



제11호
2020년
11월

CROSS ASSET 투자전략

CIO 견해

채권이 순차적 경기회복에서 전초징후이다

테마

**무엇이 아프게 하는 지에 대해,
명확하고 분명하게 글을 써야**

거시경제 및 시장예측

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

제11호 - 2020년 11월

차례

글로벌 투자견해

CIO 견해

채권이 순차적 경기회복에서
전초징후이다

p. 3

시장은 여전히 우려스러운 바이러스의 확진자 수에도 불구하고 컵에 물이 반쯤 찼다는 식의 다소 낙관적인 시나리오를 가격에 반영하고 있다. 주식, 크레딧, 유로 주변국 채권은 잘 대응하고 있지만, 국채 수익률의 경우 경미한 상승세 움직임을 보이고 있다. 정책의 측면에서는, 우리는 공격적인 조치를 볼 수도 있을 것이다. 투자자는 경기사이클 테마로의 로테이션에서 기회를 모색해야 할 것이지만, 투자분산 및 선별에 포커스를 두면서 변동성 상승에 유념해야 한다. 코로나 위기는 채무 증가, 불평등성 상승, 글로벌 성장에서 중국의 역할 강화라는 테마를 강화할 것이다. 이에 따라, ESG와 더불어서 퀄리티와 지속 가능성이 핵심 사안이 될 것이다.

거시경제

금이 빛날 수 있는 환경

p. 4

우리는 CNY 및 더 중요하게는 비전형적 통화정책이 금 가격의 역동성을 설명하는 데에 주요한 요인이라는 점에 확신을 가지고 있다

멀티에셋

보수적인 포지션을 유지하고
로테이션의 징후를 모니터링 할 것

p. 5

우리는 주식에는 중립에 근접한 포지션, 크레딧에는 경미하게 긍정적 포지션을 취하지만, 경제 개선 및 백신의 개발/보급 여부의 모니터링을 통해 진입포인트를 포착할 수 있을 것이다.

채권

크레딧에서는 캐리 및 세부종목 선택에
포커스를 둘 것

p. 6

저금리 환경에서 투자자들은 높은 수익률 추구의 필요성과 매력적인 밸류에이션에서 우량한 크레딧 매수의 필요성 사이에서 균형을 맞추면서, 이와 동시에 충분한 유동성을 유지해야 한다

주식

분산률이 선별을 위한 기회를 만들 수 있다

p. 7

현재 진행 중인 완만한 경기회복은 경기사이클주 종목으로의 로테이션에 우호적일 수 있지만, 지속 가능한 수익 잠재성을 가진 탄력성이 높은 비즈니스를 포착함에 있어서 세부종목 선택이 핵심적 사안이다

글로벌 테마 견해

무엇이 아프게 하는 지에 대해, 명확하고 분명하게 글을 써야

p. 8

이코노미스트들은 경기회복의 프로파일 특징을 표현하기 위해서 알파벳 문자를 자주 사용해 왔다. 하지만 하나의 문자가 모든 것을 설명하지는 않는다. 경기회복의 형태를 궁극적으로 결정하는 것은 바로 감염병의 지속기간이기 때문이다. 경기사이클의 탈동조화는 전형적인 지리적 분화로 가는 문을 열게 될 것이다.

> Amundi 자산 종목 견해

p. 9

> 거시경제 및 시장 예측

p. 10

> 당사 예측에 대한 고지사항

p. 11

> 주요 간행물

p. 12

CIO 견해

채권이 순차적 경기회복에서
전초징후이다

PASCAL BLANQUÉ
그룹 최고투자책임자(CIO)



VINCENT MORTIER
그룹 최고투자책임자

코로나바이러스 및 백신 사항의 전개상황과 미국 대통령선거가 핫토픽이다. **시장**은 여전히 우려스러운 바이러스의 확진자 수(유럽의 2차 대유행 및 전세계 총합의 신규 확진자 사상 최고 기록)에도 불구하고 **컵에 물이 반쯤 찼다는 식의 다소 긍정적인 시나리오를 가격에 반영하고 있다**. 세 가지(바이러스, 실물경제, 금융) 사이클의 상호연결성이 계속되고 있지만, 바이러스 전파기제는 변화하고 있다. 바이러스 사이클이 다른 두 사이클에 주는 영향력이 올해 초와 비교하여 지금은 낮아졌다. 현재는 전세계가 검사 및 지역사화 확산억제 조치와 관련하여 이전보다 양호하게 대처하고 있으며, 이에 따라 경제에 커다란 해를 끼칠 수 있는 글로벌 봉쇄조치의 가능성은 낮아졌다. 시장의 측면에서 보면, 재정적 및 통화적 지원이 계속될 것이라는 담론이 주요한 혼란 야기를 예방하고 있다. 어떠한 약세의 징후도 매우 희박하고 여겨지고 있다.

경기회복의 1단계, 코로나바이러스 확산 가속 동반: 현재 진행되고 있는 단계. 경기회복의 궤적에 관련된 모든 뉴스는 호재이지만, 코로나바이러스 사이클의 종결이 아직 가시권에 들어오지 않았다. 영구적인 저금리와 인플레이션 압박이 없다는 강력한 가정을 바탕으로 긍정적인 환경이 지속되고 있다. 향후 수개월 동안의 순차적 경기회복이 디플레이션으로 시작될 수 있다는 것도 사실이지만, 특히 중국(및 다른 아시아 경제) 덕분에 경기회복이 이미 시작되었으며, 이를 통해 이러한 국가(특히, 중국)들의 글로벌 성장동력으로서 역할이 추가적으로 강화시킬 것이다. 이러한 배경을 바탕으로, 주식, 크레딧 및 유로주변국 채권 시장들은 잘 대응하고 있다. 하지만, 국채의 경우에는 변동성이 상승하고 있다. 예상되던 곡선 스티프닝이 시작은 되었지만, 지금은 일시 정지된 상태이다. 미국 대통령선거 결과가 불확실하며, 대규모의 재정부양책도 있을 가능성이 낮은 것으로 보인다.

단계 2: 경제 상황이 개선되기 전에 일단은 악화될 것이며, 이는 공격적인 정책이 시행, 특히 통화적인 측면에서 공격적이게 될 것임을 의미한다. 즉, 이는 경기회복에 우호적이게 되고, 2021년의 경기사이클주로의 로테이션을 추가적으로 뒷받침할 것이다. 이러한 상황은 현재의 밸류에이션에서 리스크/수익성 기준으로 HY 크레딧의 매력성이 떨어뜨리고 주식에서는 상방 잠재력이 더 커질 수 있기 때문에, HY 크레딧에 대비하여 주식에 우호적이게 될 것이다. 대장성장주에서 경기사이클주와 우량가치주 분야의 로테이션이 2021년 동안에 현실화될 가능성이 크지만, 지금 현재로는 이러한 추이는 일시 정지되어 있는 것으로 보인다. 원자재 관련된 거래도 이러한 경기사이클적 반등에서 혜택을 받을 수 있다. **백신의 개발/보급이 이러한 경기회복의 일부가 될 것이다- 시장은 2021년 중반에 개발/보급되고 그 후에 경기 재가속화될 것으로 가격에 반영하고 있다.** 백신의 개발/보급에서 어떠한 지연도 변동성을 발생시킬 수 있으며, 이는 코로나바이러스 사이클을 최우선의 시장 우려사항으로 다시 위치시키게 된다. 투자자는 로테이션에서 기회를 포착해야 하며, 이와 동시에 변동성 상승의 가능성에 대해서도 유념해야 한다. **채권이 경기회복의 다음 단계에 대한 핵심적 전초징후가 될 것이다.** 시장은 경기회복의 다음 순차의 경기회복으로 이끄는 인플레이션과 리플레이션의 상승을 가격에 반영하기 시작할 것이다.

단계 3: 개선된 성장에서 지속 가능한 성장으로. 경기회복의 순차에서 다음 단계는 새로운 정책조합(폴리믹스)의 라운드와 지금까지 나타났던 극단적인 완화정책에서 점진적인 출구전략을 포함하게 될 것이다. 팬데믹으로 인해 도입된 대책조치들은 철회하기가 매우 어려울 것이며, 정부 및 중앙은행은 오히려 더 강화시켜야 할 수도 있을 것이다. 재정정책과 통화정책은 더욱 긴밀하게 연계될 것이며, 이에 따라 경기회복에 대한 자금을 조달하기 위한 추가적인 부채의 화폐화(역주: 재정 적자를 보전하기 위해 정부가 중앙은행에 국채를 매각하는 방식)가 가능성이 높은 시나리오다. 중앙은행의 신뢰성이 약한 일부 신흥국에서는 원자재 가격의 상승을 유발할 수도 있는 경기회복의 과정에서 인플레이션 상승을 나타낼 수 있다. 즉, 경제를 과열시킬 수 있고 이는 궁극적으로는 일부 인플레이션으로 이어질 수 있다. 저금리가 영원할 것이라는 가정에 기반하고 있는 시스템을 탈안착(de-anchor)시킬 수 있고, 실질 금리의 변동성이 상승할 수 있다. 이러한 단계는 위험자산에는 어려울 수 있으며, 가치주, 원자재 및 실물자산에 대한 추가적인 로테이션에 우호적일 수 있다.

한 단계에서 다른 단계로의 전환은 단선적이지는 않을 것이며, 투자자는 단기적 테마 및 장기적 테마 모두에 대해서 유념해야 할 것이다. 미국의 대통령선거와 관련된 불확실성으로 인해 현재는 일시 정지되어 있는 1단계에서 2단계로의 전환은 로테이션 기회(신흥국에서 주식 그리고 경기사이클 우량주와 가치주 종목에 대한 기회 확대)를 가져오게 될 것이지만, 투자자는 변동성에 대응하기 위해 투자분산 및 선별에 포커스를 두어야 할 것이다. 장기적으로는 세 단계 모두에서 부채 상승, 불평등 확대, 글로벌 교역 및 경제 성장에서 중국의 역할 강화라는 일부 공통적인 테마들을 통합하고 있으며, 이는 이번 감염병 위기로 강화될 것이다. 투자의 관점에서는 퀄리티와 지속가능성이 다시 한번 더 고려해야 할 핵심 요인이 될 것이다. 환경·사회·거버넌스(ESG) 테마(그 중에서도 사회 및 환경에 대한 포커스)가 주류 테마가 될 것이다. 경제성장의 경로분화도 부상할 것이다. 신흥국의 경우, 중국과 긴밀하게 연계되어 있고 잠재적인 인플레이션 서프라이즈에 대응에서 신뢰성이 높은 중앙은행을 보유한 국가들은 선호되는 반면에, 부채 수준이 높고 취약성을 가진 국가들은 어려움을 겪을 수 있다. 즉, 이는 신흥국을 하나의 블록이라는 개념을 뒤쳐진 개념으로 만들고, 중국의 경기회복 및 경기사이클의 승자와 연계된 글로벌 테마의 부상으로 이어질 것이다.

전반적인 리스크 분위기

리스크오프

리스크온



신중하고 분산 투자적인 견해를 가지면서 경기사이클주, 우량가치주로의 로테이션을 모색할 것, ESG 테마에서 기회

이전 달 대비의 변화

- ▶비대칭적 리스크 프로파일을 가진 자산에서 수익 실현할 것
- ▶수익성 상승의 기대감을 바탕으로 저우량 크레딧에서 주식으로의 로테이션 모색

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

거시경제

금이 빛날 수 있는 환경



MONICA DEFEND

연구원 글로벌 헤드



LORENZO PORTELLI

Cross Asset Research 헤드

우리는 CNY 및 더 중요하게는 비전형적 통화정책이 금 가격의 역동성을 설명하는 데에 주요한 요인이라는 점에 확신을 가지고 있다

정책입안자들이 코로나19 위기로 영향을 받은 글로벌 금융시스템을 지원하기 위해 개입함에 따라 3월 이후로 상승하고 있지만, 최근에 연준이 자산매입을 일시 중단함에 따라 금속에서는 약간의 조정을 겪었다. 우리는 향후의 금 가격이 다음의 두 가지 주요 요인에 의해 뒷받침될 것으로 믿고 있다. 1) 금 가격 결정요인의 새로운 택소노미(아래에서 논의됨)은 중앙은행의 보유자산 확대를 예상하고 있으며 2) 금에 대한 우리의 투자확신은 '순전한 헤지'에서 하방 및 상방의 경기 시나리오가 발현되는 경우에 잠재적으로 혜택을 받는 '자산종목'으로 전환되었다.

과거 수년 동안 심지어 금리가 상승하는 지정학적 리스크 상승 및 일반적인 리스크오프 사건에 대처할 수 있는 안전투자처라는 그 특성에 근거하여 금에 대해서 논의했다. 가장 최근에는 신흥국의 달러화 자금조달 및 실질금리와 금 가격의 (역상관) 관계가 점차적으로 강화되어 왔다. 우리 분석에서는 **공정가치 기준으로 금 가격 온스당 2,100달러**라는 더 높은 수준으로 추가적으로 통합될 것으로 예상한다.

우리는 여전히 코로나19 관련 뉴스 흐름의 악화되는 와중에 팬데믹에 지배당하고 있으며, 이는 궁극적으로 탄력적인 금 가격을 가리키고 있다. 우리의 내부분석과 모델링은 금 가격 변화의 동인과 민감도를 더욱 명확하게 파악할 수 있지만, 금에 대한 쉽고 포괄적인 밸류에이션 매트릭스는 존재하지 않는다는 사실에 유념하는 것이 중요하다. 금 가격에 대한 광범위한 결정요인에는 다음과 같은 세 가지가 존재하는 것으로 확인되고 있다.

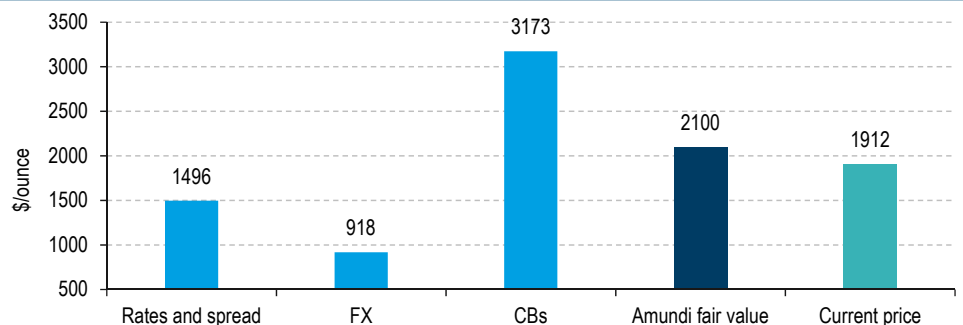
- 경제 및 실물 변수 (예: 다른 무엇보다도 GDP, 인플레이션, 실질금리, 스프레드 등).
- FX 역동성 (특히 USD, JPY, CNY).
- 중앙은행의 비전형적인 통화정책 (연준, 유럽중앙은행, 일본은행 등의 보유자산 확대).

우리의 계산에 따르면, 새로운 택소노미 (taxonomy: 분류체계, 역주: 그린 및 지속가능성 등의 새로운 추이를 바탕으로 산업 전반에 대한 분류체계의 재설정을 의미함)가 부상했으며, **우리는 CNY 및 더 중요하게는 비전형적 통화정책이 금 가격의 역동성을 설명하는 데에 주요한 요인이라는 점에 확신을 가지고 있다.**

이는 궁극적으로 공통적인 연관요인(즉, 비전형적 통화정책의 부작용인 실질금리의 하락)을 통한 주식가격과의 상관관계를 설명해 주고 있다. 경기회복이 불균형적(성장이 장애에 맞닥뜨리거나 하락하는 경우에는 중앙은행의 적극적인 개입이 요구됨)으로 나타나고 중국경제가 글로벌 성장을 이끌 것(CNY상승으로 반영됨)으로 예상됨에 따라, 우리는 금 가격이 더 상승할 여력이 있다고 믿고 있다. 아래의 도표에는 각종 핵심 변수들이 금 가격에 어떻게 영향을 미칠 수 있는지를 나타내고 있다. 분명한 사실은, 중앙은행들이 자산매입 프로그램을 계속 유지하고 유동성을 금융시스템에 주입하는 경우, 이는 금 가격에 가장 강력한 영향을 주어서 온스당 3,173달러까지 상승할 수도 있다. FX의 측면을 살펴보면, USD 약세 및 CNY 강세가 나타나면 금 가격은 현 수준에서 상승할 가능성이 크다.

결론적으로, 거시적 리스크요인에 대한 한 자산종목의 가격 민감도를 측정하는 Amundi의 자체적인 GREAT(Global Risk Exposure Analysis Tool) 프레임워크에 따르면 금 가격은 대칭적인 가격행태를 나타내고 있다. 즉, **하방 및 상방의 경기 시나리오 모두의 경우에서, 상기에서 언급된 범주/결정요인은 금 가격에 긍정적인 영향을 미칠 것임을 의미한다.** 실제로, 상방 시나리오가 현실화되는 경우에는 인플레이션 압박이 실질금리를 하락으로 누를 가능성이 높으며, 이는 결국에는 금 가격을 끌어 올리게 된다. 반면에, 하방 시나리오에서는 중앙은행들이 보유자산을 추가적으로 확대하여 유동성을 늘릴 것으로 예상되며, 이는 금의 가격 상승을 떠받칠 가능성이 크게 된다.

금 가격에 대한 각종 결정요인 및 공정가치



Source: Amundi Research, Bloomberg on 19 October 2020. Amundi fair value is calculated by including rates and spread, FX and central bank (CB) metrics in a comprehensive model, whereas the first 3 histograms are based on mean reversion and specific angle assumptions.

BoJ = Bank of Japan - *GREAT Framework: Global Risk Exposure Analysis Tool developed by Amundi.

멀티애셋

보수적인 포지션을 유지하고 로테이션의 징후를
모니터링 할 것

MATTEO GERMANO

멀티애셋 헤드

우리는 주식에는 중립에
근접한 포지션, 크레딧에는
경미하게 긍정적 포지션을
취하지만, 경제 개선 및 백신의
개발/보급 여부의모니터링을
통해 진입포인트를 포착할 수
있을 것이다

정책사업의 뒷받침을 받은 경기회복을 나타나고 있지만, 4분기 성장에는 하방 리스크가 있을 수 있다. 에너지 가격의 기저효과가 사라지는 것과 결합된 이러한 경기회복은 선진국의 인플레이션을 떠받칠 가능성이 크다. 하지만, 인플레이션을 활성화시키는 과제는 미국보다는 유럽에서 어려움이 있을 것으로 보이면 반면에, 신흥국의 경우 공급 충격이 인플레이션의 포켓을 생성할 수 있으며 이는 모니터링되어야 할 필요가 있다. 또 다른 변동성의 원인이 미국 대통령선거 결과와 코로나바이러스의 재확산에 의해 비롯될 수 있다. 따라서, 투자자들은 경제 태세를 유지하고 액티브전략을 견지해야 할 것이다. 하지만, 미국의 정치적 불확실성이 잦아들고 성장과 백신에 대한 확실성이 상승하면, 투자자는 크레딧에서 주식으로의 로테이션을 신중하게 고려할 수도 있다.

투자확신감이 높은 아이디어

우리는 **현 시점에서 주식에 대한 견해를 의도적으로 변경하지 않았으며, 전술적으로 중립적인 견지에 근접하도록 유지한다** — 미국에 대해서는 (과장된 IT주 밸류에이션으로 인해) 방어적 포지션 및 유럽에서는 중립적 포지션을 유지한다. 2021년의 경기회복 기대감과 매력적인 상대적 밸류에이션 및 리스크프리미엄은 백신이 적절한 시기에 개발/보급되고 감염병 확산이 관리되는 경우에는 향후 12개월 동안 주식을 위한 환경이 개선됨을 가리키고 있다. 그 후에는 경기사이클주 세그먼트가 밸류에서 혜택을 받을 수 있다. 단기적으로는, 베타 플레이(즉, 미국 소형주 또는 신흥국 주식)에 대한 증가는 일부 상방의 기회를 제공할 수 있지만, 베타 플레이의 시기가 핵심적 사안이다. 우리는 아시아에서 더욱 확연한 경기회복의 기대감과 기업실적 상승 및 양호한 바이러스 확산억제로 인해 이 지역(특히, 중국 및 인도네시아)에 대해 건설적이다.

투자자는 **듀레이션에서 액티브전략을 유지해야 하며**, 전반적으로는 중립적 견지에 가까운 포지션을 취해야 한다. 미국 대통령선거의 초반 보고서에 따르면, 트럼프 대통령의 여론조사 지지율이 예상보다는 나은 것으로 나타나고 있다. 우리는 공화당이 상원의 과반을 유지할 가능성에 대해 극도로 경계하고 있다. 이러한 경우에, 곡선 스티프닝의 범위에 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 미국 인플레이션의 경우, 연준의 평균물가목표제, 지속적인 경기회복, 부채의 화폐화 경향성을 감안하여 우리는 이에 대해 건설적인 견해를 유지한다.

유럽중앙은행의 지원, 우호적인 기술적 요인, 「유럽연합 경제회생기금」의 긍정적인 영향 등을 배경으로 **우리는 유로 주변국 채권에 긍정적이다**. 5년물 이탈리아채권이 정치적 안정성에서 혜택을 받고 유로통화권역 곡선의 베어 스티프닝(bear steepening)이 현실화되는 경우에 덜 영향을 받을 것이기 때문에 우리는 5년물 이탈리아 포지션을 유지한다.

크레딧 스프레드는 3월 이후에 타이팅 해졌지만, 캐리와 양적완화 뒷받침의 측면에서 **우리는 당분간은 크레딧 스프레드에 중립적/경미하게 긍정적인 포지션을 유지한다**. 매력적인 밸류에이션, 유럽중앙은행의 자산매입 프로그램, 미국 기업보다 낮은 유럽 기업의 레버리지 수준 등의 결합된 요인들로 인해 우리는 US IG에 대비하여 EUR IG를 선호한다. **글로벌 유동성과 수익률 추구의 경향성은 신흥국 채권(fixed income)에 혜택이 될 것이다**. 우리는 경화표시 채권에 우리의 긍정적인 견해를 유지하지만, 현지 금리의 추가적인 압착의 여지는 제한적이고 그 주된 동인은 통화 익스포저일 것이라고 믿고 있다. 전반적으로, 신흥국 채권지수(EMBI)는 공정가치에 근접하며, 향후 3개월 동안에 HY의 스프레드 타이팅 가능성이 있다. 하지만, IG 스프레드는 이제 비싼 수준에 도달한 것으로 보인다. FX에 대해서, 매력적인 포지션, 가벼운 투자자 포지셔닝(및 자금유입 상승), 경기회복에 따른 잠재적인 뒷받침으로 인해 우리는 신흥국 FX의 분산된 바스켓에 긍정적이지만 선별적인 포지션이다. 하지만, 투자자는 미국의 정치적 불확실성을 감안하여 이러한 익스포저에 전술적인 헤지를 해야 한다. 반면에, 미국이 성장동력이 G10 나머지의 FX와 대비하여 높은 실질금리의 이점을 상실했기 때문에, USD는 중기적인 기간에서는 과대평가된 것으로 보이며 조정이 있을 수도 있다. 하지만, 대통령선거의 변동성이 달러화를 떠받칠 수 있기 때문에, 당분간은 달러화에 대해 방향성에서 부정적인 포지션을 가지는 것은 위험할 수 있다. GBP는 영국의 경제활동 약세로 압박을 받아 낮아질 수 있으며, 브렉시트 관련 뉴스 흐름을 모니터링해야 할 것이다.

리스크 및 헤징

경제성장 약세와 정책실패의 리스트는 주식과 크레딧 익스포저를 보호하기 위해서 파생금융상품, 일본 엔화, 금의 형태로 적절한 헤지를 유지해야 할 필요성을 부각시키고 있다. 글로벌 불확실성이 상승하는 경우에 USD도 역시 좋은 헤지가 될 수 있다.

Amundi Cross Asset 투자확신

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

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

USD = 미국 달러화, JPY = 일본 엔화, UST = 미국 재무성증권, DM = 선진국 시장, EM/GEM = 신흥국 시장, FX = 외환, FI = 채권(fixed income), IG = 투자등급, HY = 하이일드, CHF = 스위스 프랑화, NOK = 노르웨이 크로네화, EUR = 유로화, CB = 중앙은행, TIPS = 미국 물가연동국채, BTP = 이탈리아 국채, EMBI = 신흥국 채권지수.

채권

크레딧에서는 캐리 및 세부종목 선택에
포커스를 둘 것

ÉRIC BRARD

채권 헤드



YERLAN SYZDYKOV

신흥국 시장 글로벌 헤드



KENNETH J. TAUBES

미국투자관리 CIO

저금리 환경에서 투자자들은 높은 수익률 추구의 필요성과 매력적인 밸류에이션에서 우량한 크레딧 매수의 필요성 사이에서 균형을 맞추면서, 이와 동시에 충분한 유동성을 유지해야 한다

미국에서는 부분적인 경기반등이 보여주고 있지만 영구적 실업의 범위에 주목해야 하는 반면에, 중국에 대한 선행지표는 이미 팬데믹 이전 수준을 넘어섰다. 하지만, 유럽의 경우에는 감염병의 새로운 확산으로 인해 상황이 약간 악화되고 있다. 전반적으로, 우리는 경제가 위기에서 벗어났다고 아직까지는 확신하지 못한다. 그 결과, 투자자는 현재의 위기는 함정을 피하고 경제 개선의 상황 및 잠재적인 로테이션에 우호적인 부문/종목에 대한 익스포저를 늘리는 것이라는 점에 유의해야만 한다. 그럼에도 불구하고, 우리는 미국 정치적 상황과 관련된 잠재적인 변동성에 관련해서 신중한 입장이며, 이에 따라 충분한 유동성을 유지하는 것을 권고한다.

글로벌 및 유럽 채권(fixed income)

상대적 가치 트레이드에 예리하게 주목하면서, 우리는 전반적으로 중립적 듀레이션 견해를 취하며, 미국과 프랑스에는 긍정적 포지션, 독일과 미국에는 신중한 포지션을 가진다. 유로 주변국에서 최근의 정치적 분위기 개선 덕분에 우리는 이탈리아와 스페인에 긍정적인 포지션을 유지한다. 하지만, 봉쇄조치의 재개를 유발하고 있는 감염병의 재확산을 감안하여 저렴한 밸류에이션에도 불구하고 우리는 유로통화권 인플레이션에 신중한 포지션이다. 우리는 크레딧에 건설적인 포지션을 취하는 반면에, 투자자는 저렴한 크레딧의 매수 미우량한 크레딧의 매입이라는 이중의 어려움에 직면한다는 사실도 인지하고 있다. 이러한 상황은 완화된 유동성을 제공하는 중앙은행/재정적 부양책의 지속에 의해 더욱 복잡성을 띠게 되며, 이는 반대로 시장의 일부 세그먼트는 과도하게 가격을 반영하도록 만든다. 이는 계속되는 파편화와 결합되어서 부문 및 종목의 측면에서 세부종목 선택(security selection)의 범위를 증가시키게 되고 금융채와 후순위채권에서 기회가 동반되지만, 투자자는 충분한 현금 완충을 유지해야 할 것이다. 유로통화권 기업들의 레버리지가 낮기 때문에, 전반적으로 우리는 미국보다는 유로통화권의 IG와 HY를 선호한다.

미국 채권(fixed income)

미국 수익률곡선의 스티프팅은 대규모 부양책 전망이 열어 짐에 따라 단기적으로는 일시 중단될 수도 있다. 우리는 미국 재무성증권(UST)에 신중한 포지션을 취한다. 시장은 방역상황의 개선이나 잠재적인 백신의 개발/보급을 가격에 반영하고 있지 않다. 연준의 경우, 실질금리가 이미 낮은 상태이고 장기적/중기적 인플레이션 상승의 전망이 이미 부당한 상황을 감안하면, 금리를 현 수준에서 (경기 과열 없이) 추가적으로 인하할 여지는 제한적이다. **따라서, 우리는 미국 물가연동국채(TIPS)에 긍정적인 포지션을 유지한다.** 기업 크레딧의 경우, 우리는 투자자들에게 액티브한 선별을 통해 스프레드 듀레이션을 서서히 축소하는 것을 제한한다. 또한, 리스크가 비대칭적인 HY 캐쉬본드(cash bond)에 대한 익스포저도 줄여야 할 것이다. 소비자 측면의 경우에, 정부 지원책이 종료될 때 경제가 타격을 입을 것이라는 우려가 존재했다. 하지만, 소비자 지출은 증가했고, 주택시장과 가계대출 서비스는 강세를 유지하고 있다. 우리는 증권화된 크레딧과 소비자 및 부동산담보대출 시장에 기회를 포착하고 있으며, 여기에서 우리는 프라임 주택담보증권(RMBS)보다는 공공기관발행의 부동산저당증권(agency MBS)를 선호한다.

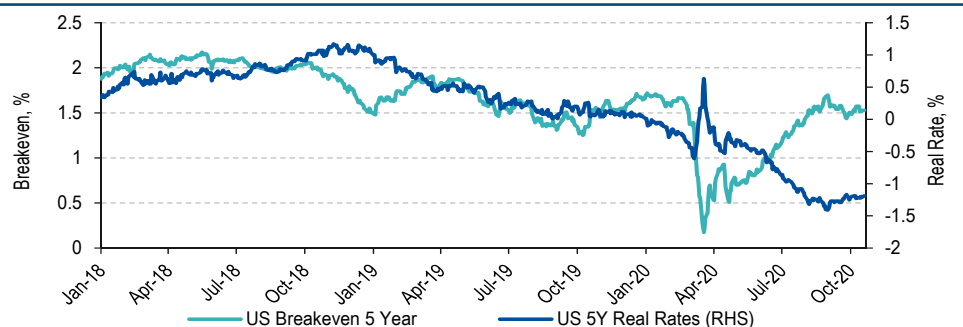
신흥국 채권

미국 달러화의 추이가 모니터링 해야 할 핵심 요인이다. 이러한 관점에서, 최악의 시나리오는 지속적인 달러화 강세 시나리오이며, 여기에서는 신흥국 중앙은행들이 코로나19의 경제적 영향에 대한 대응과 FX 및 자본 시장의 안정화 사이에서 딜레마에 빠지게 만들어서 신흥국 통화의 변동성 상승으로 이어지게 된다. 하지만, 러시아 루블화와 같은 일부 신흥국 통화는 이러한 환경에서는 탄력성을 나타내고 아웃퍼폼스를 보일 가능성이 크다.

FX

우리는 USD/JPY에 신중한 포지션, NOK/ EUR 에 긍정적 포지션을 취한다. EUR은 유럽에서의 코로나 2차 대유행으로 압박을 받을 것이다.

미국 5년물 실질금리 및 손익평형을



Source: Amundi, Bloomberg at 21 October 2020. Breakeven = USGGBE05, Real rates = H15X5YR

GF= 글로벌 채권(Global Fixed Income), GEM/EM FX = 글로벌 신흥국 외환, HY = 하이일드, IG = 투자등급, EUR = 유로화, USD = 미국 달러화, UST = 미국 재무성증권, RMBS = 주택저당증권, ABS = 자산유동화증권, IC = 경화, LC = 현지통화, TIPS = 미국 물가연동국채, CRE = 상업용 부동산, JPY = 일본 엔화, CEE = 중부 및 동부 유럽, JBG = 일본국채, EZ = 유로통화권

주식

분산률이 선별을 위한 기회를
만들 수 있다

KASPER ELMGREEN

주식 헤드



YERLAN SYZDYKOV

신흥국 시장 글로벌 헤드



KENNETH J. TAUBES

미국투자관리 CIO

현재 진행 중인 완만한 경기회복은 경기사이클주 종목으로의 로테이션에 우호적일 수 있지만, 지속 가능한 수익 잠재성을 가진 탄력성이 높은 비즈니스를 포착함에 있어서 세부종목 선택이 핵심적 사안이다

종합적 평가

제조업 부문에 대비한 서비스 부문에서 경기회복이 분화되어 나타나듯이 전세계에서 균등하지는 않지만 일단은 경기회복의 국면으로 진입한 것으로 보인다. 따라서, 향후 전망에 대한 낮은 가시성과 경제수치의 상반되는 경제수치에 더해서, 투자자는 높은 기업 부채의 형태 뿐만 아니라 사회경제적 불평등의 상승의 형태라는 불균형의 국면을 헤쳐 나가야 할 것이다. 현재의 위기는 이러한 불평등을 더욱 심화시켰다. 투자자는 전반적으로 균형 잡힌 견지로 현재의 상황을 헤쳐 나가야 할 것이다.

유럽 주식

불균등한 경기회복은 높은 수익성 분산률을 유발하는 반면에, 액티브한 선별에 대한 기회 시간도 제공한다. 밸류에이션 분산율은 높고, 우리는 특히 경기사이클주의 우량한 분야에서 커다란 기회를 포착하고 있지만, 높은 수준의 불확실성을 감안하여 이에 대한 선별이 요구된다. 우리는 재무제표의 강점을 가진 기업을 강력히 선호하며, 재무제표의 약점을 가진 기업과 사업모델 붕괴되고 있는 기업에 대해서는 극도의 신중한 포지션을 취한다. 추가적으로, 투자자는 기술주와 같이 과도하게 밸류에이션이 된 분야 주의해야 할 필요성이 있다.

따라서, 한 편으로 우리는 방어주 내에서는 의료건강주에 긍정적 포지션(이전보다는 경미하게 낮아졌음)을 유지하지만, 바벨형 접근법의 다른 끝에서 우리는 건축자재와 같은 **경기사이클주 부분**(경기회복의 국면에서 플레이하는 좋은 방식)에서 **기회를 포착하고 있다**. 또한, 우리는 경기소비재 분야에서 매력적인 종목(리스크/보상 프로파일이 설득력이 높은 종목)들이 늘어나고 있음을 발견하고 있지만, 이러한 종목에 대해서는 매우 선별적인 포지션을 유지해야 할 것이다. 전반적으로, 우리는 균형 잡힌 접근법을 유지한다. 또 다른 흥미로운 전략은 가치주에 대한 것이다. 왜냐하면 2021년에 대한 리플레이션 기대감에서 혜택을 받을 수 있기 때문이다.

미국 주식

미국 상하원 의회의 과반이 서로 다른 정당에 의해 지배되는 경우에는 어떠한 주요 재정부양책도 이행하기 어렵게 된다. 이는 리플레이션 트레이드와 경기사이클주 쿨을 일시 중단시킬 수 있다. 백신이 개발/보급되고 경제가 가속화될 때까지 경기사이클주 쿨이 연기될 것이다.

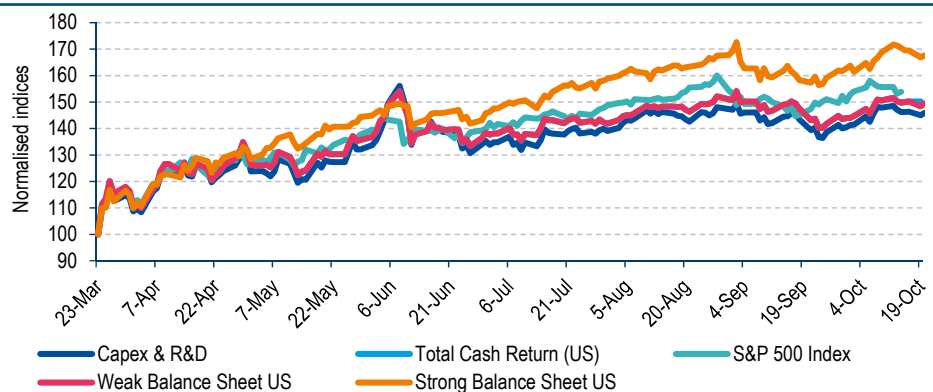
상하원 의회를 지배하는 정당이 다르면서 바이든 후보가 대통령선거에서 승리하는 경우에도, 우리는 코로나19 팬데믹을 잘 견디고 있는 기술 부문을 규제하는 주요 법규가 통과될 것으로 보지는 않는다.

우리는 현재의 어려운 경제시기를 헤쳐 나갈 수 있고 미국 및 글로벌 경제가 반등하고 인플레이션이 돌아올 때에 혜택을 받을 수 있는 **선별된 우량가치주**를 선호한다. 하지만, **리플레이션의 시기 및 이에 따른 금리인상의 잠재력과 관련해서는 불확실성**이 존재한다. 이와 더불어서, 특정한 가치 지향적인 부문(항공)은 구조적으로 손상을 입었다. 우리는 스펙트럼의 반대쪽 끝인 안정적인 성장주에 대해 건설적인 포지션이다. 이러한 종목은 경제성장률에 의존적이지 않는 장기적 성장 추이(예: 온라인 소매로의 전환)에 노출되어 있는 성장주를 일컫는다. 이와는 반대로, 우리는 하이퍼 성장주와 디밸류 가치주에는 신중한 포지션이다.

신흥국 주식

경기회복은 신흥국 주식을 뒷받침하지만, 미국-중국 긴장관계의 전개는 주시해야 할 사안이다. 아시아의 경우, 우리는 한국과 같은 국가(팬데믹 위기의 선입선출 효과)에 낙관적인 포지션이다. 부문별 수준에서는 반도체가 매력적인 것으로 보이는 반면에, 의료건강 및 필수소비재의 높은 밸류에이션은 우리를 신중한 포지션으로 만든다. 투자자는 성장주/가치주에서 선별적으로 싼 종목을 모색해야 할 것이며, 지속적인 배당수익률이나 성장 촉매를 제공하는 종목에 포커스를 두어야 할 것이다.

강력한 재무제표를 가진 미국 기업 주식의 아웃퍼포먼스



테마

무엇이 아프게 하는 지에 대해,
명확하고 분명하게 글을 써야*

DIDIER BOROWSKI

글로벌 견해 헤드



PIERRE BLANCHET

투자 인텔리전스 헤드

알파벳 형태의 전망은
경기회복의 현황을 충분하게
나타내지 못한다

이코노미스트들은 경기회복의 프로파일 특징을 표현하기 위해서 알파벳 문자를 자주 사용해 왔다. 하지만 하나의 문자가 모든 것을 설명하지는 않는다. 경기회복의 형태를 궁극적으로 결정하는 것은 바로 감염병의 지속기간이기 때문이다. 경기사이클의 탈동조화는 전통적인 지리적 분화로 가는 문을 열게 될 것이다.

경기회복의 프로파일:

U형, V형, W형, L형, K형? 또 다른 유형?

이코노미스트들은 코로나19 이후 경기회복의 프로파일 특징을 표현하기 위해서 (라틴) 알파벳 문자를 자주 사용해 왔다. 문자 V, U, L, W 및 최근에는 K가 광범위하게 사용되었지만(그리고 여전히 사용되고 있음), 분석의 기간이나 감염병의 지속기간에 대한 기본적인 가정을 특정하지 않고 있으며 어떠한 경우에도 경제적 변수들(총 GDP, 1인당 GDP, 고용률에 대해서 예상한 것인가?)에 대해서 구별하지 않고 있다.

여기에서는 이를 더 명확하게 살펴보도록 하겠다. GDP의 측면에서, V형은 중국의 경기회복을 특징을 비교적 잘 나타내고 있으며, 보다 일반적으로는 동북아시아 경제에 적합하다. U형(사발 형태)은 경기회복이 느린 특징(V형의 반대)을 나타내는 것을 목표로 하고 있으며, 위기 이전의 GDP 수준으로 빠른 복귀가 일어나지 않음을 나타낸다. W형은 2차 감염병 대유행으로 인해 발생하는 “더블 딥”의 가능성을 언급하는 것이다. L형은 잠재적 생산력의 확정적 상실을 나타낸다. 일부에서는 루트형(3분기에 관찰된 기술적 반등 후에 GDP의 장기적 안정기)을 언급하기도 하며, 심지어는 (보다 문학적인 방식인) 경기회복 프로파일로 “새의 날개”를 언급하기도 한다. 마지막으로 K형은 기존의 파편화의 (확정적인?) 증가라는 특성을 가진 경기회복을 나타낸다. 즉 불평등성이 증가하고 부문별 분화가 지속됨을 표시한다.

K형 경기회복의 문제는...

보다 정확하게 말하자면, K형은 지역, 국가, 부분들 사이에서 발생하는 분화 추이를 강조하기 위한 의도가 있으며, 이러한 분화는 특정 한 일부 분야에서는 회복되거나 심지어는 번영하지만 다른 일부 분야는 회복되지 못하고 심지어 붕괴될 수 있음을 나타낸다. 이는 금융시장에 심각한 악영향을 준 코로나19 이후의 세계의 일시적인 패턴일 수도 있다. 실제로, 뒤쳐진 것과 분화는 커다란 차이가 있으며, 분화는 따라잡을 수 있다는 희망이 거의 없음을 나타낸다.

지난 수십년 동안에 글로벌 경기순환은 유럽, 아시아, 미국 사이에서 앞서거나 뒤쳐짐을 번갈아 하면서 진화해 왔다. 하지만, 지역들과 부문들은 서로 긴밀하게 연계되어 있으며, 재정정책/통화정책과 금융시장도 역시 그러하다. K형 시나리오에서는 장기적으로 분화하는 명목성장의 경로가 글로벌 경기순환 사이의 연계를 끊어버릴 수 있기 때문에 완전히 다른 스토리가 된다. 이는 궁극적으로는 본드와 외환에 특별한 영향을 가지는 시장행태의 분화를 의미한다.

K형 시나리오의 두 번째 중요한 특성은 승자 독식이다. 자본은 높은 성장세의 세그먼트로 유입되기 때문에, 이에 대한 균형을 맞추는 정책이 없다면 금융 거품과 자원의 배분 왜곡이 장시간 동안 지속될 가능성이 크다. 장기적인 K형 시나리오는 리스크이며, 정책의 관점에서 아무런 조치 없이 내버려 두기에는 최적의 상태가 아니기 때문에 지속 가능하지도 않다. 하지만, K자형에서 기술하고 있는 급격하지만 일시적 분화는 팩터 투자전략의 효율성을 떨어뜨리고 투자자들은 전통적인 지리적 배분전략으로 되돌아 가게 될 것이다.

하나의 문자가 모든 것을 설명하지는 않는다

코로나19 팬데믹이 장기간 계속되는 경우에 코로나19 위기는 경제에 더욱 오랫동안 지속되는 깊은 상처를 남길 것이다. 사망률이 높은 감염병은 (인구학적 충격으로 인해) 잠재성장률에 직접적인 영향을 미치지만 불평등성에는 거의 영향을 주지 않는다는 경험적인 증거들이 존재한다. 이와는 반대로, 코로나19와 같은 “온건한 감염병”(과거의 다른 감염병과 비교하여 사망률이 비교적 낮음)은 인구학적으로는 영향이 거의 없지만 불평등성을 증가시키는 경향을 띠고 있고, 이는 간접적으로 잠재성장률을 압박할 수 있다. 궁극적으로 경기회복의 형태를 결정하는 것은 감염병의 지속 기간이며, 따라서 알파벳 문자의 시나리오는 이를 오도할 수 있다. 우리가 현재 바탕으로 하는 가설은 백신 및/또는 치료제가 2021년 하반기 이전에는 개발/보급되지 않을 것이고, 이는 단기적으로 비정상적인 성장 프로파일로 이끄는 문을 활짝 열어 체치면서 궁극적으로는 느리면서도 국가별/부문별로 불균등 적이면서 다양한 경기회복의 속도를 보일 것이라는 우리의 중심 시나리오를 확인하고 있다.

2020-10-23 작성 완료



* 어네스트 헤밍웨이

AMUNDI 자산종목 견해

	자산종목	견해	1개월 변화	근거
주식 플랫폼	미국	-/=		주식 리스크프리미엄은 본드에 비해 상대적으로 매력적이지만, 특히 대통령선거와 관련하여 변동성이 없을 수 있다는 것을 의미하지 않는다. 하지만, 경기회복 지속, 기업이익 예측의 개선, 전면적인 전국 봉쇄조치의 낮은 가능성에 대한 기대감이 주식 가격을 떠받칠 것이며, 시장의 경기사이클주와 우량주에서 특히 그러할 것이다. 전반적으로, 투자자는 균형 있는 견지로 시장 분화에 플레이 해야 할 것이다.
	유럽	=		경제는 개선되고 있지만, 코로나바이러스 확진자 수의 증가 및 이에 따른 유럽 지역의 봉쇄조치가 시행된다면 경기회복에 어려움을 유발할 수도 있다. 그 결과는 극단적인 시장의 분산이며, 이는 액티브한 주식선택 투자자들에게 경기사이클주와 가치주 중목으로의 로테이션에 대한 기회를 만들어 낸다. 우리는 강력한 재무제표를 가지며 탄력적인 사업모델을 가진 종목을 모색한다.
	일본	=		일본과 같이 경기사이클에 친화적인 시장은 글로벌 성장전망과 매력적인 밸류에이션에 의해 떠받쳐 질 것이다. 하지만, 투자자는 성장 경로에 대한 가시성이 높아질 때까지 경계와 균형을 유지해야 한다.
	신중국 시장	=		경제 예측의 개선은 2021년 신중국 자산을 떠받칠 것이지만, 러시아에 대한 최근의 제재와 미국 대통령선거 등과 같은 지정학적 리스크는 글로벌 우위를 점하려는 미국-중국의 대결 구도와 결합되어 핵심적 변수가 되었다. 하지만, 코로나19 위기는 글로벌 성장동력으로서 중국의 역할을 강화시켰으며, 이러한 추이에 노출된 아시아 및 그 외의 경제들이 혜택을 받을 것이다. 우리는 전반적으로 중립적인 견지를 유지하면서, 반도체 부문과 매력적인 가치의 성장주 중목을 선호한다.
채권 플랫폼	미국 국채	=	▼	불확실한 경제환경에서 미국 재무성증권(UST)이 안전장치를 제공한다는 관점에서 우리는 글로벌 포트폴리오에서 미국 듀레이션에 대해 중립적/경미하게 긍정적이 포지션이다. 미국 포트폴리오의 경우, 우리는 장기적 인플레이션 예측을 고려하고 있으며 미국 재무성증권(UST)보다는 미국 물가연동국채(TIPS)를 선호한다.
	미국 IG 회사채	=/+		IG 세그먼트는 연준의 통화부양책 지원을 계속 받을 것이지만, 정치적 불확실성이 변동성을 유발할 수도 있다. 투자자는 액티브한 포지션을 유지해야 하고, 리스크가 비대칭적인 스프레드 듀레이션을 서서히 축적해야 할 것이다. 강력한 소비자 및 주택 시장을 감안하여 우리는 소비자 및 주택담보증권을 선별적으로 선호한다.
	미국 HY 회사채	-/=		우리는 HY, 특히 수익 잠재성보다는 하방 잠재성이 높은 분야에 대해서 신중한 포지션을 유지한다. 시장은 중앙은행의 조치로 떠받쳐 지고 있지만, 일부 기업들은 느린 속도의 경기회복을 견딜 수 없을 것으로 보이기 때문에 선별이 중요하다.
	유럽 국채	-/=		우리는 금리가 이미 낮은 수준이기 때문에 이 종목에 대해서 신중한 포지션을 취하지만, 상대적 가치 트레이드에 포커스를 두면서 액티브한 포지션을 유지한다. 하지만, 유럽중앙은행의 지속적인 지원, 금융시스템 파편화와 정치적 리스크의 감소를 감안하여 유럽 주변국 국채에 대해서는 긍정적인 포지션을 유지한다.
	유로통화권 IG 회사채	+	▼	IG 스프레드가 타이트해 졌고, 유럽중앙은행의 양적완화가 뒷받침을 제공하고 있음에도 불구하고 우리는 유로통화권 IG 회사채에서 압착될 수 있는 여지가 거의 없다고 믿고 있다. 유럽 IG 회사채의 레버리지가 낮기 때문에 우리는 미국 IG 회사채에 대비하여 유럽 IG 회사채를 계속 선호하며, 잠재적으로 추가적 수익률을 제공하는 금융채와 후순위채권에 플레이한다. 전반적으로, 우리는 선별과 유동성에 높은 포커스를 유지한다.
	유로통화권 HY 회사채	=		우리는 투자자에게 매력적인 가격에 우량한 크레딧을 매수하는 요건으로 높은 소득을 위한 필요성에서 균형을 맞추도록 권고한다. 현재의 풍부한 유동성은 실적 악화가 나타나는 기업의 크레딧 가격을 올린다는 사실에 유념하는 것이 중요하다. 따라서, 선별 및 현금 완충의 필요성이 매우 높다.
	신중국 채권 경화표시	=/+		우리는 경화표시(HC) 채권에 대해 긍정적인 포지션을 유지하지만, 우리는 미국 대통령선거의 결과 및 일부 신중국의 중앙은행은 정부의 재정적자를 보전할 수 있는 여력이 없을 수 있다는 사실에 유념해야 할 필요성이 있다고 믿고 있다. 투자자는 선별적으로 IG의 수익을 실현해야 하지만, 스프레드가 여전히 높은 HY 종목에는 가치가 일부 남아있다고 생각된다.
기타	신중국 채권 현지화표시	=		우리는 신중한 포지션을 취하며, 미국에서의 (어느 시점에서 발생하든지 간에) 금리상승의 전망이 신중국 금리에 대해서는 경미하게 부정적일 수 있다는 사실을 인지하고 있다. 따라서, 우리는 경제적인 태세를 취하면서, 시장전위를 포착하기 위해서 역동적인 견지를 유지하며, 업사이드가 제한적일 경우에는 투자자는 시세차익을 취해야 한다고 믿고 있다.
	원자재			사우디아라비아가 주도하는 공급감축은 석유시장에서 과잉공급의 불균형 해소에 도움을 주고 있다. 금속의 경우, 최근의 금(그리고 은)투매는 실질금리 상승, "정상적인" 리스크온, 연준의 자산매입 일시중단에 대한 우려와 관련이 있다. 중앙은행의 통화정책은 금 가격의 가장 강력한 동인이 되어 왔으며, 중앙은행이 추가적인 비통기파적인 견지를 유지하는 동안에는 향후에 투매 현상을 나타내지는 않을 것으로 보인다. 반면에, 중앙은행들이 정책을 변경하는 경우, 전통적인 수치들(금리 및 FX)에 기반한 금의 공정한 가치는 현재 수준보다 훨씬 낮다는 사실을 감안하면 금은 심각한 하락추이의 반전에 취할 수 있다. 무엇보다도, 원자재는 중앙은행의 유동성 주입, USD 약세, CNY 강세에서 혜택을 받고 있다.
	통화			G10의 나머지 국가와 비교하여 미국이 경제성장률과 금리에서 이점을 상실하고 있음을 감안하면, 경제성장률 수정이 이루어지지 않는 경우에 USD는 G10 FX와 대비하여 조정을 받을 수 있다. 하지만, 영국과 유로통화권의 경제성장률이 실망스러운 경우에는 USD의 움직임은 덜 확연해 질 것이다. 흥미로운 사실은, USD의 탄력성이 증명된 9월에 확연하게 나타났듯이 리스크 심리와 FX의 상관관계가 상승되었다는 점이다. 따라서, 미국에서의 정치적 불확실성과 변동성이 상승함에 따라 USD의 평균 공정가치로의 환원은 제한적일 수 있다. 반면에, GBP의 움직임은 브렉시트와 관련된 뉴스 흐름과 긴밀하게 연계될 것이다.

범례

--- -- - = + ++ +++ ▼ ▲

부정적 중립 긍정적 이전 달 대비 하향수정 이전 달 대비 상향수정

출처: Amundi, 2020년 11월 4일 기준, EUR 기반 투자자에 대한 상대적 견해. 본 자료는 특정 시기의 시장환경에 대한 평가를 나타내며, 향후 사건의 예측이나 미래 실적에 대한 보증의 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.

거시경제 및 시장예측

거시경제적 예측
(2020년 10월 27일)

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년대비, %)		
	2019	2020 범위	2021	2019	2020	2021
미국	2.3	-4.6/-4.0	4.3/4.9	1.8	1.2	2.1
일본	1.2	-5.1/-4.5	2.9/3.5	0.7	0.0	0.2
유로통화권	1.2	-8.1/-7.5	5.0/5.6	1.2	0.3	1.0
독일	0.6	-6.3/-5.7	3.1/3.7	1.5	0.6	1.3
프랑스	1.2	-10.0/-9.4	6.3/6.9	1.3	0.6	1.1
이탈리아	0.3	-10.0/-9.4	4.7/5.3	0.7	-0.2	0.6
스페인	2.0	-12.4/-11.7	5.9/6.5	0.7	-0.3	0.8
영국	1.4	-11.5/-10.5	7.0/9.0	1.8	0.8	1.5
브라질	1.1	-4.9/-4.4	3.4/4.4	3.7	3.0	3.4
멕시코	-0.3	-8.8/-8.3	3.8/4.8	3.6	3.5	3.3
러시아	1.3	-4.0/-3.7	2.5/4.0	4.5	3.2	3.75
인도	4.9	-9.3/-8.3	7.0/8.2	3.7	6.6	6.1
인도네시아	5.0	-3.4/-2.8	2.8/3.6	2.8	2.1	2.9
중국	6.2	1.5/2.1	7.9/8.5	2.9	2.6	1.8
남아공	0.2	-9.1/-8.1	1.9/2.9	4.1	3.1	3.8
터키	0.8	-5.2/-4.2	4.0/5.0	15.5	11.5	11.0
선진국	1.7	-6.2/-5.7	4.5/5.1	1.5	0.7	1.4
신흥국	3.9	-3.3/-2.5	5.5/6.3	4.3	3.9	3.6
전세계	3.0	-4.5/-3.8	5.1/5.8	3.1	2.6	2.7

기준금리 전망

선진국					
	2020-10-28	Amundi +6개월	컨센서스 2021년 2분기	Amundi +12개월	컨센서스 2021년 4분기
미국	0.13	0/0.25	0.08	0/0.25	0.07
유로통화권	-0.50	-0.50	-0.54	-0.50	-0.60
일본	-0.05	-0.1	-0.06	-0.1	-0.09
영국	0.10	0.00	0.04	0.00	-0.04

신흥국					
	2020-10-26	Amundi +6개월	컨센서스 2021년 2분기	Amundi +12개월	컨센서스 2021년 4분기
중국	3.85	3.85	3.8	3.85	3.8
인도	4	4	3.7	4	3.7
브라질	2	2	2	2	2.4
러시아	4.25	4.00	4.15	4.25	4.35

장기채권수익률 전망

2년물 채권수익률					
	2020-10-28	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	0.15	0.10/0.3	0.18	0.1/0.3	0.21
독일	-0.787	-0.70/-0.50	-0.84	-0.70/-0.50	-0.89
일본	-0.12	-0.20/-0.10	-0.13	-0.20/-0.10	-0.12
영국	-0.052	0/0.25	-0.11	0/0.25	-0.13

10년물 채권수익률					
	2020-10-28	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	0.77	0.7/0.9	0.87	0.9/1.1	0.96
독일	-0.62	-0.60/-0.40	-0.58	-0.50/-0.30	-0.55
일본	0.03	-0.10/0.10	0.07	0/0.2	0.11
영국	0.22	0.20/0.4	0.30	0.3/0.5	0.36

통화 전망

	2020-10-23	Amundi 2021년 2분기	컨센서스 2021년 2분기	Amundi 2021년 4분기	컨센서스 2021년 4분기
EUR/USD	1.186	1.195	1.20	1.21	1.22
USD/JPY	105	104	105	106	105
EUR/GBP	0.91	0.91	0.90	0.90	0.90
EUR/CHF	1.07	1.09	1.09	1.12	1.11
EUR/NOK	10.96	10.44	10.40	10.30	10.20

	2020-10-23	Amundi 2021년 2분기	컨센서스 2021년 2분기	Amundi 2021년 4분기	컨센서스 2021년 4분기
EUR/SEK	10.38	10.25	10.30	9.99	10.23
USD/CAD	1.31	1.30	1.30	1.28	1.29
AUD/USD	0.71	0.74	0.73	0.76	0.75
NZD/USD	0.67	0.67	0.68	0.68	0.70
USD/CNY	6.69	6.55	6.75	6.40	6.75

출처: Amundi Research

당사 예측에 대한 고지사항

거시경제적 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.

주요 간행물

THE DAY AFTER

**The day after #12****Changing shares of labour and capital incomes: what implications for investors? (21-10-2020)**

BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Clients Coverage - BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation

The day after #11**Post-crisis narratives that will drive financial markets (23-09-2020)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

The day after #10**Rethinking the macro and cross-asset research: what we have learned from the Covid-19 crisis (20-07-2020)**

DEFEND Monica, Global Head of Research

INSIGHTS PAPERS

**Liquidity trends in the wake of Covid-19: implications for portfolio construction (28-10-2020)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy CIO, Asia ex Japan Supervisor - GUIGNARD Matthieu, Global Head of Product Development & Capital Markets - ETF, Indexing & Smart Beta - MINIERI Gianluca, CEO of Amundi Intermediation UK and Ireland

Emerging markets charts & views - market opportunities looking into 2021 (13-10-2020)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of EM

Building ESG momentum in US equities (13-10-2020)

STERLING Craig, Head of Equity Research, US Director of Core Equity, Portfolio Manager

Risk budgeting and trade sizing: why they matter to multi-asset portfolio construction (21-09-2020)

GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset — MCDONALD Shane, Head of Multi Asset Portfolio Construction and Financial Engineering — ORTISI Matteo, Portfolio Construction and Financial Engineering_Senior Analyst — TAZÉ-BERNARD Eric, Chief Allocation Advisor

With the contribution of BERTINO Claudia, Head of Amundi Investment Insights Unit, MATRAIA Massimiliano, Multi-Asset Investment Specialist, TRIO Nuria, Head of Multi Asset Business Development and Investment Specialists

INVESTMENT TALKS

**Election countdown: A Trump opening after the final Presidential debate? (27-10-2020)**

UPADHYAYA Pares, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

Time to reconsider US growth and value? (21-10-2020)

PIRONDINI Marco, Head of Equities, US Portfolio Manager — MURRAY Alec, Client Portfolio Manager - Equities

A civil vice presidential debate has little impact on the race (09-10-2020)

UPADHYAYA Pares, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

President Trump's positive COVID-19 test shakes up election, markets (05-10-2020)

UPADHYAYA Pares, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

Advantage Biden after the first Presidential Debate (01-10-2020)

UPADHYAYA Pares, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

WORKING PAPERS

**Retirement savings: the tax issue (15-09-2020)**

MAILLARD Didier, Professor - Conservatoire National des Arts et Métiers, Senior Advisor, Amundi

Climate change investment framework (09-09-2020)

AIIB, Asian Infrastructure Investment Bank — Amundi Research

Measuring and managing carbon risk in investment portfolios (2020-08)

RONCALLI Theo, LE GUENEDAL Theo, LEPETIT Frédéric, SEKINE Takaya, Quantitative Research — RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research

메모

메모

메모

Amundi Research Center



**Amundi 간행물
알아보기**
research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Policies
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds 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 자회사와 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 대한 확인, 이에 한정되지는 않음)도 부인한다. 상기에 전술한 사항에 어떠한 제한도 없이, 그 어떠한 사건에 대해서도 MSCI 당사자는 직접적, 간접적, 특별적, 사적적, 징벌적, 결과적 또는 다른 유형의 손해(이익 상실 포함, 이에 한정되지는 않음)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 규정에 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 없이는 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, 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 - Sensay

대표 편집인

BLANQUÉ Pascal, 그룹 최고투자책임자(CIO)

편집인

DEFEND Monica, 글로벌 리서치 헤드

Global Research 기여자

AINOUZ Valentine, Deputy Head of Developed Markets Strategy Research, CFA

BELLAICHE Mickael, Fixed Income Strategist

BERARDI Alessia, Head of Emerging Markets Macro and Strategy Research

BERTONCINI Sergio, Head of FI and FX Research

BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Head of Global Views

HUANG Claire, EM Macrostrategist

CESARINI Federico, Cross Asset Strategist

DELBO' Debora, Global EM Senior Strategist

Amundi Insights Unit의 기여자

BERTINO Claudia, Amundi Investment Insights Unit 헤드

FIOROT Laura, Amundi Investment Insights Unit 부 헤드

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

개념정립 및 생산책임

BERGER Pia, Research

PONCET Benoît, Research

부편집인

BLANCHET Pierre, 투자 인텔리전스 헤드

BOROWSKI Didier, 글로벌 견해 헤드

DROZDZIK Patryk, EM Economist

GEORGES Delphine, Fixed Income Strategist

HERVE Karine, EM Senior Economist

LEONARDI Michele, Cross Asset Analyst

PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

USARDI Annalisa, Senior Economist, CFA

VARTANESYAN Sosi, EM Senior Economist

LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit