가를 치르더라도 명목성장률이 상승할 시간을 벌어주는 것 사이에서 결정해야 할 것이다. 연준은 후자의 방향으로 치우칠 가능성이 크다.

투자확신감

투자확의라는 측면에서 리스크에 대한 글로벌적인 가격재조정이 진행 중이다. 이는 슷옌드에서 시작되었지만, 최종적인 가격재조정의 라운드는 수익률곡선의 스티프닝을 통해 롱옌드에서 발생하여 위험자산에 대한 변곡점의 신호를 낼 것이다. 주식과 채권에서 광범위한 언더퍼포먼스를 발생하면서 그 성과는 악화되거나 심지어는 손해가 날 수도 있다. 주식에서 가격재조정이 나타내는 시점에는 가치주와 우량주로의 틸팅이 나타날 것이며, 이는 이러한 부문들에서 아웃퍼포먼스가 나타남을 가리킨다.

곡선의 10년물 부분의 정체화라는 신호를 통해서 주식과 크레딧에서 추가적인 가격재조정으로 나타타면, 이때가 리스크 재구축의 시기라는 보다 명확한 신호를 내게 될 것이다.



Monica DEFEND,
Head of Amundi Institute

연준의 양적긴축(QT)와 크로스애셋 가격조정

1분기에 연준은 통화정책과 포워드 가이드의 견지를 전면적으로 변경했다. 수요 기반의 데이터(demand-driven data)가 발표됨에 따라 연준은 금리인상과 보유자산 축소에서 더욱 공격적으로 되어야만 했다. 향후의 소비자물가는 연준이 관련 조치를 취하여 궁극적으로는 장기적인 기대인플레이션이 구조적으로 상승하는 것이 방지하기 위해서 수요에서 유도되는 연착륙을 억제해야만 할 것이다. 이러한 새로운 정책의 부작용은 현재 진행 중인 자산 리플레이션 체제에서 유동성 유출이며, 이는 금융시장에 대해 덜 우호적인 환경을 제공하게 될 것이다.

논리적인 결론은 이 새로운 프레임워크에 대한 금융시장 수준에서 일종의 재조정이 될 것이며, 이러한 프로세스는 멀티플과 밸류에이션의 재평가를 더 낮은 수준으로 견인할 것이다. 9조 달러로 확대된 이전의 연준 보유자산은 곡선의 롱옌드를 억제했으며 P/E를 끌어올렸다. 봉쇄조치의 기간과 코로나 이후의 회복기간에 투입된 3.4조 달러는 수년 동안의 프로세스에서 마지막 단계에 불과했다.

시장에서 예상되는 영향 (아래의 표도 참조)

- 통화정책 정상화(연준 보유자산이 코로나 이전 수준으로 복귀)는 밸류에이션 멀티플의 축소를 생성하고 미국 재무성증권(UST) 10년물 금리를 3% 이상으로 끌어올릴 것이다.
- 여러 가지의 메트릭과 도구의 렌즈를 통해서 바라보면 이러한 금융환경은 주식과 채권(fixed income)을 고가대로 밀어 넣어서, 양쪽 분야 모두에서 투매가 발생할 가능성이 높아질 것이다.
- 궁극적으로는 시장의 반응은 연준이 둔화하는 성장과 수익성 사이클을 관리함에 있어서 얼마나 성공적일지에 달려있게 될 것이다. 어떠한 경우이든, 현재의 전망은 P/E 멀티플의 등급재평가에 우호적이지 않다.

양적긴축 일정	연별 보유자산 축소 (단위: 1조 달러)	누적 보유자산 축소 (단위: 1조 달러)	P/E 수축 ¹	연준 보유자산/총 UST 공공부채	UST 10년물 ²
1년물 포워드	1.14	1.14	5.1%	25.8%	2.90%
2년물 포워드	1.14	2.28	18.9%	22.1%	3.11%
3년물 포워드	1.14	3.42	32.7%	18.3%	3.40%

출처: Amundi Institute, 2022년 4월 19일. 1 보유자산 확장에 대해 조정된 주가수익률(Price/Earnings): 평균회귀를 고려한 평균으로부터 거리, 2 Amundi Macro Nelson-Siegel 모델 및 현재의 부채수준에 의거한 UST 10년물의 목표금리.

멀티어셋

신흥국 채권, 유럽 주식에 대비한 미국 주식에 상대적으로 플레이할 것



Francesco SANDRINI,
Head of Multi-Asset Strategies



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

경기모멘텀이 둔화되는 환경에서 우리는 리스크에 중립적 포지션을 유지하며, 방향성을 추가하기 전에 명확성이 개선되기를 기다린다

인플레이션 예측의 상향 수정은 중앙은행들이 긴축 프로그램의 가속화시키도록 만들고 있다. 유럽중앙은행(ECB)은 성장 및 이와 관련된 높은 수준의 불확실성으로 인해 금리 인상에 신중한 입장이지만, 미국 연준은 가능한 빠르게 중립적 정책금리에 도달하는 것에 적극적인 것으로 보인다. 지정학적 요인들은 원자재 가격의 상방 압박으로 견인된 스태그플레이션의 영향을 이미 느끼고 있는 시장에 또 다른 층위의 불확실성을 가중시키고 있다.

지역들 사이에서 존재하는 미묘한 차이로 인한 중앙은행들의 정책시행에서 이와 같은 분화는 투자자가 듀레이션과 FX에서 상대적 가치의 기회를 활용할 수 있는 문을 열어 제치고 있다. 또한, 이는 리스크를 증가시키지 않고 신흥국을 포함하여 매력적인 배팅을 포착하기 위한 벨류에이션을 인식하는 것의 중요성도 부각시키고 있다. 마지막으로, 투자자는 크레딧과 주식에서 헤지의 강화를 모색하고 적절한 투자분산의 견지를 유지해야 할 것이다.

투자확신감이 높은 아이디어

우리의 주식에 대한 견지는 중립적 포지션이지만, 유럽에 대비하여 미국을 선호하는 상대적 가치의 기회를 추구하며, 이러한 견지는 미국의 탄력적인 소비자 수요와 견고한 노동시장을 근거로 한다. 이와 더불어서, 유럽에서 기업의 분기별 실적 발표 시즌이 진행됨에 따라 우리는 생산자물가지수의 상승과 마진 압박의 증가에서 비롯되는 리스크를 목도하고 있다. 변동성이 최근에는 낮아짐에 따라 우리는 투자자가 옵션을 통해서 이러한 상대적 가치의 기회를 활용할 수 있다고 믿고 있다. 신흥국 시장의 경우, 우리는 중립적 포지션이지만, 중국 정부의 완화적 견지의 강화가 코로나와 관련된 새로운 봉쇄정책의 영향을 상쇄시킬 수 있는 지의 여부를 면밀하게 평가하고 있다.

듀레이션의 경우, 우리는 최근의 상승세에도 불구하고 수익률의 상향 움직임이 계속될 곳으로 믿고 있기 때문에 미국 재무성증권(UST)에 신중한 포지션이다. 우리의 이러한 유연하고 액티브한 견지는 다른 지역에서도 수익률곡선 전반에 걸쳐 기회를 모색할 수 있게 한다. 예를 들면, 매력적인 캐리를 가지고 있고 역사적 관점에서 바라볼 때 프랑스 국채의 벨류에이션이 저렴하다는 사실을 바탕으로 우리는 독일 국채(Bund)에 대비한 10년물 프랑스 국채(OAT)에 이제 건설적인 포지션이다. 이와 유사하게, 우리는 독일국채에 대비하여 이탈리아

국채(BTP)에 낙관적인 포지션을 유지하지만, 만기가 긴 세그먼트일수록 이제는 스프레드 하락의 여지가 더 크다고 믿고 있다. 또한, 호주 인플레이션은 영국과 비교하여 여태까지는 억제되고 있고, 이로 인해서 호주중앙은행이 정책금리를 인상할 가능성이 제한적이기 때문에 우리는 10년물 영국국채에 대비하여 10년물 호주국채에도 긍정적인 포지션이다. 신흥국 채권의 경우, 우리는 CNY가 미국과의 지정학적 긴장(자금 유출의 유발)과 경제전망의 악화로 인해서 일부 단기적인 악재에 당면하고 있다고 생각한다. 그 결과, 우리는 현지통화표시 중국국채에 더 이상 긍정적인 포지션이 아니다. 보다 광범위한 신흥국 채권지수(EMBI) 경우, 이 종류의 높은 캐리의 특성, 매력적인 벨류에이션, 남미 및 원자재 수출국으로의 틸팅을 감안하여 우리는 이제 EMBI에 건설적인 포지션이다. 하지만, HY 국가들의 채무불이행률(부도율)에서 비롯되는 리스크를 모니터링하고 있다. 미국과 유로 모두에서 기업 크레딧은 핵심금리의 상승과 기업이익에 대한 잠재적인 영향에 의해 영향을 받을 가능성이 크다. 전반적으로, 우리는 HY에 대비하여 IG에 경미하게 긍정적인 전망을 가지면서 현재 중립적 포지션을 유지하며, 이러한 IG에 경미하게 긍정적인 포지션은 HY의 벨류에이션, 특히 미국 HY의 벨류에이션에 대한 우려에 근거한다. 우리의 FX 견해에는 경제예측과 그에 따른 해당 통화에 대한 영향을 반영하고 있다. 이제 우리는 USD와 JPY에 대비하여 EUR에 신중한 포지션이다. 미국과 유로통화권 사이의 금리 차이와 유럽에서 인플레이션 압력은 유로화를 압박할 수 있다. 두 번째로, 미국 실질수익률의 잠재적인 상승이 달러화를 떠받칠 수 있기 때문에 우리는 CAD와 NZD에 대비하여 USD에 긍정적인 포지션이다. 마지막으로, 스위스 프랑화의 투자안전처 지위를 근거로 우리는 CHF/EUR에 대한 기존의 견해를 유지하며, GBP/EUR에 신중한 포지션을 유지한다. 신흥국의 경우, 원자재 가격의 강세로 브라질 헤알화가 떠받쳐 질 것이기 때문에 우리는 이제 BRL/USD에 긍정적 포지션이다.

리스크 및 헤징

경제적 악재와 지정학적 리스크는 투자자가 헤지를 향상시켜야 함을 의미한다. 우리는 투자자가 미국 HY에 대한 보호를 유지해야 하며, 유럽 크레딧에 안전장치를 추가해야 할 것이다. 심지어 주식의 경우에도, 특히 연준의 매파적 분위기에서 비롯될 수 있는 리스크를 감안하여 유럽과 미국의 익스포저를 보호해야 할 여지가 있다.

Amundi Cross Asset 투자확신								
	1개월 변화	---	--	-	0	+	++	+++
주식					■			
크레딧 및 신흥국 채권	↗					■		
듀레이션				■				
석유					■			
금					■			

출처: Amundi. 표는 가장 최근의 글로벌 투자위원회에서 표명된 견해를 바탕으로 3개월에서 6개월 기간의 크로스어셋 평가를 나타낸다. 전망, 전망의 변화, 자산종목 평가 대한 견해는 기대 방향(+/-)과 투자확신의 강도(+/**/++/+++)

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

채권

금융조건의 긴축성의 상승 예상:
크레딧에 대해 경계를 유지할 것



Amaury D'ORSAY,
Head of Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

금융조건이 현재까지는
긴축되지 않았지만,
위험자산에서 곤란한 상황은
기업이익에 대한 압박이
동반되는 실질수익률이 상승할
때에 나타나게 될 것이다

현재의 높은 인플레이션은 물리적 자본(인프라, 생산능력 등)에 대한 수년 동안의 과소투자, 글로벌 리쇼어링, 선진국 세계의 금융억압을 포함하는 다양한 요인들의 결과이다. 중앙은행은 인플레이션 압박에 대응하고 있지만, 연준(Fed)과 유럽중앙은행(ECB)은 매파적인 견해를 가지고 있음에도 불구하고 '딛복을 치고 있는 상태'(대응을 늦추는 상태)로 보인다. 금융조건은 여태까지 유의적으로 긴축되지는 않았지만, 중앙은행들이 인플레이션을 억제하기 충분하게 공격적으로 되는 경우에는 금융조건이 유의적으로 긴축될 수도 있을 것이다. 따라서, 크레딧을 관망하는 바둑업 견지로 향후 차별화하는 상황에 대비해야 할 필요가 있다. 국채의 경우에, 그 금리의 장기적 방향성이 오르는 추이이지만 스트레스의 시기 동안에는 이에 대한 지원이 제공되기 때문에 투자자는 이에 민첩한 포지션을 유지해야 할 것이다.

글로벌 및 유럽 채권(fixed income)

불확실한 경제적 환경은 투자안전처 자산을 선호하는 움직임을 만들어 내고 있기 때문에 우리는 유럽 핵심국과 미국의 듀레이션에 대한 신중한 견지를 줄였다. 이와 더불어, 우리는 곡선 및 지역 전체에서 전술적 기회를 모색하고 있으며, 이를 통해 우리는 이제 벨기에에 긍정적, 유럽 주변국 국채에 중립적, 영국 듀레이션에 경기방어적인 포지션을 취한다. 장기적인 관점에서 볼 때, 우리는 일부 단기적인 먹구름에도 불구하고 중국을 통한 듀레이션 익스포저를 다변화해야 한다고 믿고 있다. 크레딧의 경우, 스프레드가 3월초에 나타났던 수준에서 되돌아 갔고 기업 펀더멘탈은 견고하게 유지되고 있지만, 높은 인플레이션, (유럽에서) 리세션 리스크, 유럽중앙은행의 완화적 견지 감소로 인해서 시장분위기는 취약한 상태이다.

우리는 저퀄리티 크레딧에서 고퀄리티 크레딧을 차별화시키는 시장에서 IG와 HY 사이의 스프레드 일부 축소 가능성이 있을 것으로 예상된다. 부문별 수준에서, 우리는 은행업, 자동차(이전보다는 경미하게 낮아짐) 및 에너지에 선별적으로 건설적인 포지션을 취하지만, 소비자, 유틸리티, 수송, 화학에는 신중한 포지션이다.

미국 채권(fixed income)

미국 성장률은 점진적으로 둔화되어 올해말까지 기존의 추이로 수렴할 가능성이 높은 반면에, 올해 리세션이 발생할 어떠한 징후도 파악되지는 않는다. 주택저당대출 신청에서는 일부 약세가 있음에도 불구하고 견조한 임금과 저축을 바탕으로 수요는 강세를 유지하고 있다. 우리는 금리가 장기적으로 상승할 것으로 믿고 있지만, 미국 수익률곡선에서 강세의 움직임을 감안하여 듀레이션과 관련하여 액티브한 접근방식을 유지하는 것이 핵심적 사안이다. 유동화자산의 경우, 투자자가 양적긴축을 그 가격에 반영함에 따라 지금까지는 회사채보다 언더퍼포먼스를 보였던 공공기관발행의 부동산저당증권(agency MBS)에서 가치를 찾고 있다. 현재는 MBS가 점차적으로 매력적이게 되고 있다. 또한, 비거주용 및 상업용 부동산증권에서 선별적인 기회도 모색하고 있다. 기업 크레딧 밸류에이션은 장기적인 평균 이내에 있지만, 우리는 고유리스크를 선호하며 발행사 펀더멘탈이 여전히 견실하기 때문에 과도하게 비판적일 필요성은 없다고 믿고 있다. 하지만, 우리는 헤지를 유지하고 유동성 리스크를 모니터링하고 있다.

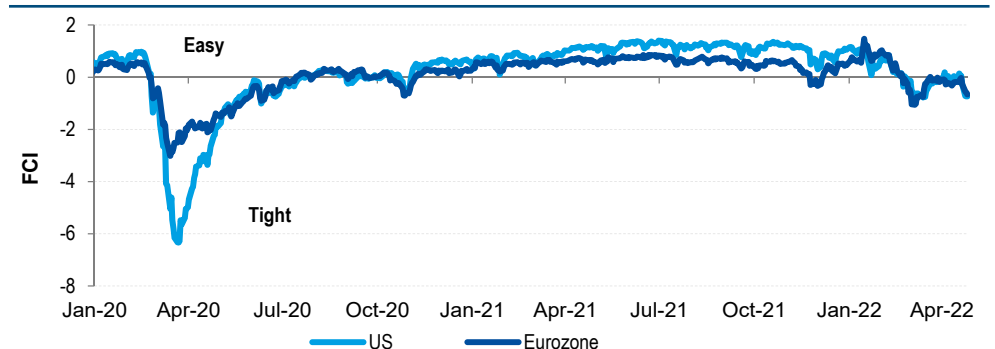
신흥국 채권

인플레이션 급상승은 신흥국 전체에서 추가적인 긴축정책을 강화할 확률을 높이고 있으며, 이러한 긴축정책의 국가별 높은 분산도로 인해 선별의 필요성이 부각되고 있다. 우리는 듀레이션에 대한 방어적 포지션을 유지하지만, 신중한 포지션은 경미하게 줄어들었다. 경화표시 채권의 경우, 우리는 조만간 스프레드의 축소가 주로 HY에서 발생할 것이라고 예상한다. 현지화표시 채권의 경우, 우리는 원자재 수출국의 회사채과 국채 모두를 선호하며, 특히 남미와 남아공은 현재의 원자재 가격의 강세 추세에서 혜택을 받을 수 있지만, 우리는 선별적인 포지션을 취한다.

FX

시장에서 나타난 안전자산 선호현상으로 인해 우리는 USD에 긍정적인 포지션을 취하지만, EUR은 신중한 포지션이다. 올해 2-3회 금리인상의 예상이 EUR의 가격에 반영하고 있는 현재의 시장 기대감은 과도한 것으로 보인다. 신흥국의 경우, 우리는 남미(MXN, CLP)와 아시아(THB) 등에서 선별적인 FX에 건설적인 포지션을 취하지만, HUF에 신중한 포지션이다.

금융조건 지수



Source: Amundi Institute, Bloomberg, 22 April 2022. Positive value indicates accommodative financial conditions

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, CRE = 상업용 부동산

주식

기업이익 재평가를 통해 분화되는 투자수익성



Kasper ELMGREEN,
Head of Equities



Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

밸류에이션에 유념하면서 투자자는 이익배당을 통해 주주에게 보상할 수 있는 스톡듀레이션 분야(가치주, 은행주)에 대해 롱포지션을 취해야 하지만, IT와 같은 ‘롱듀레이션’ 부문에는 숏포지션을 취해야 할 것이다

종합적 평가

인플레이션의 상승 및 경제성장의 둔화(러시아 침공, 중국의 공급망 혼란)는 기업이익을 압박할 가능성이 크다. 따라서, 이번 분기의 기업실적 발표 시즌에서 우리는 구체적으로는 수요 추이와 가격결정력에 특별한 관심을 둘 것이다. 가격결정력, 사업모델의 탄력성, 재무제표의 강점이 현 시점에서 주시해야 할 핵심적인 사안이다. 가격결정력은 브랜드, 지식재산권, 기타 형태의 생산품 차별화에서 비롯될 수 있다. 리스크는 밸류에이션과 관련하여 유지되고 있으며, 이러한 관점에서 상대적 가치의 접근방식이 핵심적 사안이다. 전반적으로, 성장주에 대비하여 (경기민감성이 덜 한) 가치주가 선호되며, 지역별 수준에서는 미국 기업이익에 대한 온건한 영향을 감안하여 유럽 주식에 대비한 미국 주식이 선호된다.

유럽 주식

현재는 밸류에이션 분산율은 높으며, 이로 인해서 리스크 전망을 감안하여 우리는 선별적이지만 균형을 갖춘 포지션을 취한다. **확연한 경기둔화로 인해 우리는 현재 경기민감성이 덜하고 방어적인 특성에 대해서 포커스를 늘리고는 있지만, 가치주와 같은 특정한 분야는 매력적으로 유지되고 있다.** 한 가지 예외는 은행부문으로, 이 부문은 경기민감성이 높지만 현 시점에서는 우리는 계속 선호한다. 또한, 우리는 의료건강 및 필수소비재 부문의 매력적인 경기방어주도 선호한다. 일반적으로, 투자자는 저퀄리티의 경기방어적인 분야는 피하면서 고퀄리티의 세그먼트로 움직이는 것을 고려해야 할 것이다. 강력한 밸류에이션이라는 악재를 받아서, 특히 금리 상승의 전망으로 인해, 정보기술 부문은 전반적으로 그 매력도나 떨어진 상태를 유지하고 있다. 이와 더불어, 우리는 규제와 관련된 악재 및 매우 높은 수익마진과 같은 일부 펀더멘탈 리스크가 시장에 의해 충분히 반영되지 않았을 수도 있음에 우려하고 있다. 전반적으로, 우리는 매우 선별적인 포지션을 유지하고 지속가능하고 장기적 수익을 생성할 수 있는 종목을 파악함에 있어서 바틈업 접근방식에 의존한다.

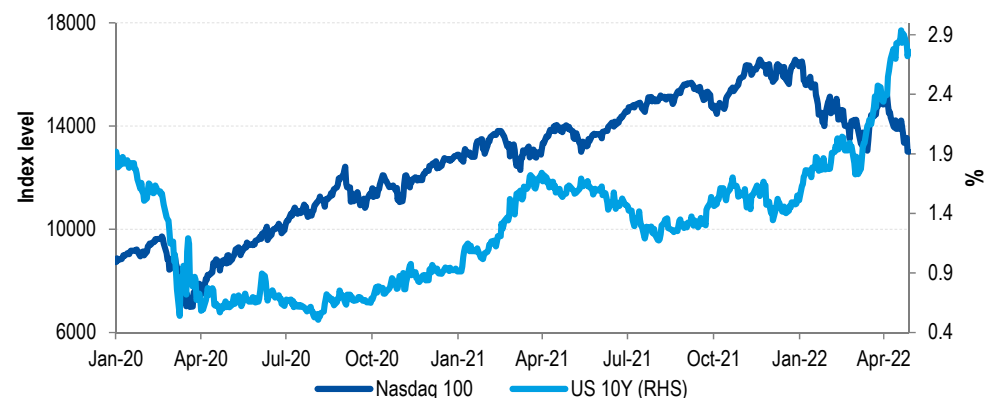
미국 주식

미국 경기회복은 강력한 노동시장과 견고한 소비자의 재정상태에 의해 견인될 것이지만, 인플레이션이 처분가능소득에 영향을 줄 수도 있다. 흥미로운 사실은, 기업이익이 인플레이션으로 인해 늘어날 가능성이 높지만, 금리가 상승하면 자본비용의 상승하여서 이러한 기업이익은 감소하게 될 것이라는 점이다. 이에 따라, 밸류에이션 멀티플에 대한 일부 압박이 발생할 것으로 예상된다. 따라서, **우리는 전반적으로 우량주 및 가치주 바이어스를 가지면서 강력한 운영효율성 및 지정학적 리스크에 탄력적인 사업모델을 가진 회사와 잉여현금을 주주에게 돌려주어 보상(이익배당, 자사주매입)하는 경향성이 높은 회사를 모색한다.** 하지만, 투자자는 재무제표에서 약점을 가진 종목은 피해야 할 것이다. 부문별 관점에서, 우리는 에너지, 소재, 은행, 의료건강에 건설적인 포지션이다. 미국 은행은 안정적이고 높은 자기자본이익률을 나타내고 있고, 장기적으로 시장점유율을 확대할 수 있도록 기술에 투자하고 있지만, 우리의 견해로는 시장이 적절하게 이러한 상황을 가격에 반영하고 있지는 않고 있는 것으로 보인다. 이와 더불어, 우리는 일부 의료건강 기업에서는 견고한 혁신이 발생하고 있음이 파악되고 있고, 이에 따라 이 부문의 포켓 일부는 매력적인 것으로 보인다. 하지만, 강력한 종목을 파악하는 데에 도움을 주는 신중한 선별의 프로세스가 우리에게는 우선순위로 유지된다.

신흥국 주식

현재의 가시도는 낮지만 신흥국 주식의 밸류에이션은 **향후 12개월 동안에 상승할 것으로 보이고 국가별로 강력한 분화가 나타날 것**이며, 이에 따라 우리는 선별적인 포지션이다. 우리는 원자재 수출국(브라질, UAE)과 내수소비 스토리(인도)가 혜택을 입을 것이라고 믿고 있다. 중국의 경우, 우리는 당국이 경기부양책을 강화할지의 여부를 모니터링하고 있으며, 최근의 봉쇄조치가 경제활동에 영향을 줄 가능성이 높다는 사실을 감안하여 우리는 단기적으로는 신중한 견지를 증가시켰다. 하지만, 장기적으로 중국에 대한 기존의 성장 스토리는 영향을 받지 않는다. 부문별 수준에서, 우리는 경기소비재주, 부동산주, 가치주를 선호한다.

IT 밸류에이션에 영향을 주는 수익률 상승



Source: Amundi Institute, Bloomberg, as of 26 April 2022

이번 달의 토픽

2022년 2분기: 인플레이션에 대한 포커스가 커지고 있는 경기사이클 후반 국면



Lorenzo PORTELLI,
Head of Cross Asset Research



Silvia DI SILVIO,
Cross Asset Research Macro Strategist



Annalisa USARDI,
Cross Asset Research Senior Macro Strategist

- 인플레이션적 경기사이클 후반 국면으로의 전환에 대한 확신감과 인플레이션(및 금리)에 대한 포커스가 더 커지고 있음이 확인되고 있다. 경기모멘텀은 글로벌 수준에서 여전히 둔화되고 있지만, 잠정적인 안정화의 징후도 나타나고 있다.
- 이러한 상황은 적절한 성장성을 가지면서 인플레이션 레짐에 탄력적인 자산종목에 대해 유의적인 틸팅을 가지면서 주식에 신중한 견지가 필요한 것으로 해석된다. 우크라이나 전쟁에서 비롯된 유럽 경제에 대한 단기적인 불확실성으로 인해, 주식에 대해서는 헤지를 제공하는 글로벌 가치주, 퀄리티 요인, 헤지를 제공하는 연계채권과 더불어 인플레이션에 탄력적인 부문으로 더욱 치우쳐지게 되었다. 기본 금속이 선호되는 원자재이다.

Inflation Phazer 현황

인플레이션 상황이 2022년 1분기 동안에 악화되었다. 우크라이나 분쟁 시작 전까지는 물가 압박은 1분기 말까지 고점이 나타났으며, 유가(WTI)는 연말까지 \$65-75/bbl 범위로 정상화되고, 공급 병목현상으로 인한 압박이 2022년 하반기에 부분적으로 완화에 따라 상품의 가격이 완화될 것으로 예상되었다.

이러한 이전 예상과는 달리, 1분기에는 몇 가지의 다른 요인들이 물가에 추가적인 스트레스를 부과했으며, 아직도 진행 중인 팬데믹 관련 공급계약과 병목현상 악화시키고, 인플레이션 보고 수치와 새로운 물가 최고치를 경신할 것이라는 예상을 자극했다. 이에 영향을 끼친 주요한 사건은 분명히 우크라이나 분쟁의 시작이며, 이는 공급부족 사태를, 특히 식량 부문(우크라이나는 밀과 식용유의 최대 수출국 중의 하나임)에서 다시 발생시키고, 지정학적 리스크의 고조와 러시아에 대한 제재로 인해 유가와 천연가스 가격의 급격한 반등을 유발했다. 추가적으로, 중국에서 코로나 감염자 수의 급증과 제한조치의 재개는 상황을 더욱 악화시켰으며, 이는 이전에 공급부족 지표가 개선되는 조짐이 현실화된 상황이 지속될 가능성이 잠정적으로 낮아진다는 점을

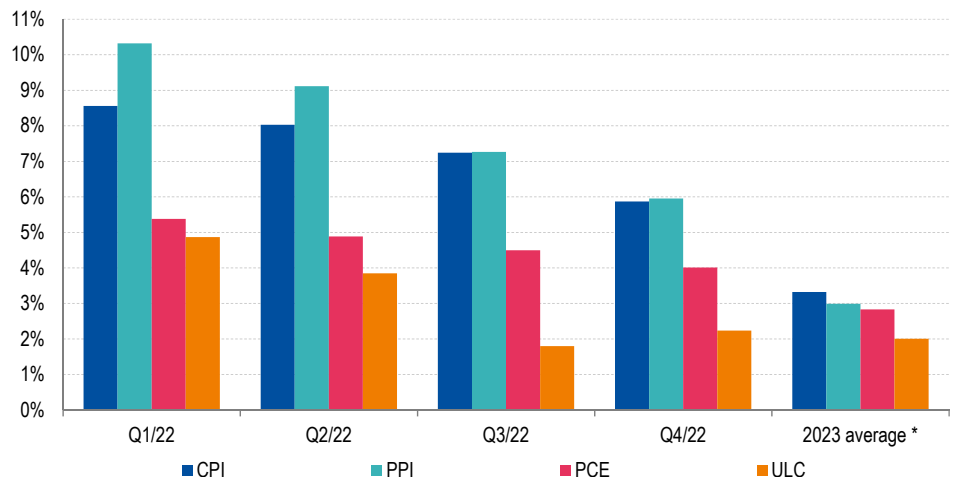
시사하고 있다.

향후 12~18개월에 대해 예측해 보면, 이후 인플레이션 경로를 평가함에 있어서 원자재 가격의 변화가 핵심적 요인이 될 것이다. 우리는 유가(WTI)가 2022년 2분기의 나머지 기간 동안에는 현재 정도의 수준(\$110/bbl)에, 그 이후에 점차 안정화되면서 2023년 1분기에 \$75/bbl로 수렴할 것으로 예상된다. 전반적으로, 에너지 가격은 현 수준을 유지할 가능성이 크며, 적어도 우크라이나 분쟁이 종식될 때까지는 그러할 것이다. 미국의 경우에는 광범위한 인플레이션 압박이 2022년 2분기초에 고점을 치고, 원자재 가격의 온건한 조정, 마이너스의 기저효과, 경제활동의 약세(연준의 통화정책 정상화가 이와 관련하여 핵심적인 역할을 할 것으로 보임)로 인해 그 이후의 분기들 동안에는 점진적으로 완화될 것으로 예상된다. 하지만, 인플레이션 지수가 안정화되는 평균적 수준은 이전에 예상했던 것보다 팬데믹 이전에 정상으로 간주되었던 수준보다도 높을 것이다. 보다 구체적으로 살펴보면, 여전히 높은 인플레이션 예측은 소비자물가지수(CPI)로 자연스럽게 전가될 것으로 예상되는 지속적으로 강력한 생산자물가지수(PPI) 역동성의 부산물이다.

Amundi의 2022년 미국 인플레이션 예측:

- 헤드라인 CPI는 2분기에 평균 약 8%가 계속되었지만, 고점에서 하락하는 패턴을 보일 것임.
- 생산자물가지수(PPI): 파이프라인 압력의 효과(역주: 생산망에서 개별 부문에서 발생하는 충격이 개별 부문에

1/ Amundi 미국 인플레이션 예측, 전년동기대비 분기별



* 2023 is the average of YoY quarterly projections.
Source: Amundi Institute. Data as of April 2022.

이번 달의 토픽

2022년 2분기까지 확장되는 현재의 하이퍼인플레이션적 레짐

국한되지 않고 가격결정 체인을 통해 스며드는 폭포수 효과)가 단기적으로는 높게 유지되고 2022년 하반기에 낮아지기 시작할 것임.

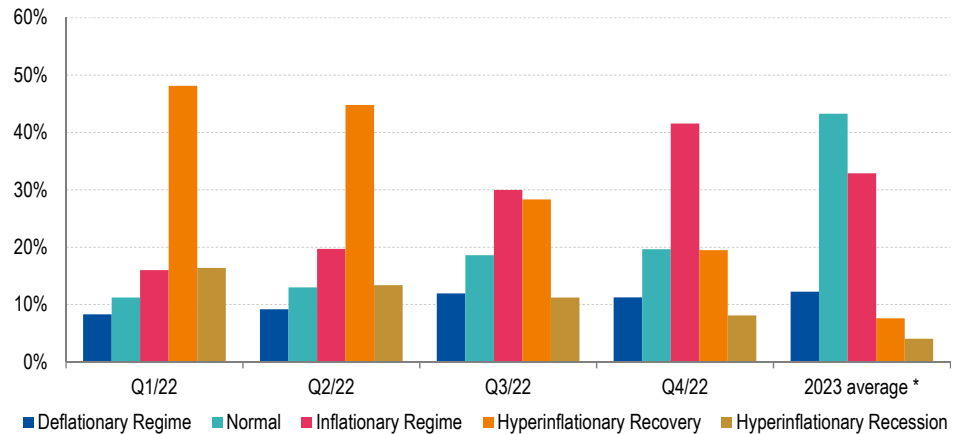
- 코어 인플레이션(근원 개인소비지출물가지수(Core PCE)): 현재의 5.4%에서 연말까지 4%로 전환될 것으로 보임.
- 단위노동비용(ULC)의 추이는 2% 정도로 위기 이전

수준에서 안정화될 것으로 예측되지만, 올해 동안에 그 평균은 경미하게 높을 것임.

2023년에는 미국 물가의 앞서 언급한 수치들은 2-3% 범위(전년동기대비 분기별 기준)에서 안정화될 것이지만, 예외적으로 CPI는 평균적으로 3%를 약간 상회하는 수준으로 하락할 것이다.

미국 주요 물가지수에 대한 인플레이션 예측패턴(위의

2/ Inflation Phazer 분기별 확률 2022-2023



* Probabilities for 2023 are based on average YoY quarterly forecasts.

Source: Amundi Institute. Data as of April 2022.

Inflation Phazer is Amundi's proprietary tool aiming to provide a compass for identifying the inflation regime most likely to materialise over both the short and medium terms, as well as the impact that can be expected on major asset classes. Five inflation regimes are identified using the following price indices as discriminating factors: the US Consumer Price Index (CPI), US Producer Price Index (PPI), US Core PCE (personal consumption expenditure) and US unit labour costs (ULC). Historical data are YoY monthly since 1959.

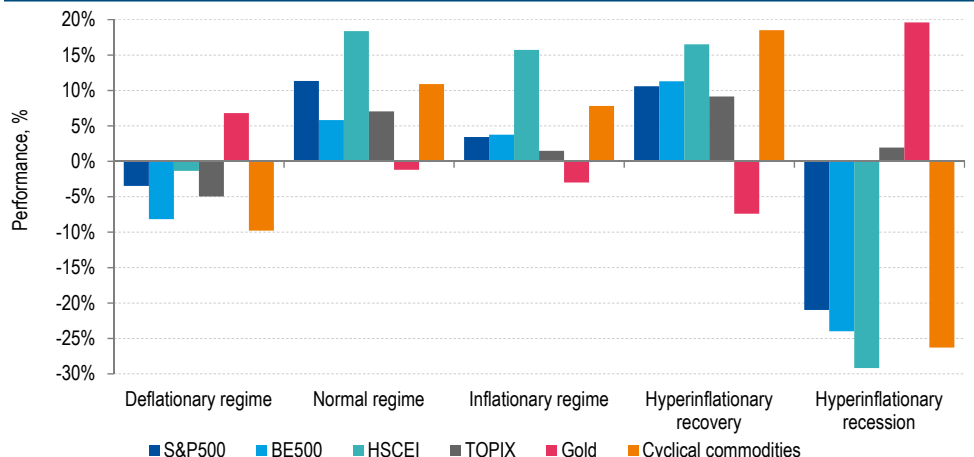
<https://research-center.amundi.com/article/resilient-multi-asset-portfolios-inflationary-regime>

도표 참조)에 기초하여, Amundi의 Inflation Phazer는 예측 지평선에 걸쳐 5개의 관련 인플레이션 레짐 각각에 대해 확률 분포도를 제공하고 있다.

이러한 분석 틀에 따르면, 1분기 (및 실질적으로는 2021년 하반기 이후로 진행 중인) 하이퍼인플레이션적 국면은 우리가 현재 인플레이션 데이터가 고점을 치고 있는 것을 확인하고 있는 2분기로 확장될 것이다. 실제로, 이러한 레짐은 인플레이션을 6~10% 사이의 수준으로 가지는

특성이 있으며, 우리는 현재 CPI와 PPI가 2분기에 이러한 수준으로 안정할 것으로 예측하고 있다. 인플레이션 데이터가 고점을 지난 후에, 이러한 하이퍼인플레이션 레짐은 물가의 전년동기대비 수준이 연말까지 동안에 3~6% 범위에 근접하는 인플레이션적 레짐으로 전환될 것이다. 하지만, 3분기의 하이퍼인플레이션 리스크가 여전히 고조되어 있는 상태(하이퍼인플레이션적 레짐은 인플레이션적 레짐보다 그 발생할 가능성이 단지 3%만

3/ Amundi 미국 인플레이션 예측, 전년동기대비 분기별



Source: Amundi Institute. Data as of April 2022. Equity performance is in price-index and local-currency terms. For the HSCEI index, returns under the Hyperinflationary recovery and the Hyperinflationary recession scenarios are based on simulations run by Amundi Research on the broader EM equity index.

이번 달의 토픽

경기회복 국면에서 경기사이클 후반 국면으로 전환되는 2022년 2분기

낮음)라는 사실에 유념해야 할 것이다. 2023년 동안의 2~3% 대역으로 인플레이션 지수의 안정화(CPI는 예외)는 **정상**이라고 불리는 보다 온건한 인플레이션 레짐으로의 추가적인 전환을 뒷받침하게 될 것이다. 인플레이션이 보다 균형 있고 지속가능한 수준으로 돌아갈 것이라는 이러한 예상에도 불구하고, 2023년에 인플레이션적 레짐은 현실화할 가능성이 여전히 매우 높기 때문에 (인플레이션적 레짐 확률 33% vs 정상 레짐 확률 43%), 자산배분 결정을 할 때에 이러한 상황이 반드시 고려되어야 할 것이다.

투자 중요 함의 측면에서, 2021년 하반기 이후의 반복된 일련의 인플레이션 상승 서프라이즈와 잠재적으로 새로운 지정학적 질서로 이어질 수 있는 우크라이나 분쟁으로 인한 글로벌 공급망에 대해 다시 부상한 위협은 (하이퍼인플레이션적 경기회복 체제에서처럼) 여전히 침체된 경제 성장의 환경에서도 물가 압박의 레짐에서 혜택을 받는 경향이 있는 초점을 맞춘 자산배분에 대한 근거를 강화시켜 주고 있다.

중기적 경기사이클 현황

원자재 가격과 기대인플레이션을 견인하고 있는 지정학적 사건들이 글로벌 및 지역적 성장전망의 악화에도 기여하고 있다. Amundi는 전세계 평균 GDP에 대한 예측을 하향 수정(2022년 및 2023년 모두 3.2% vs 이전 예측치 각각 4% 및 3.4%)했으며, 글로벌 인플레이션은 더 높아질 것(2022년 6.9% 및 2023년 4% vs 이전 예측치 각각 5.3% 및 3.4%)으로 내다보았다. 이러한 추가적인 물가상승 전망은 향후 12-18개월 동안 물가안정을 회복하고 장기적으로는 기대인플레이션이 고착되지 않도록 하기 위한 노력의 일환으로 **통화정책이 훨씬 긴축적으로 될 것**이라는 기대감을 더욱 부채질하고 있다. **금융조건의 긴축**은 경제활동의 현재 속도를 전반적으로 누그러트리면서 중앙 은행들의 제약적인 건지의 주요한 전달 채널이 될 것이다. 예상되는 매크로 금융전망의 악화는 **Amundi의 Advanced Investment Phazer**의 레짐들 사이

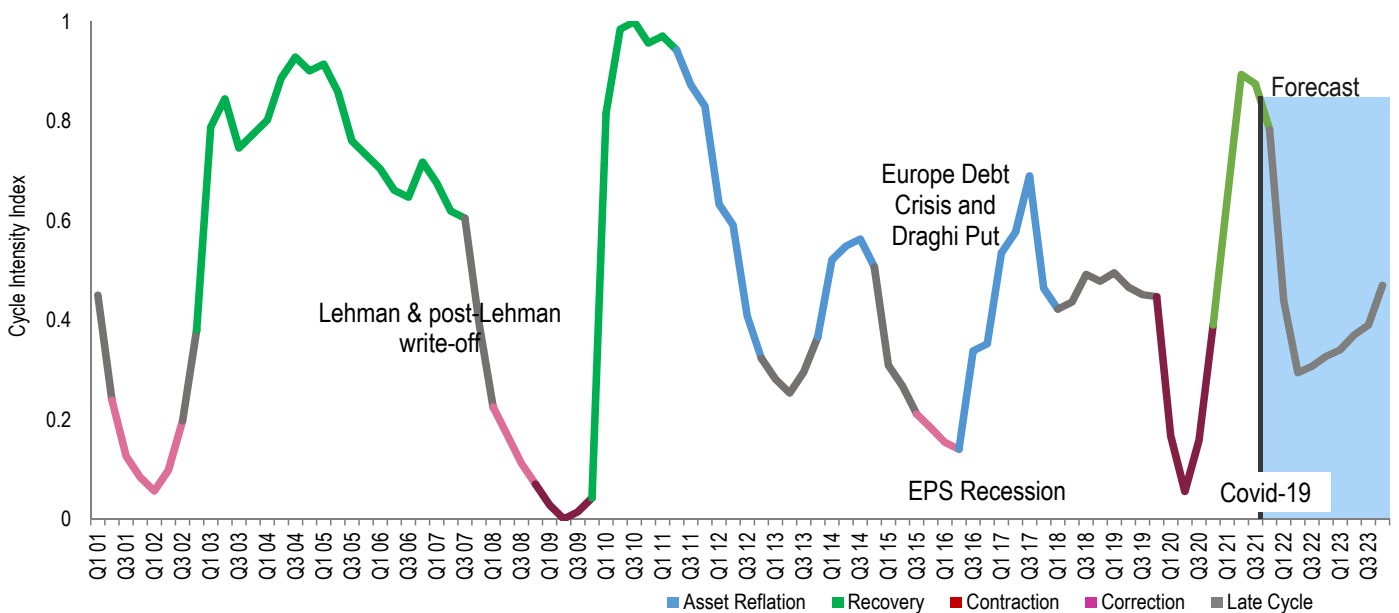
주식 공간의 경우, 타자자는 원자재 가격 상승에서 혜택을 받을 수 있고 우수한 가격결정력을 보유한 부문들(예: 에너지, 소재, 금융)에 대한 익스포저를 증가시키고 금리 상승에 더욱 취약한 부문(기술 및 일반적인 '성장주' 부문)에 반하는 상대적 가치에 플레이하는 것을 고려해 볼 수도 있다. 지역적으로는, 우크라이나 분쟁의 불확실성이 관련하여 신중함을 요구하는 요인임에도 불구하고 유럽 주식은 역사적으로 이러한 환경을 잘 견디는 지역이다.

이와 같은 확연한 수요/공급 불균형의 환경에서, 경기에 민감한 원자재가, 낮은 수준의 재고와 녹색 전환에 따른 미래의 수요 증가를 감안하여 어느 정도의 가격 상승의 가능성이 유지될 것으로 기대되는 기본 금속이 특히 긍정적인 투자 케이스가 될 것이다. 마지막으로, 우리는 인플레이션 연계채권이 고조된 인플레이션의 시나리오에 대한 포트폴리오를 보호하는 데에 있어 여전히 유효한 헤지를 제공할 것이라고 믿고 있다.

확률 분포의 변화에서 가시적으로 나타나고 있다. 2022년 2분기는 이제 2020년 4분기 이후로 진행된 **경기회복 국면**을 넘겨 받아서 **경기사이클 후반 국면**으로 접어들고 이러한 국면이 2023년까지 확장될 것으로 보인다. 이러한 환경에서, 주당순이익(EPS) 성장이 성과로 나타날 여지가 줄어들게 되고, 플러스의 한 자리 대로 떨어질 것으로 예상된다. 자산배분의 측면에서, 경기회복 국면에서 경기사이클 후반 국면으로의 로테이션은 하이베타 시장에서 보다 방어적/퀄리티가 높은 자산으로 재분배가 요구된다.

경기사이클이 더욱 원숙화되고 경제활동이 이전 추이에 다시 수렴하거나 그 이하로 안정화 될 내년에는 **시장조정**이 두 번째로 높은 가능성의 레짐이 되며, 이는 방어적 자산(국채와 금)에 대한 포커스를 증가시키고 더욱 신중한 자산배분이 요구됨을 가리킨다.

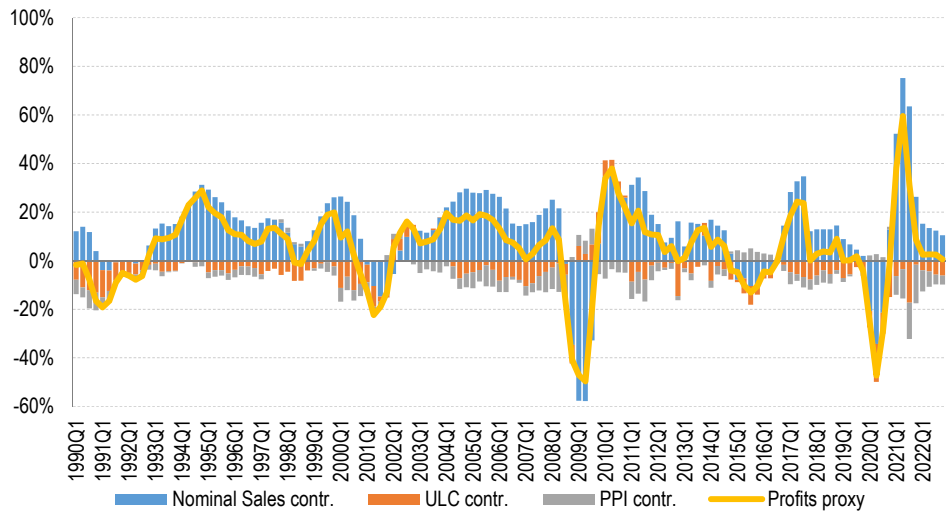
4/ 2021년 이후의 Advanced Investment Phazer 레짐 발생 빈도



Source: Amundi Institute. Data as of February 2022.

이번 달의 토픽

5/ 현재의 생산비용 상승과 공급망 훼손에 취약한 수익마진
매출 및 순익: 전년동기대비 기여도



Source: Amundi Institute, data as of April 2022

멀티플의 확대에 우호적이지 않은 양적긴축(QT) 및 수익성 둔화

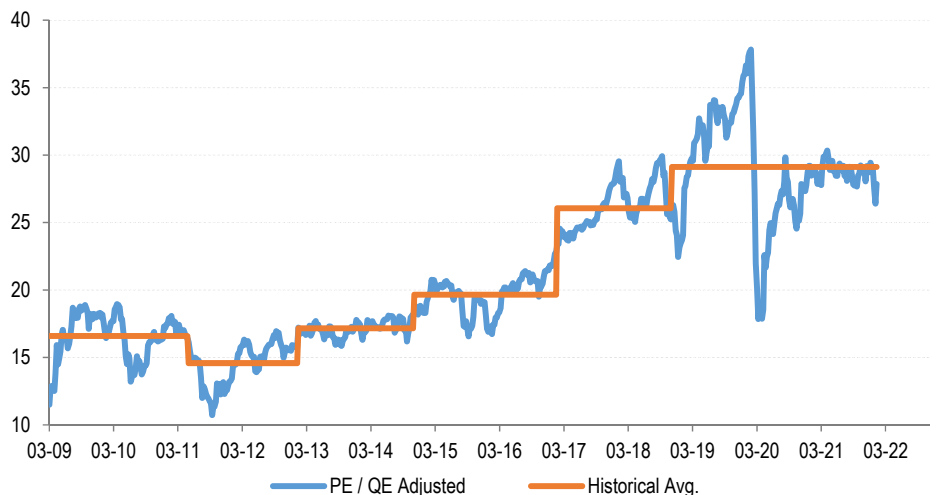
연준의 통화정책과 비전형적인 수단들은 엄청난 양의 유동성을 시장에 쏟아부어 왔으며, 이는 강력한 기업이익의 반등과 경제성장과 함께 2021년의 주식 랠리를 가공할 만한 떠받침을 제공했다. 유동성을 감안한 밸류에이션 메트릭스는 여태까지는 거의 예외 없이 저렴한 대역에 위치해 왔다. 연준은 비둘기파적인 견지를 유지하여 본원통화 증가를 통해 경제를 지원할 것으로 예상되지만, 양적긴축(QT) 프로세스는 시장에 대한 유동성의 추진력을 감소시키는 반면에, EPS 성장의

둔화는 투자자들의 시장안주를 완화시킬 것이다. 그 결과, 비전형적인 통화정책에서 더욱 전형적인 통화정책으로 전환은 시장친화성을 떨어지고 자본지출 지향성이 높아져서 향후 멀티플의 확장은 제한시킬 것이다. 노동비용(임금), 자본비용(금리), 실물비용(원자재)의 상승으로 인해 압박되는 마진이라는 측면에서 기업수익성이 압박을 받게 될 것이다.

2022-04-22 작성 완료

비용 상승으로 인해 압박을 받는
기업수익성

6/ 현재 수준에서 향후에 상승할 가능성이 낮은 멀티플,
심지어는 유동성을 감안한 기준으로도 멀티플 상승의 가능성이 낮은
연준 보유자산 확대를 감안한 S&P 500 PE



Source: Bloomberg, Amundi Institute calculation. Data as of April 2022.

Methodological note: the S&P 500 P/E is the time-weighted average of current and next year P/Es. These PEs are then adjusted (ratio) for a liquidity multiplier: the Fed Total Asset Balance Sheet (rebased to 1 at the beginning of QE in March 2009). The historical average is dynamic and considers historical breaks in reflecting monetary and economic regimes changes.

테마



Claire HUANG,
Senior EM Macro Strategist

낙관적인 1분기 GDP 성장률
수치는 실제의 경제성장률을
과장하고 있을 가능성이 클
것으로 보인다

중국의 수요 충격을 버틸 것: 공포보다는 믿음

상하이와 다른 도시에서 봉쇄조치의 확대적용은 시장 신뢰도를 크게 훼손시켰으며, 이는 지난 달 동안에 중국의 주식 시장을 다시 끌어내렸다. 제로 코로나 정책이 끼친 중국 경제에 대한 손상을 고려하여 우리는 2분기 리세션이 발생하고, 올해 전제 성장률은 중국 정부의 목표수치에 크게 하회하는 수준으로 떨어질 것으로 예상(Amundi 예측 3.5% vs 중국의 공식 목표성장률 5.5%)한다.

하지만, 상하이의 봉쇄사례를 통해서 이러한 수치를 단순히 추정하는 것으로 올바르지 않다. 중국 경제의 1/4에서 1/3이 다양한 수준의 제약조치를 받고 있지만, 4월초 이후로는 상하이 이외에서 경제활동은 회복되기 시작했으며, 이는 정책집행의 조정과 5월/6월의 점진적인 재개방을 예고하고 있다.

더욱 중요한 사실은, 광범위한 완화적 정책에 대한 망설임이 줄어들었다는 점이다. 중국 「중앙재경위원회」는 지난 4월 26일에 종합적인 인프라 건설을 촉구했으며, 이를 통해 시장의 분위기 반등을 위한 토대를 제공했다. 3일 후에는, 중국 「공산당정치국」이 연간 경제성장률 목표수치를 재차 강조하고 플랫폼 경제에 대한 규제 단속의 중단으로 요구함으로써 시장을 안심시켰다.

성장 퍼즐 - 이러한 성장률 예측의 하향 수정을 가격에 얼마나 반영해야 할까?

1분기의 GDP 성장률은 예상보다 견고한 수치인 전년동기대비 4.8%를 기록했으며 강력한 부정적인 기저효과를 잘 견뎠었다. 이러한 수치의 내역을 자세히 살펴보면, 공식 데이터와 대안적 데이터 사이의 통계적 불일치가, 특히 산업 및 주택의 측면에서 증가했음이 드러나고 있다. 우리의 견해로는, 이러한 낙관적인 수치는 실제의 경제성장률을 과장하고 있을 가능성이 클 것으로 보인다.

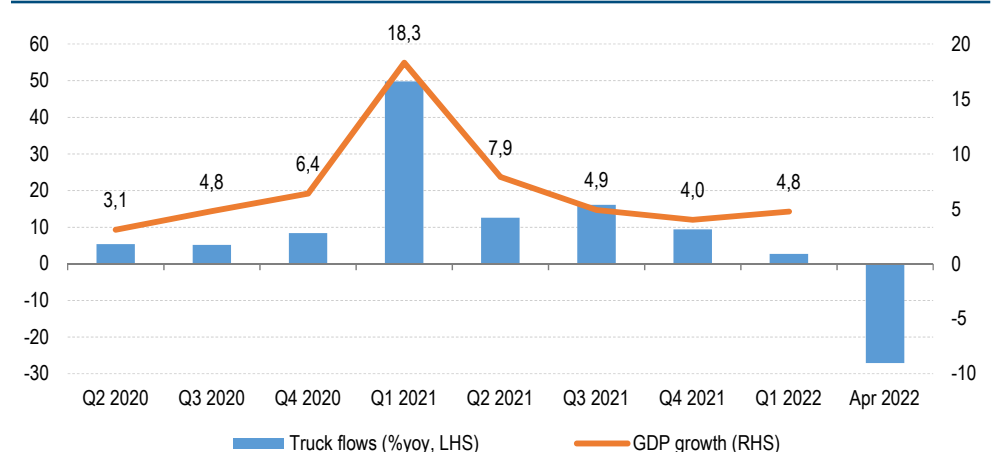
2분기에는 상하이 봉쇄조치의 연장과 다른 지역으로의 제약조치의 확대는 중국에 일시적인 리세션을 가져올 것이다. 이는 구체적인 관련 증거로도 제시되고 있다. 중국의 전국 화물량(중국의 경제성장을 면밀하게 추적하는 지표)은 4월에 전년동기대비 27% 하락했다(도표 1 참조). 상하이와 질린은 제로 코로나 정책의 경제적 비용이 높음을 나타냈으며, 도시에서는 비 오미크론 발생 시보다는 오미크론 발생 시에 이동성을 더욱 제한해야 하기 때문에 더 많은 전염성 변종이 확산함에 따라 경제적 비용은 더 높아질 것이다.

화물차 유동량 데이터를 활용하여 경제학자들(Chen

et al., 2022)은 상하이, 베이징, 선진에서 1개월 동안의 전면적인 봉쇄조치는 중국 총 GDP를 각각 4%, 3.6%, 2.8% 감소시킬 것으로 추산하고 있다. 현재까지 상하이의 전면적 봉쇄조치는 5월초를 기준으로 1개월을 초과했으며, 중국 교통운수부는 노동절 황금주 동안에 전국 교통량이 전년동기대비 60% 감소를 예상하고 있다. 봉쇄 경제(예: 의료장비 생산 및 온라인 쇼핑)가 다시 번창할 수 있지만, 5월과 6월에서야 조심스럽게 경제가 재개되는 경우를 가정하면 2분기에는 리세션이 불가피하다(예측 세부내역은 도표 2 참조).

하지만, 우리는 우리의 예측에서 업사이드 서프라이즈를 배제할 수 없다. 대표적으로 통계적 평활화(statistical smoothing)는 다음 분기를 공식적 수치를 근접하도록 이끌게 된다. 4월 마지막 주만 해도 중국인민은행 관계자는 2분기의 경제성장률을 5% 이상을 확보를 요구하면서 연간 경제성장률 목표 달성의 중요성을 언급했다. 또 다른 의미에서 업사이드 서프라이즈의 원천은 우리의 예측 범위를 넘어서서 1년 전체로는 10%를 넘어설 수 있는 인프라 투자이다.

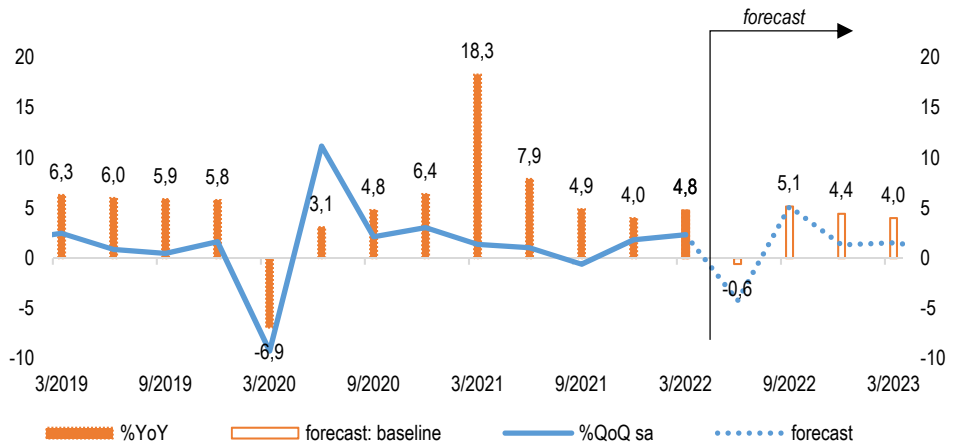
1/ 중국의 화물차 유동량과 GDP 성장률



Source: Wind, Amundi Institute, data as of 29 April 2022

테마

2/ 중국 GDP 성장률 예측



Source: CEIC, Amundi Institute, data as of 29 April 2022

코로나 퍼즐 - 제로 코로나 정책은 얼마나 오래 동안 지속될 것인가?

제로 코로나 정책은 여전히 우리의 성장전망에 변화를 일으킬 수 있는 주요한 촉매제이며, 이 정책의 잘못된 실행은 다른 경기부양의 노력을 좌절시킬 수도 있다. 중국 「공산당정치국」은 지난 4월 회의에서 역동적인 제로 코로나 접근방식을 고수한다는 의지를 천명했다. 2분기의 17개 지방의 지방지도부 개편과 11월의 「공산당정치국/위원회」 선거 등과 같은 바쁜 정치일정을 앞두고 중국 관료들이 올해 전체 동안에 코로나 제로 정책을 고수할 것으로 예상된다.

하지만, 상하이의 충격을 다른 도시에서 단순하게 적용하여 추정하는 것은 올바르지 않다. 코로나 제로 정책의 실행 수준에서는 물류의 수요를 수용하기 위한 조정이 진행 중이며, 여기에는 예를 들면 트럭 운전자들이 건강 통행증의 발급의 신청절차가 포함되어 있다. 그 결과, 상하이 이외의 지역 및 국가 수준에서 경제활동이 꾸준히 회복되고 있으며, 이는 5월/6월 및 3분기에 경기회복의 길을 열어주게 될 것이다.

정책 퍼즐 - 정책입안자들은 정책을 제대로 이행할까?

시장은 정책약속의 후속시행이 미미함에 실망해 왔으며, 특히 통화완화 정책에서 더욱 그러하다. 실제로, 중국인민은행은 4월에 정책금리를 4개월 연속으로 변경하지 않고 동결하고 지급준비율(RRR)은 기대보다 적게 인하하여 다시 한번 실망감을 주었다. 그럼에도 불구하고, 은행간 시장의 유동성 조건은 프론트엔드 금리의 급락을 동반하면서 추가적으로 완화되었다. 반면에, 중국인민은행은 유동성 전달 채널에 중점을 두고, 이를 통해 은행이 대출을 연장하고 여신 요건을 완화시키도록 유도하고 있다. 성장에 대한 하방 압박이

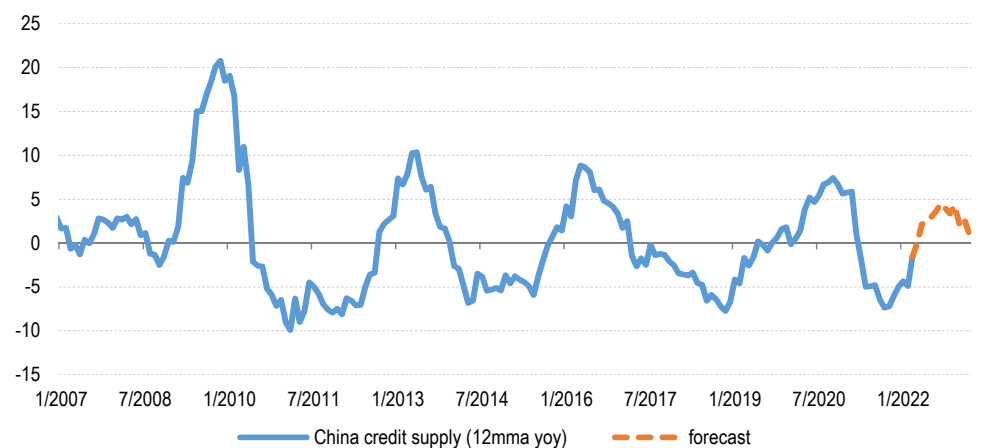
증가함에 따라 추가적인 금리인하의 필요성이 부각될 것이며, 우리는 향후 수개월 내에 또 다른 10bps 금리인하가 있을 것으로 예상된다

중국인민은행은 전형적인 통화완화 속도에서는 뒷북을 치고 있지만, 중국인민은행의 창규제는 효과를 내고 있는 것으로 보인다. 신용은 그 증가세는 3월에 되살아나면서 잃었던 기반을 되찾았다. 우리는 신용자극지수(credit impulse)가 4월에 플러스가 되고 9월까지 계속 상승할 것으로 예상된다(도표 3 참조).

반면에 재정부양책은 세금 및 수수료 인하의 형태로

우리는 신용자극지수가 4월에 플러스가 되고 9월까지 계속 상승할 것으로 예상된다

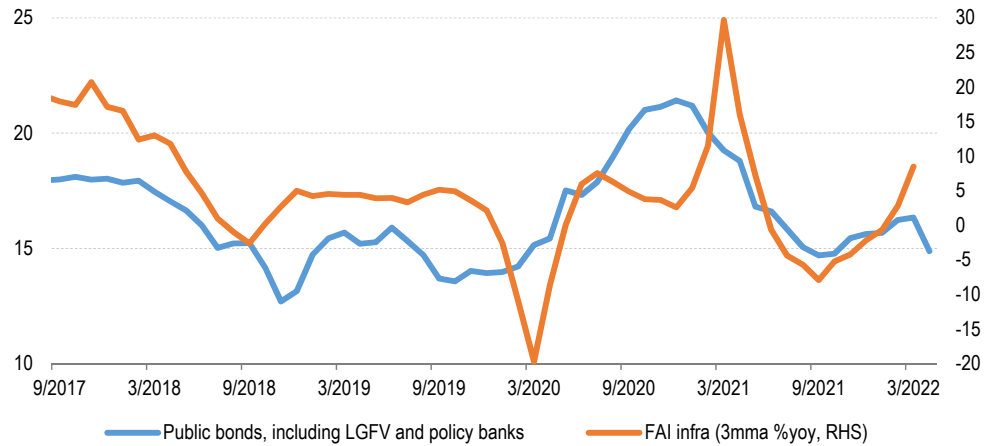
3/ 중국의 신용자극지수(credit impulse)



Source: CEIC, Amundi Institute, data as of 29 April 2022

테마

4/ 공공부채 증가 및 인프라 투자



Source: CEIC, Amundi Institute, data as of 29 April 2022

「공산당정치국」 4월 회의 이후에, 보다 신속한 정책지원의 후속시행이 이루어질 가능성이 크다

더 많이 이루어지고 있으며, 이것이 아마도 시장과 정책입안자들 사이의 기대감 차이를 설명해 주고 있다. 이와 더불어, 공공부채의 증가세가 가속화됨에 따라 인프라 지출도 강화될 가능성이 높다. 인프라 투자증가율은 2022년은 현재 5-10%에서 더 높은 범위로 향하고 있으며, 이러한 수치는 우리의 이전 예측인 0-5%와는 비교된다. 이러한 인프라 투자증가세는 인프라 프로젝트의 타당성 요건의 완화와 공채 발행에 의해 뒷받침된다. 만약 소비자에 대한 현금/보조금 지원이 있다면, 우리의 예측에 긍정적인 서프라이즈가 될 것이다.

중국 「공산당정치국」 4월 회의 이후에, 보다 신속한 정책지원의 후속시행이 이루어질 가능성이 크다. 이러한 지원은 주요 시장의 우려를 직접적으로 해결하지만 코로나 제약조치로 인한 피해를 상쇄하기에 충분하지 않을 것이다. 하지만, 중국에서는 성장의 하방 징후가 가시적으로 나타나고 있기 때문에, 우리는 정책이 긴축화가 아니라 경기회복의 분위기를 떠받치는 완화적인 방향으로만 될 것이라고 믿고 있다.

2022-04-29 작성 완료

중심 시나리오 및 대안 시나리오 (12~18개월 기간)

월별 현황

우리는 중심 시나리오 및 대안 시나리오의 기존 내러티브와 확률을 유지하고, 지난 달과 비교하여 변경하지 않았다. 우크라이나 전쟁은 경제 및 금융시장에 유의한 함의를 가지는 여러 가지의 방향으로 진화(「우크라이나 위기의 트리구조」 참조)할 수 있다. 중국에서 코로나19의 새로운 확산은 단기적으로 또 다른 불확실성의 원인이다.

다운사이드 시나리오 30%	중심 시나리오 60%	업사이드 시나리오 10%
스태그플레이션으로 향하는 경기하락 재개	험난한 노정, 지역별 분화	포용적이고 지속가능한 성장
분석	분석	분석
<ul style="list-style-type: none"> 장기적으로 지속되는 우크라이나 전쟁은 신뢰도와 경제활동에 악영향을 주고 있음. 공급망에 혼란을 야기하면서 원자재와 에너지 가격을 더욱 오랫동안 끌어올릴 것임. 코로나19 오미크론 대유행이 전세계에서 이동성 제약의 재개와 공급 병목현상으로 이어짐. 이러한 두 가지의 유발요인 모두는 경기 둔화로 이어지는 반면에, 인플레이션 상승되고 관리되지 못하는 상태를 유지함. 경제를 떠받치기 위해 통화적 및 재정적 완화조치가 재개되고 있으며, 이로 인해 금융역압이 추가적으로 강화될 가능성이 있음. 성장 둔화가 동반된 인플레이션으로 인해 중앙은행, 특히 유럽중앙은행이 자신의 가이드선에서 이탈해야만 하고, 이에 따라 신뢰성을 상실함. 기후 변화에 대처하기 위해서 고안된 정책과 투자가 연기되고 및/또는 국가별 관련 정책이 무질서하게 시행됨. 	<ul style="list-style-type: none"> 우크라이나 전쟁이 신뢰도에 타격을 주어 원자재와 에너지 가격을 높게 끌어올리지만, 이는 단지 일시적임. 코로나19는 간헐적인 대유행을 동반하는 풍토병이 됨. 글로벌 경제활동이 이전 대유행보다는 잘 유지되었지만, 공급망 병목현상은 2022년말까지 지속됨. 글로벌 경제성장률은 2022년에 점진적으로 낮아지는 추이를 보임. 하방 리스크에 노출되어 시작되는 2023년. 중국의 2분기 GDP 역성장(봉쇄조치)으로 인해 2022년 전반기의 소프트패치와 유로통화권 경제성장률의 추가적인 약세(우크라이나 전쟁) 에너지와 원자재의 높은 가격, 공급측면의 병목현상, 임금 상승의 압력으로 인한 2022년 전체 동안의 지속적인 인플레이션 압박, 2023년에 이러한 압박이 완화됨. 인플레이션은 심리적이면서 정치적인 사안임. 통화정책의 무동조화: 테이퍼링에서 양적완화로 빠르게 전환하고 급격한 금리인상 사이클의 연준, 소프트한 금리인상 사이클이 예상되는 영국중앙은행, 2022년 양적완화를 재조정하고 및 금리를 인상할 가능성이 높은 유럽중앙은행, 완화적 바이어스를 가지고 있는 중국인민은행. 금리는 상승세로 움직이겠지만, 장기적으로는 낮게 유지됨. 재정정책: 일부 지원책의 종료되지만, 에너지 전환에 대해서는 공적인 자금지원과 가계에 미치는 영향을 완화하기 위해 보조금이 필요함. 기후변화가 경제성장을 잠식하고 원자재와 에너지 가격을 상승시켜서, 스태그플레이션 추이를 가중시킴. 	<ul style="list-style-type: none"> 우크라이나 전쟁이 에너지 및 원자재 시장에 제한적인 혼란만 주면서 빠르게 종식됨. 바이러스 변이에도 불구하고 예상보다 빠르게 풍토병(엔데믹)이 찾아옴. 잉여적인 저축과 임금 상승이 소비를 촉진시켜 기업 마진의 잠식을 상쇄함. 디지털 전환 및 에너지 전환과 구조적 개혁을 통한 생산성 향상. 관리가 유지되는 인플레이션. 투자 강세와 저축 감소에 의한 금리 상승. 중앙은행 통화정책 정상화가 시장에 의해 잘 수용됨. 강력한 경제성장과 재정규율로의 점진적인 전환을 통해 지속 가능한 부채 유지. 포용적 성장 및 효과적인 불평등 해소. 잠재적 유발요인에는 우크라이나 전쟁의 종료, 구조개혁, 효과적인 치료제와 백신접종 프로그램, 분권화를 통한 포용적 금융을 포함함.
시장 함의	시장 함의	시장 함의
<ul style="list-style-type: none"> - 현금, USD 및 미국 재무성증권 선호할 것 - 최소 변동성 전략에 플레이할 것 - 금 - 원자재 및 에너지 	<ul style="list-style-type: none"> - 리스크 감안의 실질수익성의 하락이 예상됨 - 미국 재무성증권 및 유로통화권과 신흥국의 수익률곡선의 제한적인 스티프닝 - 금, 연계채권, 주식을 통한 인플레이션 헤지 - 신흥국(EM): 단기적으로 신중한 포지션, 장기적인 실질수익 및 성장 스토리는 영향을 받지 않음 	<ul style="list-style-type: none"> - 미국 재무성증권 곡선의 베어 스티프닝 - 경기민감주와 가치주 익스포저로 위험자산에 대한 선호할 것 - 인플레이션 헤지로서 물가연동채권 및 주식에 대한 선호

지정학적 사안 코로나19 관련 토픽
 기대성장률과 기대인플레이션
 통화정책 및 재정정책

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

경제레짐 또는 금융레짐
 사회적 또는 기후관련 토픽

상위 리스크

월별 현황

우리는 우크라이나 전쟁과 그 경제적 및 금융적 리스크에 대한 잠재적 함의를 고려하여 경제적 및 지정학적 리스크의 확률을 기존의 30%를 고수한다. 우리는 코로나19 관련 리스크(중국의 봉쇄조치 포함)를 경제적 리스크의 일부분으로 간주한다.

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

경제적 리스크 30%

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

금융적 리스크 20%

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

정치적/지정학적 리스크 30%

- **우크라이나 전쟁***
 - 러시아 군사적 성공으로 이어지는 단기적인 해결: 시장이 새로운 레드라인을 넘을 수도 있다는 예상을 가격에 반영하기 시작함에 따라 시장 불안정성이 유지됨
 - 높은 강도의 분쟁 및 서구와 잠재적 군사적 대결의 확산으로 이어지는 군사적 대처의 장기화
- 러시아와의 관계 설정에 대한 의견불일치를 가져오는 **유럽연합의 정치적 파편화** 또는 포퓰리스트 세력의 확대
- 대만 침공을 잠정적으로 차단하기 위해서 **중국에 강경노선을 취하는 미국**. 남중국해나 대만 해협에서의 우발적 충돌의 리스크
- **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
- 이란이나 북한의 **핵무기 개발**에 따른 우려 및 제재의 재부상
- 에너지 전환에서 **미국 및 중국의 신뢰성 상실** 및 「파리 조약」
- 물부족 및 이주민 이동 등으로 견인된 갈등 리스크를 상승시키는 **지구 온난화**
- 보안, 에너지 및 의료보건 서비스의 IT 시스템을 중단시키는 **사이버 공격 또는 데이터 유출**

* 자세한 내용은 17페이지의 “우크라이나 위기 트리구조”를 참조할 것

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

+ CHF, JPY, 금, CDS, 옵션, Min Vol

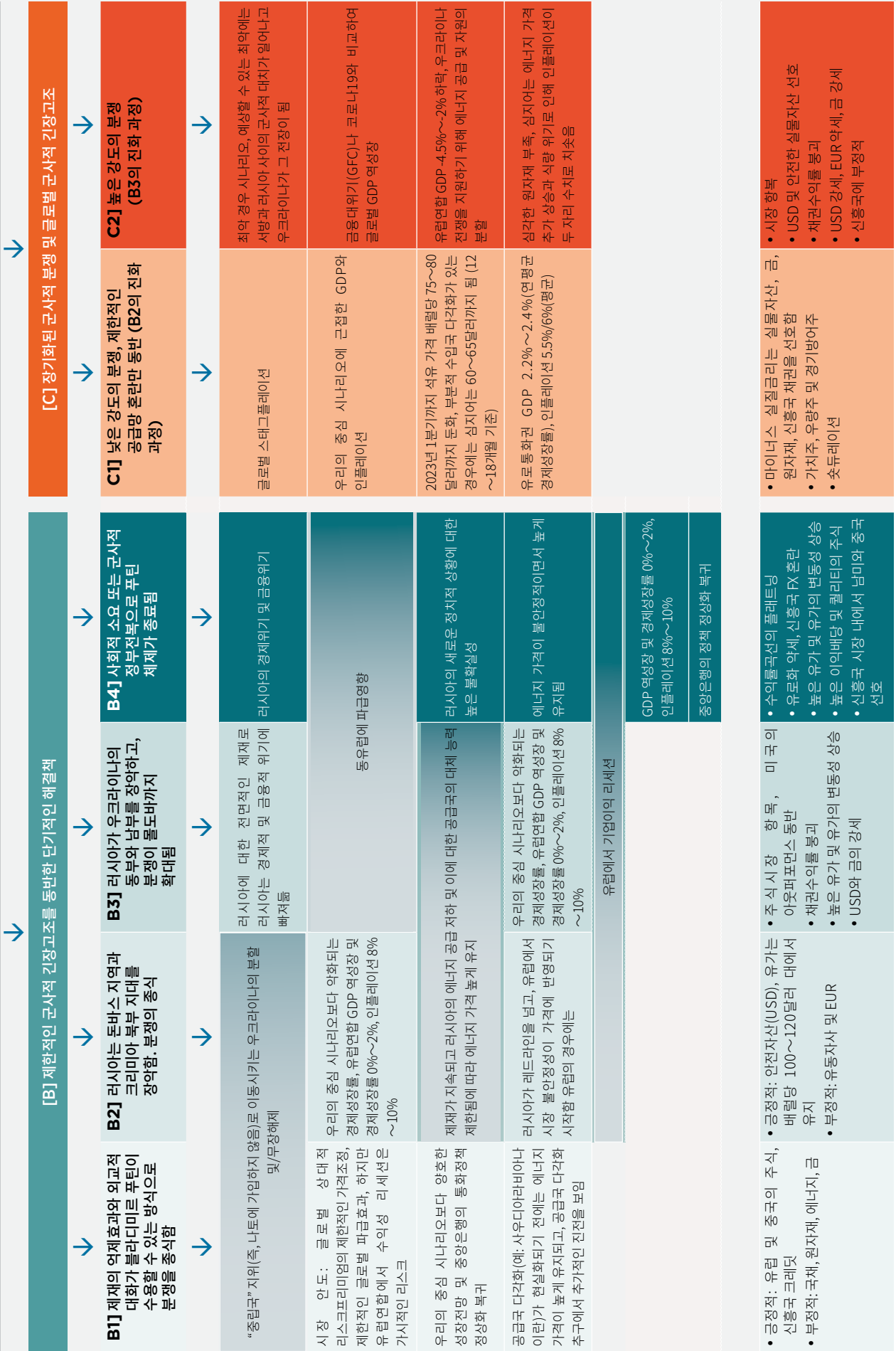
+ 선진국 국채, 현금, 금, USD, 변동성, 방어적 포지션, 석유

- 위험자산, AUD CAD 또는 NZD, EM 현지통화 CCY

- 석유, 위험자산, 프런티어 시장, 신흥국

- 크레딧 및 주식, 신흥국 채권지수

[A] 러시아가 우크라이나를 국지적 침공을 감행했지만, 우크라이나의 거세 저항과 전례가 없는 경제 제재에 당면함. 러시아는 돈바스 지역에 군사적전을 집중함. 고위급 회담이 시작되었지만, 합의에 이르러지지 못함 - 러시아 해무기 운영 부대에 특별 경제 태세의 명령이 내려짐



출처: Amundi Institute

CROSS ASSET 디스패치: 시장 변곡점 감지하기

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

경제적 배경

- 우크라이나 전쟁의 장기화, 러시아의 새로운 제재 정교화, 공급망 훼손 재개의 현실화, 중국의 제로 코로나 정책에 의한 새로운 봉쇄정책의 시행이 이루어짐에 따라 성장과 인플레이션 측면에서 거시경제적 불확실성이 점차 상승하고 있다.
- 인플레이션은 에너지, 식량, 원자재의 가격 상승으로 인해 최소한 향후 수개월은 여전히 더 높아질 것으로 예상되는 반면에 성장은 수요와 공급의 측면 모두에서 부정적인 영향을 받으면서, 인플레이션과 성장에 대한 예측은 서로 다른 반대의 방향으로 분화되었다. 스태그플레이션 모멘텀은 특히 유통회권에서 확연하게 나타나고 있다.
- 하드 데이터에서는 아직까지는 전쟁의 여파를 보여주고 있지는 않지만, 신뢰도 데이터는 성장 전망에 대한 실질적인 하방 리스크가 부각되면서 악화되기 시작했다.

펀더멘탈 및 밸류에이션

- 양적긴축(QT) 발표는 밸류에이션과 멀티플에 영향을 줄 가능성이 크며, 예상보다 더욱 경제가 둔화되는 경우 가격재조정이 동반될 가능성이 있다.
- 인플레이션은 멀티플 확대에서 또 다른 약재이지만, 적어도 유럽에서는 원자재 부족의 잠재적 가능성을 고려하면 여전히 매우 낙관적이다.
- 무엇보다도, 밸류에이션과 현재 수준은 펀더멘탈 또는 예상보다 높은 금리에서 잠재적인 부정적 서프라이즈에 취약하다. 지금까지는 이번 분기의 기업실적 발표시즌은 미국에서는 잘 나오고 있으며, 이는 시장에 약간의 기반을 제공하고 있다.

중립적 + 자산배분

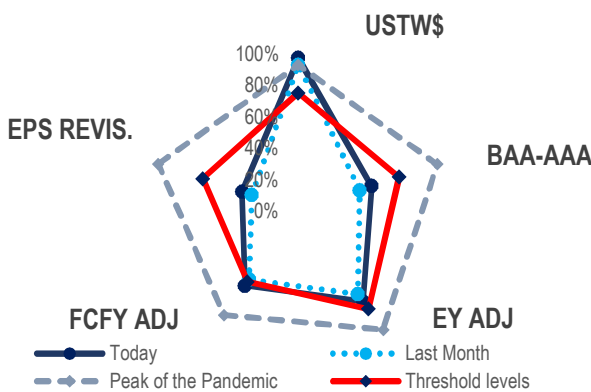
기술적 요인

- 지난 달과 비교하여 위험자산에 대한 기술적 신호에는 변화가 나타나지 않았다.
- 글로벌 경기하방의 예상에도 불구하고, 리스크에 대한 명확한 선포지선을 필요로 하기에는 추세적인 신호는 여전히 부족하다. 오늘날 우리가 당면한 문제는 역투자의 신호가 과잉매도 수준(지속가능한 반등에 대한 신뢰감을 방지하는 수준)에는 여전히 전혀 도달하지 않은 상태(즉 대부분의 주식 지수가 올해 시작의 수준에 대비하여 완전히 마이너스 상태는 아님)라는 점이다.
- 현재의 시장 환경은 시장전위 기회를 계속 빠르게 흡수하고 있으며, 이는 리스크-예산의 결정을 견인하는 기술적 신호의 강력한 여지를 남겨두고 있지는 않다.

시장분위기

- 시장분위기라는 관점에서, 대부분의 서베이 기반의 지표는 글로벌 현황에 과도한 비관론을 발산하고 있는 반면에, 시장분위기 매트릭스는 리스크 익스포저의 현저한 축소를 견인하지는 하지 못하고 있다.
- 현 시점을 기준으로 리스크 분위기 지표는 중립에 근접해 있지만, 대부분의 트레이딩 세션 동안에는 경고 수준을 넘나들고 있다. 글로벌적으로 경험되었던 금리 인상에도 불구하고 금융조건은 4월에 예상보다 큰 탄력성을 보여주고 있다.
- CAST는 리스크 스펙트럼의 최근 반등이 악화될 지의 여부에서, 또는 매수할 시점을 결정할 때, 펀더멘탈의 탄력성이 얼마나 핵심이 되는 지에 대해서 계속 신호를 내고 있다. USD의 강력한 반등세와 EPS 전망조정 하락은 탄력적인 크레딧 리스크프리미엄에 의해 여전히 균형을 이루고 있다. (Moody의 Baa-Aaa 스프레드는 여전히 우리의 추산된 경고 수준 미만에 존재함)

여전히 부양적인 Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST)



최근의 데이터가 리스크오프 확률이 20% 이상을 나타내에도 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 우리의 경고 임계점(즉, 100bps)를 뛰어넘지 못했다. 하지만, USD는 리스크가 현저하기 요구되는 측면이며, 이것의 나머지 측면으로 파급영향이 상황을 복잡하게 만들 수 있다는 것이 우리의 견해이다.

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

글로벌 리서치 클립

1 하향 수정된 글로벌 경제성장률 - 상향 수정된 인플레이션

- 인플레이션에 대응하기 위한 향후 통화정책의 긴축화: 연말까지 미국 연방기금금리 2.50%, 향후 수분기 동안에 심각한 리세션 리스크를 바탕으로 유럽중앙은행의 마이너스 수신금리에서 탈출.
- 우크라이나 전쟁으로 추가적으로 악화된 (에너지, 산업용 금속, 식량의) 원자재 가격의 장기간 상승의 글로벌 인플레이션과 성장에 대한 심각한 영향: 1) 소비에 대한 부정적인 영향 (실질처분가능소득의 하락으로 인한), 2) 생산을 제한시키는 투입가격의 상승.
- 12개월 목표수익률 상향 수정: 미국국채 10년물 2.90/3.10% (이전 목표수익률 2.50/2.70%) 및 독일국채 10년물 0.80/1% (이전 목표수익률 0.40/0.60%).

투자 중요 합의

- 리스크 익스포저 축소, 주식에 대해 경미한 투자비중축소.
- 크레딧에서 국채 및 현금으로 채권(fixed income)의 재조정
- 연계채권과 원자재를 통한 인플레이션에 대한 포커스의 관리

2 유로화에 대한 추가적인 하방 압박

- EUR/USD 목표가격 1.02으로 하향 수정 (이전 목표가격 1.09)
- 우크라이나 전쟁 및 이와 관련하여 러시아로부터 에너지 독립 추진(여기에서 독일과 이탈리아가 가장 커다란 도전을 받게 됨)이 유발하는 원자재 가격 상승의 충격으로 인해 유로통화권의 2022년 경제적 배경은 더욱 어두워졌다.
- PPP와 CPI 사이의 격차로 유발된 생산성 상실에 의한 유로화의 구매력기준(PPP) 가치가 조정될 때에 FX의 밸류에이션이 급격히 악화되었다.

투자 중요 합의

- 우리는 2022년의 유로통화권 경제와 유럽중앙은행의 매파적 견지에 대한 컨센서스 기대감이 너무 낙관적이라고 파악하고 있기 때문에, 향후 6개월 EUR/USD에 숏포지션을 취한다.

3 원자재, 기존의 건설적 견해 고수함

- 원자재 가격을 역사적으로 견인했던 모든 요인들이 현재 가격을 떠받치고 있다.
 - **경기사이클 및 펀더멘탈 요인:** 펀더멘탈이 견인하고 있는 경기회복(경제활동, 인프라, 경기사이클적 수요의 증가) 덕분에 글로벌 경제성장률과의 저평가의 간극이 이제 줄어들었다.
 - **지정학적 요인:** 천연가스의 공급부족 이슈를 생성하고 곡물(러시아와 우크라이나가 글로벌 밀 수출의 30%를 차지함)에서 철강에 이르는 광범위한 원자재 부족을 야기하는 우크라이나 전쟁으로 인해서 가장 핵심적 요인으로 부각되었다.
 - **구조적 요인:** 그린 전환과 주요 기본 금속에서 잠재적으로 장기적 수요-공급 불일치는 우리의 건설적인 견해의 버팀목이 되고 있다. 재고는 여전히 사상 최저의 수준이기 때문에, 원자재 밸류에이션은 경제성장률에 의해 조정되고 있고 재고는 절대적 및 상대적 측면에서 저렴해 보인다.
- 지난 24개월 동안에 나타난 캘리(CRB 지수는 2020년 4월말 이후로 83% 상승)는 경제성장률과의 간극을 줄였다. 하지만, 재고 수준에 의해 조정되었을 때에 밸류에이션은 비싸지는 않다.

투자 중요 합의

- 원자재가 핵심 포트폴리오 투자분산처이며, 선제적으로 관리될 때에는 경기사이클의 모든 국면에서 기회를 제공한다.
- 전기화(electrification) 전환으로 인해 “그린” 원자재에 대한 수요가 증가함에 따라 구조적으로 계속 떠받쳐질 것이다.

AMUNDI 자산종목 견해

	자산종목	견해	1개월 변화	근거
주식 플랫폼	미국	=/+		강력한 소비자 지출과 노동시장은 전반적인 수요를 떠받칠 것이며, 이에 따라 우리는 리세션이 발생할 가능성이 낮다고 믿고 있지만 경제성장에 대한 압박이 일부 나타날 수도 있다. 실질수익률이 플러스에 근접하고 명목수익률은 상승하고 있음을 감안하여, 우리는 이러한 요인들이 주시에 어떻게 영향을 미치는 지를 주목하고 있다. 우리는 자사주 매입을 통해 주주에게 보상을 하고 운영효율성을 높게 유지할 수 있는 기업(예, 은행업 부문)에 포커스를 두면서 선별적인 포지션을 유지한다.
	미국 가치주	+		비용상승과 관련된 불확실성은 경기사이클을 덜 타고 지속가능한 기업이익의 성장을 낼 수 있는 고퀄리티 가치주 기업에 대한 포커스를 요구하고 있다. 가치주를 선호하는 로테이션은 단기적으로 차질을 겪을 수 있는 반면에, 가치주 종목으로의 움직임은 장기적으로 계속될 가능성이 크다. 여기에서 핵심은 시장 방향성보다는 선별을 우선시하는 것이다.
	미국 성장주	-		가치주에 대비한 성장주의 최근 언더퍼포먼스에도 불구하고, 부문의 수준에서 성장주의 장기적 밸류에이션은 높게 유지되고 있다. 또한, 우리는 일부 세그먼트가 매력적으로 되고 있다는 점은 인지하지만, 금리 상승은 밸류에이션을 압박할 수 있다.
	유럽	-/=		경제성장의 둔화와 지속적인 비용압박은 소비자 지출 및 이에 따른 기업이익에 영향을 줄 가능성이 크다. 우리는 비용상승을 소비자에게 전가할 수 있다는 징후와 이것이 전반적인 인플레이션에 어떻게 영향을 미칠 수 있는 지를 파악하고 있다. 따라서, 우리는 균형적인 포지션을 취하면서 강력한 선별을 바탕으로 기존의 퀄리티, 가치주, 이익배당의 바이어스를 유지한다.
	일본	=		경기모멘텀의 온건한 악화로 인해 우리는 기업이익에 경제 태세를 유지하게 되었다. 강력한 기업 거버넌스, 경기부양책의 지원, 생산성향상은 일본 주식시장을 떠받칠 것이다.
	중국	=		제로 코로나 정책이 경제성장률(및 공급망)을 압박할 가능성이 크며, 우리는 5.5%의 목표성장률을 달성하기 어려울 것으로 생각하여 단기적으로 신중한 포지션을 약간 증가시켰다. 하지만, 중국이 보다 균형을 갖춘 경제성장 모델로 전환함에 따라(통화적 및 재정적) 정책지원을 배경으로 선별적인 장기적 기회는 유지되고 있다.
	신흥국 시장	=		우크라이나 전쟁은 글로벌 성장과 인플레이션에 좋은 징조가 되지 못하며, 신흥국도 이에 따른 영향을 받게 될 것이다. 하지만 신흥국 사이의 분화가 커지고 있으며, 이에 따라 선별이 중요하다. 우리는 브라질과 UAE와 같은 원자재 수출국과 인도를 포함하여 내수수요 스토리를 가진 국가에 긍정적이지만, 이번 우크라이나 사태에 인접한 국가들(예: 헝가리)에는 신중한 포지션이다.
채권 플랫폼	미국 국채	-/=	▲	연준이 매파적 경기를 계속 유지하고 있고 인플레이션이 완고하게 상승세를 유지(특히 이번 인플레이션에 대처하기 어려운 부분임)하는 상황을 고려하여 우리는 듀레이션에 신중한 포지션이지만, 현재의 안전자산 선호현상과 최근의 시장 움직임을 감안하여 이 종목에 대한 익스포저를 전술적으로 관리하고 있다. 우리의 물가연동국채(TIPS)에 대한 익스포저는 최소화되어 있다.
	미국 IG 회사채	=		여전히 강력한 기업 펀더멘탈이라는 관점에서 우리는 IG에 안정적인 리스크 견지를 유지하지만, 고유리스크를 선호하고 광범위한 헤지를 유지한다. 또한, 우리는 이 부문이 연준의 양적긴축과 핵심 수익률 상승에 어떻게 반응하는 지에 대해서 평가하고 있다. 이러한 관점에서, 우리는 공공기관발행의 부동산저당증권과 같은 유동화자산에서 상대적 가치의 기회를 포착하고 있다.
	미국 HY 회사채	=		우리는 HY에 중립적이고 선별적인 포지션이다. 한 편으로는 이 부문은 에너지 가격으로 떠받치고 있지만, 다른 편으로는 양적긴축의 결과로서 유동성 감소가 금융조건을 긴축시킬 수 있기 때문에 밸류에이션이 모니터링되어야 할 것이다.
	유럽 국채	-/=		핵심국에서 금리 상승의 움직임이 장기적일 것이라는 의견이 유호한 반면에, 지정학적 긴장과 시장 스트레스는 수익률에 하방 압박을 주고 있다. 유럽중앙은행의 양적완화 종료 이후에 “당분간” 상승할 것으로 상정하고 있는 데이터 의존적인 접근방식과 결합하여 이러한 상황은 투자자가 듀레이션에 민첩한 포지션을 유지해야 하는 이유를 부각시키고 있다. 우리는 유럽 핵심국 국채의 듀레이션에 방어적 포지션을 경미하게 줄였으며, 곡선 전체와 벨기에와 같은 국가들에서 기회를 액티브하게 모색하고 있다.
	유로 IG 회사채	=		생산비용 상승(그리고, 이에 따른 마진 압박)에도 불구하고 기업 재무제표는 강세를 보이고 있지만 우리는 유럽중앙은행의 자산매입 프로그램의 종료의 영향과 IG 스프레드에 대한 리세션 리스크를 추적하고 있다. 우리는 투자자가 펀더멘탈 분석 기반의 접근방식을 통해 하이베타에서 로우베타 세그먼트/증권으로 이동하는 것을 고려해야 한다고 생각한다.
	유로 HY 회사채	=		스프레드가 3월초의 수준보다 낮아서 강력한 기업 펀더멘탈을 가리키고 있음에도 불구하고 유럽의 경제성장과 인플레이션과 관련된 우려는 기업이익을 압박할 수 있다. 향후에 시장이 퀄리티와 유동성 리스크에 기반하여 크레딧을 차별화할 것으로 보이며, 이로 인해 우리는 이 시장 전체에 대해서 매우 선별적인 포지션이다.
	중국국채	=/+		중국의 현지화표시 국채의 밸류에이션, 코로나19 봉쇄조치, 미국과의 지정학적 긴장(FX에 압박)은 단기적으로 우려되는 사안이다. 중기적인 관점에서, 이 자산종목은 강력한 투자분산의 혜택을 제공할 것이다.
	신흥국 채권 경화표시	+	▲	우리는 경화표시 신흥국 채권에 경미하게 건설적인 포지션이며, 특히 우리의 강력한 바텀업 바이어스에 부합하는 하이베타 고유스토리에서 더욱 그러하다. 이러한 하이베타 고유스토리 내에서, HY에서 스프레드 축소의 기대감을 바탕으로 우리는 IG에 대비하여 HY를 선호한다.
	신흥국 채권 현지화표시	=		우리는 현지화표시 신흥국 채권 듀레이션에 건설적인 포지션을 유지하며, 우리가 한 집단으로서 신흥국 FX에 대해서는 약간 신중한 포지션이지만 원자재 수출국 FX로 자산을 재분배할 여지가 존재한다고 믿고 있다. 신흥국 시장의 높은 파변화로 인해 우리는 매우 선별적인 포지션을 취한다.
	기타	원자재		
통화				유럽에서 경기둔화의 상황은 EUR/USD를 압박할 가능성이 크며, 우리는 컨센서스의 기대감이 너무 낙관적이라고 생각한다 — 우리는 6개월 목표가격을 1.02로 하향 수정했다. 우리는 안전자산처의 지위로 인해서 CHF에 긍정적인 포지션을 유지한다.

범례



출처: Amundi, 2022년 4월 26일 기준, EUR 기반 투자자에 대한 상대적 견해. 본 자료는 특정 시기의 시장환경에 대한 평가를 나타내며, 향후 사건의 예측이나 미래 실적에 대한 보증을 의도하지는 않는다. 본 정보는 이를 참조하는 자가 특히 펀드나 증권과 관련한 어떠한 연구, 투자자문, 권장사항을 마련하는 자료로 사용될 수 없다. 본 정보는 예시적 및 교육적 목적으로만 임의적 제언되고 예고 없이 변경될 수 있다. 본 정보는 현재, 과거, 미래의 Amundi 상품의 실질적 자산배분이나 포트폴리오를 나타내지 않는다. IG = 투자등급 회사채, HY = 하이일드 회사채, EM 채권 HC/LC = 경화표시/현지화표시 신흥국 채권, WTI = 텍사스 중질유, QE = 양적완화.

선진국

거시경제적 전망

2022년 04월 27일 기준 자료

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
전세계	6.1	3.1	3.4	3.8	7.0	4.0
선진국	5.1	2.8	1.7	3.1	6.0	2.6
미국	5.8	3.1	1.7	4.7	7.3	3.3
일본	1.7	2.0	1.2	-0.2	1.3	0.1
영국	7.4	3.8	1.3	2.6	7.1	3.3
유로	5.3	2.3	1.8	2.6	7.0	2.7
독일	2.9	1.7	1.9	3.2	7.4	3.0
프랑스	7.0	3.0	1.6	2.1	5.3	3.3
이탈리	6.6	2.6	1.5	1.9	6.9	2.3
스페인	5.1	4.0	2.1	3.1	8.8	2.5

출처: Amundi Institute

- 미국:** 수십년 이래 최고 수준으로 급등한 인플레이션은 실질소득을 압박시키고 있으며, 일부 서베이에서 예상하고 있는 것처럼 소비자 신뢰도, 지출, 저축 행태에 부정적인 영향을 줄 수도 있다. 이와 동시에, 기업의 자본지출 의도는 높게 유지되고 있으며, 이는 미국 소비가 둔화되고는 있지만 자본적지출은 적어도 올해 전반기 동안에는 탄력적으로 유지하고 있는 것으로 보인다. 우리는 GDP가 올해말까지 잠재성장률로 수렴하는 움직임을 보일 것이라고 예상하는 반면에, 헤드라인 인플레이션은 현재 고점을 찍고 있고 온건화되기 시작할 것이지만 연준의 올 해 동안의 목표물가수치를 크게 상회할 것으로 보인다.
- 유로통화권:** 우크라이나 전쟁이 장기화되어 내수소비의 회복을 중단시키고 일부 국가에서는 기술적인 리세션의 리스크가 상승함에 따라, 에너지와 원자재 가격의 상승은 유로통화권의 가계와 기업을 계속 압박하고 있다. 이와 동시에, 공급망 훼손이 다시 발생하고 있고 가스와 에너지 공급의 리스크는 생산업체가 당면한 우려를 악화시키고 있다. 공급 및 에너지가 견인하고 있는 인플레이션은 향후 수개월 동안 추가적으로 상승한 이후에, 올해 하반기에 에너지와 원자재의 가격이 하락한다는 가정 하에서 점진적으로 인플레이션의 상승세가 둔화되기 시작할 것이다.
- 영국:** 신뢰도를 떨어뜨리고 있는 에너지 가격 상승과 우크라이나 전쟁의 장기화로 인해서 우리는 인플레이션 예측은 상향으로, 성장 예측은 하향으로 또다시 수정했다. 인플레이션인 구매력과 기업마진을 저하시킴에 따라, 경제성장률은 적어도 두 분기 동안에서 상당한 수준의 약세로 유지될 것으로 예상된다. 성장 전망이 약세로 돌아선 것을 감안하면, 노동공급이 이전보다 구조적으로 줄어들 수 있음에도 불구하고, 이미 타이트한 노동시장이 더욱 타이트해질 수 있다는 우려가 완화될 수도 있다. 인플레이션은 4월에 고점을 치고, 그 이후에 둔화가 시작될 것으로 예상되지만, 역사적 기준으로는 상당히 높게 유지될 것으로 예상된다.
- 일본:** 식량과 에너지의 글로벌 가격 상승에도 불구하고 일본은 온건한 소비자 인플레이션을 계속되는 예외적인 국가로 유지되고 있다. 일시적인 요인과 미진한 수요 모두가 이러한 하이플레이션을 견지 않은 원인으로 지목되고 있다. 기술적 요인(예: 2020년 휴대전화 요금의 인하 및 리베이싱)의 영향은 찾아들기 시작하여 CPI에 약 1ppt를 추가하게 될 것이다. 반면에, 일본경제는 소비세 인상(2019년 말)과 그 이후에 발생한 코로나 사태라는 이중적인 충격에서 회복하는 데에 어려움을 겪고 있다. GDP는 코로나 이전 수준으로 아직 복귀하지 못했으며, 향후 강력한 경기회복의 가능성은 여전히 미약하다.

기준금리 전망

	2022 05-03	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	0.33	2/2.25	2.59	3/3.25	3.33
유로	-0.5	-0.25	0.13	0.25	1.03
일본	0.00	-0.1	-0.02	-0.1	0.05
영국	0.75	1.25	2.10	1.50	2.63

출처: Amundi Institute

- 연준(Fed):** 연방공개시장위원회(FOMC)의 3월 회의록은 보유자산 축소의 프로세스에서 1) 월별 자산매입 상한액은 950억 달러(TSY 600억 달러, MBS 350억 달러)로 설정될 가능성이 높고, 2) 이와 같은 상한액은 약 3개월의 기간에 걸쳐 단계별로 축소될 것이라는 일부 핵심 세부계획을 공개하고 있다. 또한, 이 회의록은 인플레이션 압박이 고조된 상태를 유지하는 경우에 향후 회의에서 정책금리의 50bps 인상을 강력하게 추진할 것임을 시사하고 있다. 이는 FOMC가 5월과 6월에 금리를 각각 50bps 인상할 것이라는 우리의 견해와 부합된다. 또한, FOMC는 그 이후의 회의들에서도 중립금리로 간주되는 2.5% 수준이 될 때까지 금리를 계속해서 인상할 확률이 매우 높다. 그 이후에는 연준이 3%-3.25%의 최종 금리에 도달하기 위한 제약적인 움직임을 보일 것이다.
- 유럽중앙은행(ECB):** 이전 회의에서 매파적인 서프라이즈를 제공했던 연준은 4월에는 추가적인 매파적 서프라이즈는 없었다. 3분기 양적완화 종료의 일정이 확인되었으며, 유럽중앙은행의 금리 가이드스 및 양적완화와 금리 정상화 사이의 순서도 역시 확인되었다. 유럽중앙은행은 물가안정의 의무를 수행하는 데에 단호한 입장이지만, 높은 수준의 불확실성을 인지하고 있기 때문에 통화정책 경로는 더욱 더 데이터 의존적으로 될 것이다. 우리의 중심 시나리오에서는 양적완화가 7월에 종료되고, 올해말 이전에 두 번의 금리 인상, 내년 1분기에 세 번째의 금리 인상이 있을 것으로 상정하고 있다.
- 일본은행(BoJ):** 다른 선진국의 중앙은행과는 극명하게 다른 양태를 보이는 일본은행은 확고하게 비둘기파적 견지를 유지하면서 엔화의 급락 움직임을 무시하고 있다. 4월 회의 전에는 일본은행이 포워드 가이드스를 조정하기 위해 소통을 정밀하게 강화하기 시작할 것이라는 추측이 난무했다. 대신에, 일본은행은 기존의 포워드 가이드스를 유지하면서 수익률곡선통제(YCC)를 방어하기 위해 일별 고정금리 매입제도를 도입했다. 경제전망 보고서에 새롭게 포함된 코어 인플레이션 예측에 따르면, 일본은행은 근원 인플레이션이 2022-23 회계년도 동안에는 미진하게 유지될 것으로 예상하고 YCC 목표수치의 변경을 서두르지 않을 것임을 시사하고 있다.
- 영국중앙은행(BoE):** 통화정책위원회 위원들 8:1의 대다수의 찬성으로 영국중앙은행(영란은행)은 은행금리를 25bps 인상하여 0.75% 높였고, 이는 정책회의에서 3차례 연속 인상이며 팬데믹 이전 수준으로 정책금리를 복원시켰다. 우리는 영국중앙은행이 적극적인 양적긴축을 시작하기 위해서 다음 회의에서 금리를 1.0%로 인상할 것으로 예상한다. 이와 동시에, 최근에 강화된 비둘기파적인 언급은 통화정책위원회가 인플레이션 상승과 성장에 대한 리스크 사이에서 더욱 섬세한 균형적 조치를 예상하고 있음을 나타낸다. 따라서, 다음 번의 금리 인상 이후에는 인상 사이클의 일시 중단이 있을 수도 있다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
Fed FOMC	5월 4일
ECB정책위	6월 9일
BoE MPC	6월 16일
BoJ MPM	6월 17일

출처: Amundi Institute

신흥국

거시경제적 전망

2022년 04월 27일 기준 자료

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
전세계	6.1	3.1	3.4	3.8	7.0	4.0
신흥국	6.8	3.3	4.5	4.4	7.7	5.0
중국	8.1	3.5	5.4	0.9	2.0	2.0
브라질	4.6	0.6	1.4	8.3	10.1	5.2
멕시코	4.8	1.8	1.8	5.7	7.3	5.1
러시아	4.7	-10.0	2.5	6.7	16.9	7.5
인도	9.2	7.3	6.6	5.1	6.6	5.9
인도네시아	3.7	5.4	4.9	1.6	3.6	3.9
남아공	5.5	1.5	1.8	4.6	5.7	4.4
터키	11.4	3.3	3.2	19.4	60.1	19.8

출처: Amundi Institute

- 중국:** 경제성장률은 예상보다 견고한 수치인 전년동기대비 4.8%으로 강력한 부정적인 기저효과를 잘 견뎌내었다. 하지만, 3월 이후에 경제활동의 광범위한 둔화, 상하이 봉쇄조치의 연장, 제약조치의 다른 지역으로 확대는 중국을 2분기에 일시적인 리세션에 들어서게 만들 것으로 예상된다. 우리는 중국의 2022년 경제성장률 예측을 컨센서스보다 낮은 기존의 3.5%를 고수하며, 2023년에는 5.4%로 반등할 것으로 예상한다. 엄격한 코로나 정책이 노동시장과 소비자 수요를 저해하는 상황을 고려하면, CPI 인플레이션은 3% 미만으로 유지될 것으로 예상된다.
- 멕시코:** 여전히 팬데믹 이전 수준 이하로 유지되고 있지만 경제활동은 대외 수요 및 내수 소비의 강세 덕분에 1분기에 일부 모멘텀을 받았다. 반면에, 인플레이션 압박은 찾아들지 않고 있으며, 미국 연준의 신속한 금리 인상의 조치가 시행됨에 따라 멕시코중앙은행(Banxico)도 더 강력한 조치를 시행해야 할 것이다 — 우리는 멕시코중앙은행이 비록 그 조치의 대외적 및 금융적 노출은 적겠지만 미국 연준을 따라 할 것으로 생각한다. 정치적 측면에서, 로페스 오브라도르 대통령의 전기요금 (반)개혁은 통과되지 않았으며, 헌법재판소는 이러한 전기법안에 (위헌은 아니지만) 반형결정을 내리면서 견제와 균형을 원리가 다소간 작동하고 있음을 보여주었다.
- 인도네시아:** 조코위 대통령은 4월말에 (식용유 가격 폭등으로 인한) 내수수요를 안정화시키기 위해 팜유 제품의 수출금지를 실행했다. 이러한 수출금지는 미포장 식용유의 가격이 리터당 인도네시아화 14,000 루피로 떨어져 인플레이션 압박이 온건해질 때까지 유지될 것이다. 이러한 수출금지는 인도네시아 국내의 영향을 넘어서서 대체 제품(공기름)에 대한 수요 폭등으로 인해 글로벌 인플레이션 상승에 기여할 수도 있다. 인플레이션에 대한 온건한 긍정적 영향을 제외하면, (수출에서 상당한 비중을 차지하고 있는 팜유의 수출금지로 인해서) 경상수지 적자 추이의 가속화는 인도네시아중앙은행(BI)의 성장친화적 견지와 어쩌면 IDR 안정성에도 도전이 될 것이다.
- 브라질:** 지리적인 위치, 발생 지역과의 낮은 교역 관계 및 금융 노출도, 원자재 순 수출국의 지위로 인해서 지정학적 긴장고조의 충격과 손상을 주는 영향은 브라질(및 전반적인 남미)에서는 낮을 가능성이 크다. 그러나, 브라질은 경제성장은 보호되고 있는 반면에, 정책입안자들의 충격을 완화하려는 노력에도 불구하고 인플레이션은 처분가능소득에 심각한 타격을 주고 있다. 이에 따라서, 브라질중앙은행(BCB)은 금리 인상의 사이클을 더 길게 연장시키라는 압박을 받게 될 것이다. 하지만, 이번 우크라이나 위기로 인해 식량 및 에너지 안보와 니어쇼어링 (near-shoring)이 전략적으로 중요해지기 때문에 브라질과 남미 지역 모두에 장기적인 기회를 제공할 것이다.

기준금리 전망

	2022 05-02	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.70	3.60	3.60	3.60	3.60
인도	4.00	4.50	5.00	5.15	6.00
브라질	11.75	13.3	12.75	11.40	11.75
러시아	14.00	12.00	13.85	11.00	10.70

출처: Amundi Institute

- 중국인민은행(PBoC):** 중국인민은행은 정책금리를 변경하지 않고 동결하고 지급준비율(RRR)은 기대보다 적게 인하하여 4월에도 다시 한번 실망감을 주었다. 은행간 시장의 유동성 조건은 프론트엔드 금리의 급락을 동반하면서 추가적으로 완화되었다. 중국인민은행은 유동성 전달 채널에 중점을 두면서, 중소기업에 대한 구조적인 지원과 신용 확대의 안정화에 대해 논의하고 있다. 성장에 대한 하방 압박이 증가함에 따라 추가적인 금리의 인하가 여전히 필요하며, 우리는 향후 수개월 내에 또 다른 10bps 금리인하가 있을 것으로 예상한다 우리는 신용자금지수(credit pulse)가 4월에 플러스가 되고 향후 개선될 것으로 예상한다
- 인도중앙은행(RBI):** 장기간 동안 매우 비둘기파적인 통화정책을 고수했던 인도중앙은행(RBI)은 4월초의 최근 회의에서 실질적으로 보다 중립적인 견지로 전환하고, 새로운 수단(standing deposit facility, 약자 SDF)를 도입하고 정책금리의 금리회랑(symmetric corridor)을 4.0%, MFS(marginal standing facility)를 4.25%, SDF를 3.75%로 재조정했다. 예상보다 높은 인플레이션(RBI 목표물가수치에다 높은 3월의 전년동기대비 7%)에서 비롯된 일부 압박이 상승하고 있다. 우리는 6월에 정책금리 첫 번째 인상 25bps(50bps 인상의 확률도 무시할 않는 수준임)이 있고 규모가 커진 긴축의 경로(150bps-200bps)가 올 한 해 동안에 있을 것이라는 기존의 예측을 고수한다.
- 브라질중앙은행(BCB):** 이제는 ‘구조적’ 데이터 의존적인 접근방식으로 전환한 브라질통화위원회(COPOM)는 긴축의 속도를 늦추었고 이전에 발표했던 바와 같이 3월에 기준금리(SELIC)를 100bps를 인상(11.75%)했다. 브라질 중앙은행(BCB)은 5월에도 동일한 수준으로 다시 인상하기를 원하며, 인플레이션에 의해 달리 입증되지 않는 한, 긴축 사이클의 발전 단계에 의하면 금리인상 사이클이 여기에서(12.75%) 종료될 것임을 시사했다. 하지만, 우크라이나 위기를 통해 공급충격이 물가 역동성에 타격을 줌에도 불구하고 캄포스 총재는 구조적 관점의 피해나 주로 2차적인 영향에 의한 피해를 평가하기를 원하고 있다. 어떠한 방식으로 평가를 하던지 간에, 최종 금리까지는 얼마 남지 않을 것으로 보인다.
- 러시아중앙은행(CBR):** 러시아중앙은행은 4월 8일의 깜짝 금리인하에 이어서 4월 29일에 정책금리를 3% 내려서 17%에서 14%로 또다시 인하했다. 이러한 금리인하는 2월 28일의 9.5%에서 20%로의 그 이전의 깜짝 금리인상에 뒤 이은 것이다. 최근의 금리인하는 (향후 찾아들 것으로 예상됨에도 불구하고) 높은 인플레이션과 결합된 경제활동의 둔화와 루블하의 평가절상이 원인이 되었다. 러시아중앙은행은 향후의 추가적인 금리인상의 가능성을 남겨 두었다. 3월 인플레이션은 2월의 9.2%에서 16.7%로 급상승했다. 인플레이션 압박은 올해 말까지 누그러질 것으로 예상되지만, 인플레이션 수치는 중앙은행의 4% 물가목표수치를 상회할 것이다. 인플레이션 역동성이 온건화되는 경우에는, 러시아중앙은행이 향후 수개월 동안에 추가적으로 금리를 인하할 수도 있다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
BCB	5월 6일
PBoC	5월 20일
RBI	6월 8일
CBR	6월 10일

출처: Amundi Institute

매크로 및 시장예측

거시경제적 예측

(2022년 4월 27일)

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
미국	5.8	3.1	1.7	4.7	7.3	3.3
일본	1.7	2.0	1.2	-0.2	1.3	0.1
유로통화권	5.3	2.3	1.8	2.6	7.0	2.7
독일	2.9	1.7	1.9	3.2	7.4	3.0
프랑스	7.0	3.0	1.6	2.1	5.3	3.3
이탈리아	6.6	2.6	1.5	1.9	6.9	2.3
스페인	5.1	4.0	2.1	3.1	8.8	2.5
영국	7.4	3.8	1.3	2.6	7.1	3.3
중국	8.1	3.5	5.4	0.9	2.0	2.0
브라질	4.6	0.6	1.4	8.3	10.1	5.2
멕시코	4.8	1.8	1.8	5.7	7.3	5.1
러시아	4.7	-10.0	2.5	6.7	16.9	7.5
인도	9.2	7.3	6.6	5.1	6.6	5.9
인도네시아	3.7	5.4	4.9	1.6	3.6	3.9
남아공	5.5	1.5	1.8	4.6	5.7	4.4
터키	11.4	3.3	3.2	19.4	60.1	19.8
선진국	5.1	2.8	1.7	3.1	6.0	2.6
신흥국	6.8	3.3	4.5	4.4	7.7	5.0
전세계	6.1	3.1	3.4	3.8	7.0	4.0

기준금리 전망

선진국

	2022-05-03	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	0.33	2/2.25	2.59	3/3.25	3.33
유로통화권	-0.5	-0.25	0.13	0.25	1.03
일본	0.00	-0.1	-0.02	-0.1	0.05
영국	0.75	1.25	2.10	1.50	2.63

신흥국

	2022-05-02	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.70	3.60	3.60	3.60	3.60
인도	4.00	4.50	5.00	5.15	6.00
브라질	11.75	13.3	12.75	11.40	11.75
러시아	14.00	12.00	13.85	11.00	10.70

장기채권수익률 전망

2년물 채권수익률

	2022-05-03	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드+12개월
미국	2.75	2.9/3.1	3.28	3.1/3.3	3.41
독일	0.28	0.3/0.5	0.68	0.5/0.7	0.87
일본	-0.05	-0.10/0	-0.03	-0.10/0	-0.02
영국	1.66	1.5/1.6	1.77	1.5/1.6	1.78

10년물 채권수익률

	2022-05-03	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드+12개월
미국	2.98	2.9/3.1	3.13	2.9/3.1	3.17
독일	0.98	0.8/1.0	1.10	0.8/1.0	1.17
일본	0.23	0.1/0.3	0.30	0.1/0.3	0.35
영국	2.00	1.7/1.9	2.08	1.7/1.9	2.13

통화 전망

	2022-04-29	Amundi 2022년 3분기	컨센서스 2022년 3분기	Amundi 2023년 1분기	컨센서스 2023년 1분기		2022-04-29	Amundi 2022년 3분기	컨센서스 2022년 3분기	Amundi 2023년 1분기	컨센서스 2023년 1분기
EUR/USD	1.05	1.02	1.11	1.11	1.13	EUR/SEK	10.36	10.32	10.30	10.13	10.20
USD/JPY	130	131	123	124	121	USD/CAD	1.28	1.31	1.25	1.23	1.24
EUR/GBP	0.84	0.84	0.84	0.83	0.85	AUD/USD	0.71	0.69	0.76	0.75	0.76
EUR/CHF	1.03	1.00	1.04	1.07	1.06	NZD/USD	0.65	0.63	0.70	0.67	0.71
EUR/NOK	9.89	9.94	9.64	9.64	9.51	USD/CNY	6.61	6.65	6.45	6.50	6.51

출처: Amundi Institute

당사 예측에 대한 고지사항

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

방법론

– 시나리오

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

– 리스크

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

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT OUTLOOK



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

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

ASSET CLASS VIEWS



Asset Classes Views annual edition 2022: Keeping up with climate change (25-03-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions - KIM MOON Jung Hun, CFA, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

SHIFTS & NARRATIVES



Shifts & Narratives #16 - Investing in a fragmented world (06-04-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute

Shifts & Narratives #15 - The Green risk premium and the performance(s) of ESG investing

RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - Amundi Institute - LAUGEL Elodie, Global Head of Institutional Marketing, Chief Responsible Investment Officer

특별기획
우크라이나

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

(02-03-2022) BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

INSIGHTS PAPERS



특별기획
우크라이나

When artificial intelligence meets economy: an analysis of the Ukraine war (2022-04-01)

RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - Amundi Institute - Pierre HAREN, CEO and co-founder, Causality Link - Matthieu KEIP, Innovation Lead, Amundi Technology

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

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

WORKING PAPERS



Monitoring Narratives: an Application to the Equity Market (07-04-2022)

Pascal BLANQUÉ, Chairman of Amundi Institute - Mohamed BEN SLIMANE, Amina CHERIEF, Théo LE GUENEDAL, Takaya SEKINE, Lauren STAGNOL, Quantitative Research, Amundi Institute

Multi-Period Portfolio Optimization and Application to Portfolio Decarbonization (06-04-2022)

Edmond LEZMI - Thierry RONCALLI - Jiali XU, Quantitative Research, Amundi Institute

The shift from Carbon Emissions to Net Zero Carbon metrics on Portfolio Construction - Key Findings (17-03-2022)

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

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

Net Zero Carbon Metrics (15-02-2022)

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

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



특별기획
우크라이나

Adding to the debate: “Is the Fed behind the curve?” (22-04-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute

War and Net Zero offer opportunities across the commodity universe (26-04-2022)

Lorenzo Portelli, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute - Francesco SANDRINI, Head of Multi-Asset Strategies

The inflation psychology is kicking in (20-04-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute

ECB strikes a somewhat dovish tone, despite inflation remaining top priority (15-04-2022)

Gilles DAUPHINÉ, Deputy Head of Fixed Income - Monica DEFEND, Head of Amundi Institute

French election: markets complacent for Macron victory, but game is not yet won (12-04-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Amundi Institute

특별기획
우크라이나

US economy and markets look resilient regarding the Russia-Ukraine crisis (05-04-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - J. TAUBES Kenneth, CIO of US Investment Management - BERTINO Claudia, Head of Investment Insights, Amundi Institute - FIOROT Laura, Deputy Head of Investment Insights, Amundi Institute

특별기획
우크라이나

A more fragmented Emerging Markets world amid the Russia-Ukraine crisis (25-03-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - BERARDI Alessia, Head of Emerging Macro & Strategy Research - FIOROT Laura, Deputy Head of Investment Insights, Amundi Institute

15-16 March FOMC review: we have full throttle lift off (17-03-2022)

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

THEMATIC PAPERS



ESG Thema #9 - Engaging on Human rights: Identifying risks and promoting best practices (26-04-2022)

Maury Chloé, ESG Analyst

ESG Thema #8 - Financing the energy transition in Asia (23-02-2022)

CHEN Sylvia, ESG analyst

INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



The energy crisis heightens inflation fears - Strategies to protect portfolios from inflation risk (21-04-2022)

Pascal BLANQUÉ, Chairman of Amundi Institute - Monica DEFEND, Head of Amundi Institute - Claudia BERTINO, Head of Investment Insights, Amundi Institute - Ujjwal DHINGRA, Amundi Investment Insights Unit - Laura FIOROT, Deputy Head of Investment Insights, Amundi Institute - Lorenzo PORTELLI, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

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

**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 Yield Real Estate
Strategies Asset Allocation

중요 정보

본 문서는 정보 제공의 목적으로만 제공됩니다.

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

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

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

별도로 언급하지 않는 한, 본 문서에 포함된 모든 정보의 출처는 Amundi Asset Management SAS이며 2022년 5월 3일 기준이다. 투자본산이 수익성이나 손실에 대한 보호를 보장하지는 않는다. 본 문서는 “있는 그대로”의 원칙하에서 제공되며, 이러한 정보의 이용자가 이러한 정보의 이용에 따르는 리스크를 전적으로 감수해야 한다. 과거 데이터와 분석은 향후 실적분석, 전망, 예측에 대한 지표나 보증으로 간주되지 않아야 한다. 시장 및 경제적 추이와 관련하여 표현된 견해는 해당 저자의 것이고 반드시 Amundi Asset Management SAS의 견해가 되지는 않고 시장 및 다른 조건에 따라 변경될 수 있으며, 국가, 시장, 부문이 예상한 것과 같은 성과를 낼 것이라는 어떠한 보장도 있지 아니하다. 이러한 견해들은 투자 조언, 증권 추천 또는 모든 Amundi 상품의 거래 예시로써 의존되지 않아야 한다. 투자는 시장, 정치, 유동성, 통화 리스크를 포함하여 각종 리스크를 동반하게 된다.

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

최초 사용 일자: 2022-05-03

문서 발행자: Amundi Asset Management, 자본금 €1,143,615,555의 “société par actions simplifiée” - 프랑스 금융감독기관 규제대상의 포트폴리오 운용사: 등록번호 GP04000036 - 본사 주소: 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

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

대표 편집인

BLANQUÉ Pascal, *Chairman of Amundi Institute*

편집인

DEFEND Monica, *Head of Amundi Institute*

Amundi Institute 기여자

AINOUZ Valentine, *Deputy Head of Developed Markets Strategy Research, CFA*
BERARDI Alessia, *Head of Emerging Macro and Strategy Research*
BERTONCINI Sergio, *Senior Fixed Income Research Strategist*
BLANCHET Pierre, *Head of Investment Intelligence*
BOROWSKI Didier, *Head of Global Views*
CESARINI Federico, *Head of DM FX, Cross Asset Research Strategist*
DI SILVIO Silvia, *Cross Asset Research Macro Strategist*

Amundi Investment Insights 기여자

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

개념정립 및 생산책임

BERGER Pia
PONCET Benoit

부편집인

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

DROZDZIK Patryk, *Senior EM Macro Strategist*
GEORGES Delphine, *Senior Fixed Income Research Strategist*
HUANG Claire, *Senior EM Macro Strategist*
PORTELLI Lorenzo, *Head of Cross Asset Research*
USARDI Annalisa, *Cross Asset Research Senior Macro Strategist*
VARTANESYAN Sosi, *Senior Sovereign Analyst*

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