

Research

제04호  
2021년  
4월

# CROSS ASSET

## 투자전략

CIO 견해

### 거품, 탠트럼 및 가치주의 설욕

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## 제04호 - 2021년 4월 차례

### 글로벌 투자견해

#### CIO 견해

##### 거품, 탠트럼 및 가치주의 설욕

p. 3

경기회복에 대한 희망을 바탕으로 한 미국 재무성증권(UST) 수익률의 상승은 시장이 연준(Fed)이 채권매입 프로그램의 일시 중단할 지의 여부에 대해서 의문을 제기하도록 만들었다. 우리는 연준이 완화적인 견지를 단기적으로는 변경하지 않을 것이라고 생각한다. 하지만, 투자자는 장기적으로는 상대적으로 높은 인플레이션에 대비하는 포트폴리오를 준비시켜야 하며, 이는 듀레이션에 투자비중축소를 유지하면서도 유연성의 확보를 통해서 이루어져야 하고 가치주와 경기민감주를 선호하는 로테이션에서 선별적인 혜택을 받을 수 있어야 할 것이다. 이와 더불어서, 투자자는 인플레이션 연계채권 등의 자산과 실물자산에 대한 투자배분의 증가를 고려해야 할 것이다. 전반적으로, 크레딧을 포함한 자산종목의 ‘내부’ 및 ‘전체’에서 상대적 가치를 살펴보는 것이 중요하다.

#### 매크로

##### 가치주 vs 성장주: 로테이션에서 혜택을 받는 방법

p. 4

성장주에 대비한 가치주로의 로테이션은 장기적인 추세이며, 이는 경제 재개에 의해 뒷받침될 것이지만 선형적이고 단순한 경로에 따라 이루어 지지는 않을 것이며, 이에 따라 액티브하게 유지해야 할 필요성을 정당화시킨다.

#### 멀티애셋

##### “시클릭얼 친화적” 패러다임 내에서 리스크를 재조정할 것

p. 5

우리의 중간 수준 리스크은 견지를 확인하는 성장 내러티브와 더불어서, 선진국 주식에서 기회와 신흥국 FI와 FX 공간에서 재배열이 나타나고 있다.

#### 채권

##### 경기회복에 플레이하고, 크레딧과 인플레이션에 플레이할 것

p. 6

연준은 완화적 금융조건을 유지함에 따라 테이퍼 탠트럼을 유발할 가능성이 낮지만, 우리는 ‘레짐전환’의 시작점에 있기 때문에 저물가와 저금리의 시대는 되돌아오지 않을 수도 있다.

#### 주식

##### 로테이션, 선별 및 기업이익 성장의 카테일

p. 7

유럽의 백신접종 지체에도 불구하고, 우리는 수요 및 기업이익이 올해 업사이드 서프라이즈를 보일 것이라고 믿고 있지만, 투자자는 펀더멘탈에 계속 포커스를 두어야 할 것이다.

### 글로벌 테마 견해

#### 질문과 답변

p. 8

당사의 글로벌 견해팀에서는 고객들이 자주 묻는 질문에 대한 답변을 제공하기 위해 노력하고 있다.

### 시장 시나리오 및 리스크

> 중심 및 대안 시나리오	p. 12
> 상위 리스크	p. 13
> Cross Asset 디스패치: 시장 전환점 감지하기	p. 14
> 글로벌 리서치 클럽	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

거품, 탠트럼 및 가치주의 설욕



Pascal BLANQUÉ,  
Group Chief Investment Officer



Vincent MORTIER,  
Deputy Group Chief Investment Officer

채권에서는 대대적인 변화가 진행 중이다 - 미국 재무성증권(UST) 수익률, 수익률곡선(2~10년물)의 스티프닝, 기대인플레이션의 상승으로 시장은 우리가 테이퍼 탠트럼 2.0에 당면하고 있는지에 대한 여부에 의문을 제기하도록 만들었다. **우리는 연준이 향후 12개월 동안에 자산매입 프로그램을 중단하는 선제적인 조치를 취할 리스크는 과장되어 있다고 생각한다.** 연준은 신중한 입장을 유지할 것이며, 인플레이션 리스크를 대수롭지 않을 것으로 간주할 것이다. 따라서, 경기회복의 기대감으로 견인되는 수익률의 건전한 상승이 나타날 수도 있다. 미국의 인플레이션은 기저효과와 ISM 투입가격에 의해 이끌어져서 기술적인 반등세를 지금 나타내고 있는 것으로 보이지만, 이를 단기적인 패턴으로 보는 것은 실수일 수 있다. 소위 말하는 이러한 기저효과가 사라지면, 시장은 인플레이션에 있어서 보다 구조적인 요인이 있다는 사실을 인식하게 될 것이다. 저성장, 저물가, 제로금리의 시대가 영원할 것이라는 명제는 새로운 내러티브에 의해 타격을 입고 있다 - 즉, 인플레이션이 복귀하고 있는 것이다. 반면에, 중앙은행과 정부는 어려움을 겪고 있는 기업들이 생존하도록 돕고, 새로운 일자리를 창출하면서 불평등과 기후이슈에 대처하기 위한 프로젝트에 대한 지원을 제공하기 위한 자금이 필요하다. 인플레이션에 대한 대처는 최상위 순위를 가지지 않으며, 완전고용에 커다란 포커스를 두고 있다.

**중앙은행이 지원조치를 철회할 수 없는 상황에서 새로운 금융레짐으로 점진적으로 이동**하고 있으며, 우리는 이를 1970년대로 회귀하는 길로 접어들었다고 간주한다. 1970년대말에서 나타나듯이, 금융레짐의 변화는 중앙은행 정책목표의 변화와 더불어서 종종 발생한다. 하지만, 시장은 수익률곡선을 영원히 통제할 수 있을 것이라고 기대하고 있다. 새롭게 설정된 우선순위로 인해 중앙은행이 미지의 세계로 이동하고 있음을 감안하면, 이는 잘못된 기대감이다. 이러한 순차적인 변화에서 나타나는 2 번째 국면에서는 채권수익률에 대한 선호도가 떨어지게 되고 리스크프리미엄의 리버런싱으로 이어지게 될 것이다. 이러한 상황을 계속 염두에 두면서, 투자자에게는 해결해야 할 다음과 같은 일부 핵심 질문이 존재한다.

- **수익률 상승의 상황에서 채권배분을 관리하는 방식?** 수익률의 상승세는 아직 끝나지 않았을 수 있지만, 가속화의 속도는 둔화될 것이다. 2013년 테이퍼 탠트럼을 살펴보면, 채권 조정의 2/3 이상이 처음 3개월 동안에 발생했다. 이러한 상황이 2021년 초반에도 똑같이 반복되고 있는 것으로 보인다. 채권은 변화의 확정 이전에 움직이고, 이러한 변화의 확정은 이번 여름에 일어날 것이다. 투자자는 듀레이션의 투자비중축소를 유지해야 할 것이며, 고금리에서도 재조정할 수 있는 유연성을 확보해야 한다. 크레딧에서 가치와 지역 및 수익률곡선에 걸친 상대적 가치를 추출할 수 있는 기회가 존재한다. 이는 채권(fixed income) 투자에서 유연하고 비재약적인 접근방식에 우호적인 환경이다.
  - **채권수익률 상승이 주식의 거품붕괴를 촉발할 것인가?** 미국 재무성증권(UST) 수익률의 상승은 채권 뿐만이 아니라 주식에서도 주목해야 할 중요한 사안이다. 미국 배당수익률과 장기금리 사이의 차이는 제로이며, 이는 주식의 가격조정이 예상된다는 징후였다. 또한, 2021년 초반 수주 동안에 나타난 강력한 주식 성과에는 비합리적인 요소도 존재한다. 현재 나타나는 형태는 일부 과잉이 해소되는 것이지만, 분명히 이러한 상황이 베어마켓은 아니다. 주식 전망은 건설적인 상태를 유지하고 있지만, 수익성이 금리를 견인하는 성격이 줄어들고 실물경제를 견인하는 성격이 늘어나고 있다. 투자자에게 주식은 경기회복의 국면에서 핵심적 자산종목으로 유지되지만, 수익률 상승에 취약한 비싼 분야는 피해야 할 것이다.
  - **가치주의 설욕은 지속될 것인가?** 채권수익률 가격조정은 가치주로의 리버런싱을 견인하고 있다. 이러한 로테이션의 첫 번째 라운드는 백신접종의 가속화 상황으로 촉발되어 2020년 11월에 나타났다. 지금은 금리 상승으로 견인된 두 번째 라운드에 나타나고 있는 상태이다. 인플레이션과 경기가속화가 확인되는 과정에서 우리는 이러한 상황이 어떻게 전개될 지를 주목해야 할 것이다. 투자자는 다년간 진행될 로테이션에서 혜택을 받기 위해, 경기민감성의 틸팅을 가지면서 가치주에서 추가적인 기회를 추구할 수도 있다.
  - **채권수익률이 상승하는 현 상황에서, 신흥국 투자 케이스는 여전히 유효한가?** 신흥국 자산은 USD와 미국 금리에 민감하지만, 현재의 신흥국은 인플레이션과 경상수지 불균형과 관련해서 2013년보다 훨씬 나은 상태를 보여주고 있으며, 특히 '5대 취약신흥국'(Fragile Five: 역주: 인도, 인도네시아, 브라질, 터키, 남아공)에서는 더욱 개선된 상황이다. 신흥국 채권은 글로벌 포트폴리오에서 수익엔진으로서 핵심적 역할을 할 수도 있다. 우리는 신흥국 경화표시 채권에 중장기적으로는 건설적 포지션을 유지하지만, 단기적으로는 방어적인 포지션을 취한다. 이와 동일한 포지션이 신흥국 FX에서도 적용되며, 신흥국 FX는 약세의 USD라는 중기적 견해를 바탕으로 USD보다 아웃퍼포먼스를 낼 잠재력을 가지고 있지만, 단기적으로는 USD가 강세를 보일 수 있기 때문에 단기적 전망에 대해서는 덜 호의적이다. 신흥국 주식은 선호되는 신흥국 자산이다 - 적당한 가격의 성장주에 대한 익스포저와 긍정적인 기업이익 전망을 바탕으로 신흥국 주식이 선호된다.
  - **주식과 채권 사이의 상관관계가 양의 상관관계로 전환됨에 따라 인플레이션 상승은 전통적인 투자분산을 수행함에 있어서는 어려움을 야기시킨다.** 투자자는 인플레이션 연계채권, 실물자산(부동산 및 인프라), 원자재와 같은 자산에 대한 배분의 증가를 고려해야 할 것이다.
- 결론적으로, 주식과 채권의 절대적 가치가 과장된 상황에서 상대적 가치는 시장에 남아있는 유일한 가치이다.** 투자자는 자산종목의 '내부' 및 '전체'에서 상대적 가치를 살펴봐야 한다. 이러한 관점에서, 방향성 리스크를 제한하면서 시장에서 상대적 가치의 추출을 추구하는 절대수익성 접근법(absolute return approach)은 투자분산의 향상에 도움을 줄 수 있다.

**전반적인 리스크 분위기**

리스크오프                      리스크온

위험자산에 건설적 포지션, 크레딧 대비한 주식의 선호, 상대적 가치 추구. 미국 재무성증권 수익률의 변화 속도와 실질금리가 모니터링 되어야 함

**이전 달 대비의 변화**

- ▶ 듀레이션에 신중하고 액티브한 포지션, 미국의 인플레이션에 긍정적 포지션
- ▶ 미국 금리의 상승과 USD 강세를 감안하여 단기적으로는 신흥국 채권과 FX에 방어적 포지션

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

매크로

가치주 vs 성장주:  
로테이션에서 혜택을 받는 방법



Monica DEFEND,  
Global Head of Research



Éric MIJOT  
Head of Developed Markets Strategy  
Research

성장주에 대비한 가치주로의 로테이션이 경제 재개에 의해 뒷받침되고 있다. 이와 관련된 일부 장기적인 주장도 우호적으로 작동하겠지만 선형적이고 단순한 경로에 따라 이루어 지지는 않을 것이며, 이에 따라 액티브하게 유지해야 할 필요성을 정당화시킨다

조 바이든 미국대통령의 1.9조 달러 규모의 부양책 패키지는 장기금리에서 상승의 가속화를 유발하고, 이에 따라 가치주 테마를 강화시켰다. (3월 13일 기준으로 MSCI World Value는 +4.7% 상승한 반면에 MSCI World Growth는 -2.5 하락함) 이와 관련된 메커니즘은 잘 알려져 있다 - 금리 상승은 경기회복에 동반되며, 이러한 상황은 경기민감주 및 그 관련주, 소형주와 대다수의 가치주에 우호적이다. 이에 반해서, 긴 듀레이션의 주식(성장주)에는 미래의 장기적 수익성에 대한 할인으로 나타나서 압박을 주게 된다.

**우리는 이러한 로테이션이 더 크게 진행될 잠재력이 있다고 믿고 있다.**

새로운 투자사이클은 2020년 3월 23일에 주식시장의 저점에서 시작되었다. 이러한 첫 번째 시클릭얼 진화적 국면은 원자재 가격의 반등(일반적으로는 2년 동안 지속됨)과 기대인플레이션의 상승(명목적 경제성장이 회복할 것이라는 아이디어를 뒷받침함)이 동반되었다. 평상 시와 다름없이, 소형주가 우선 혜택을 입었다.

하지만, 가치주(금융부문과 에너지부문에서 일차적으로 찾을 수 있음)는 잘 알려진 구조적인 어려움(디지털 전환, 규제, 처음으로는 저금리 금융레짐, 두 번째로는 환경적 전이)과 더불어서 치고 올라오지 못했다.

**현재의 실질금리를 통한 장기금리의 상승 가속화**(리스크프리미엄에 압박하고, 이에 따라 할인율에도 압박함)는 최근에 성장주에서 가치주로의 이러한 전이를 더욱 호의적으로 만들었다. 가치주의 수익성이 리세션 동안에는 심각하게 시험을 받았기 때문에, 가치주는 수익성 성장도 성장주보다 향후 12개월 동안에 훨씬 높게 생성될 것이다. (IBES에 따르면, MSCI WorldGrowth의 +24%에 대비하여 MSCIWorld Value는 +34%일 것으로 예상됨) 마지막으로,

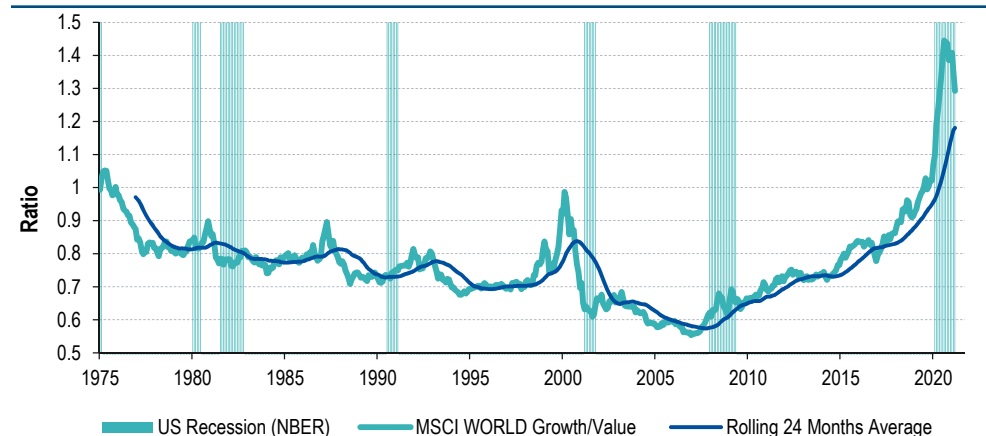
이러한 두 가지 지표의 역사적인 벨류에이션 갭 (2000년의 벨류에이션 갭의 수치보다 높음)은 추이가 계속될 수 있음을 제시하고 있다.

**그럼에도 불구하고, 우리가 이러한 거대한 가치주 로테이션을 전면적으로 활용하기 위한 액티브한 접근방식을 점진적으로 선호해야 할 필요가 있다고 믿는다.**

매우 장기간 동안에 가치주를 지지하는 주장(생산성향상 및 탈탄소화 투자, 가치주의 할인된 가격, 미래의 인플레이션 가속화, 성장률 상승으로 복귀, 향후 수년 이후에 인구학적 요인에서 비우호적인 특성의 감소 등)이 존재한다. 하지만, 그 경로는 혼란스러울 가능성이 크다. 이러한 관점에서, 우리는 MSCI World Growth/Value 비율이 24개월 평균 미만으로 떨어질 때에 지속적으로 다시 되돌아가는 경향을 보이며, 때로는 심지어는 급격히 회복되기도 한다. 확립된 질서를 깨트리는 데에는 시간이 소요된다. 우리가 만약 이 비율이 평균에 도달할 때까지 약 10%가 아직 남아 있다(상당한 여유가 있는 것으로 보임)고 믿는다면, 그 시점을 안전하게 지나기 위해 액티브한 관리가 필요하다는 것을 뒷받침하는 변곡점은 조금 더 늦게 올지도 모른다.

이러한 견해를 뒷받침하는 다음과 같은 몇 가지의 요인들이 존재한다. 1) 미국 10년물 수익률이 약 2%인 상황에서, 듀레이션을 취하는 것이 매력적이게 될 수 있고, 2) 인플레이션이 상승하는 경우, 가격결정권 테마(사치재, 일부 빅테크 등)와 같은 특정한 성장주에 우호적임)가 다시 부각될 수 있으며, 3) 장기적인 테마(그린관련 계획, 디지털, ESG)는 흥미로운 진입지점에서 혜택을 입을 수 있다. **결론적으로, 우리는 현재의 사이클에서 가치 스타일이 더 진전될 수 있고 상대적 가치에 대한 포커스를 점진적으로 두는 것이 필수적이라고 믿고 있으며, 여기에서 액티브한 관리의 강점이 부각하게 된다.**

MSCI World Growth/MSCI World Value 비율



Source: Amundi Research, Refinitiv, as of 15 March 2021.

멀티어셋

“시클릭 친화적” 패러다임 내에서 리스크를 재조정 할 것



Matteo GERMANO, Head of Multi-Asset

우리의 중간 수준 리스크은 견지를 확인하는 성장 내러티브와 더불어서, 선진국 주식에서 기회와 신흥국 FI와 FX 공간에서 재배열이 나타나고 있다

경제환경은 위험자산에 우호적이며, 우리는 리플레이션에 계속 플레이하지만, 선진국 내부 및 선진국/신흥국 사이에서 경제성장률에서 분화가 나타나고 일부에서는 밸류에이션이 너무 높다는 컨센서스 리스크도 인지하고 있다. 최근에 주식에서 나타난 폴백(역주: 하락 돌파 후 다시 상승)과 채권수익률의 상승은 멀티플의 재조정과 더욱 관련이 있지만 구조적 리스크가 낮아지고 있음을 나타내는 것은 아니며, 액티브한 투자자에게는 매력적인 진입지점을 제공할 수도 있다. 따라서, 선진국과 신흥국 시장의 주식, 크레딧, FX의 전체 스펙트럼에서 기회가 존재하기 때문에 민첩성과 선별적인 포지션을 유지하는 것은 중요하지만, 미국금리의 상승에 따른 악재로 인해 투자자는 자신의 포지션을 조정해야 할 것이다.

투자확신감이 높은 아이디어

**주식 전반에 대해 건설적인 견해와 더불어서 우리는 유럽과 미국에는 중립적 포지션, 일본과 호주에는 긍정적인 포지션을 유지한다.** 우선적으로 백신접종 프로그램을 배경으로 영국 내수주의 리플레이션 테마에 대한 노출, 수요 재부상, 기업이익 개선 등으로 인해 우리는 영국 내수주를 상향 조정했다. 여기에서 비롯된 비대칭적인 프로파일 및 방어주의 커다란 압박은 합의적인 경기회복의 트레이드에 대해서 완충을 제공한다. 신흥국의 경우, 우리는 낙관적인 포지션을 유지하지만 중국의 개선된 경제환경을 감안하여 중국에서는 가치전략과 금융종목에 강조점을 증가시키는 방향으로 일부 조정하는 것을 권고한다.

**듀레이션의 경우,** 우리는 미국과 유럽에 대해서는 중립적 포지션을 유지하지만, 미국 인플레이션에 대해서는 긍정적 포지션이다. 밸류에이션의 회복세에도 불구하고, 잠재적인 물가수치는 현재 수준에서 기대 인플레이션의 추가적인 상승을 가리키고 있다. 심지어는 영국의 경우에도, 최근의 소비자물가 보고서와 팽창적 재정정책의 계획에서 인플레이션의 긍정적인 그림을 제기하고 있으며, 이로 인해 우리는 2~10년물 수익률곡선 스티프닝 전략에 긍정적인 견지를 유지한다. 주변국의 경우, 떠받치고 있는 기술적 요인과 밸류에이션 및 긍정적인 정치적 상황으로 인해 우리는 독일 스프레드에 대비하여 이탈리아 30년물 국채에 건설적인 포지션이다. 라가르드 총재가 채권매입이 “올해 초반의 수개월 동안보다도 훨씬 더 빠른 속도”로 이루어질 것이라고 밝혔듯이, 우리는 유럽중앙은행이 유로 시장에 대한 지원을 계속할

것으로 예상한다. **우리는 크레딧에 전반적으로 건설적인 포지션을 유지**하지만 IG에 대해서는 경미하게 하향 수정했으며, HY와 비교하여 추가적인 스프레드(가산금리) 압착의 잠재력이 제한적인 상황을 감안하여 투자자는 IG에서 더 나은 진입지점을 모색하는 것을 권고한다. HY는 스프레드 타이팅이 있을 수 있는 일부 여지와 매력적인 캐리를 여전히 제공하고 있다. IG는 유럽중앙은행 지원에서 시장 변동성에 대한 탄력성을 유지함에도 불구하고, 채권수익률의 상승이 이 자산종목으로의 자금유입에 영향을 미칠 수도 있다. 이와 더불어서, 우리는 수익률 상승과 IG 스프레드 타이팅 사이(향상된 경제는 채권수익률을 향상시키고 기업 크레딧 매트릭스를 개선시키게 됨)의 관련성이 약화될 수 있다고 믿고 있다.

**신흥국 채권은 장기적으로는 ‘스마트 수익’을 지탱시키는 방법**이지만, 우리는 HY에서는 일부 타이팅 잠재력이 있는 상태에서 신흥국 채권지수(EMBI) 스프레드는 공정가격에 근접한 반면에 IG의 밸류에이션은 비싸다는 사실을 인지하고 있다. 그 결과, 미국 금리의 상승과 HY 채권에서 자금유출의 가속화로 인해 우리는 EMBI를 경미하게 하향 수정했다. 그럼에도 불구하고, 우리는 USD 헤지를 조정하고 미국 듀레이션 익스포저를 보호하라고 제한한다. **FX의 경우, 투자자는 건설적인 포지션을 유지해야 할 것이다** - BRL와 RUB에 긍정적으로 유지해야 하지만, 달러화 강세라는 관점에서, 이제는 각각 JPY와 EUR를 통해서 이루어져야 할 것이다. 우리는 이제 MXP/USD, KRW/USD, CNY/USD에 (제한적인 업사이드 잠재력으로 인해) 신중한 포지션이다. 자금유출의 우려로 인해 KRW는 하향 수정된 반면에, RUB는 러시아의 경제성장과 기대 인플레이션 및 유가 강세에 의해 떠받혀 지는 상태를 유지하고 있다. 선진국의 경우, 우리는 CAD/USD와 NOK/EUR에 긍정적 견해를 유지하는 반면에, CHF/GBP와 CHF/CAD에 신중한 견지를 취한다.

리스크 및 헤징

인플레이션과 미국 재무성증권 수익률의 움직임이 채권에 대비한 주식의 매력도를 변경시킬 수 있는 핵심적인 리스크이다. 우리는 투자자에게 주식 익스포저, 크레딧 포지션, 미국 듀레이션을 보호할 수 있도록 파생금융상품 형태의 헤지를 유지하도록 권고한다. 실질금리의 상승과 성장기대감으로 인해 우리는 금을 하향 수정했다.

Amundi Cross Asset 투자확신								
	1개월 변화	---	--	-	0	+	++	+++
주식								
크레딧								
듀레이션								
석유								
금	↘							

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

채권

경기회복에 플레이하고, 크레딧과 인플레이션에 플레이할 것



Éric BRARD,  
Head of Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,  
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,  
CIO of US Investment Management

현재 진행 중인 경기회복으로 인해, 우리는 위험자산에 대한 긍정적 견해를 유지하지만, 이러한 경기회복은 미국-유럽연합의 격차의 확대와 더불어서 경제성장률의 분화로 특징 지워질 가능성이 크다. 이는 기대인플레이션과 10년물 수익률의 상승을 유발했다. 이와 더불어서, 시장은 현재의 인플레이션에 대한 ‘기저효과’의 영향이 잦아들면 채권수익률과 인플레이션이 낮은 수준으로 되돌아 갈 것이라고 예상하고 있다. 하지만, 우리는 인플레이션에서 장기적으로 더욱 구조적인 무엇인가가 발생하고 있다고 믿고 있다. 이러한 상황을 감안하여, 투자자는 금리 및 USD 움직임과 이것의 신흥국 자산에 대한 영향에 대해서 액티브하게 유지해야 한다. 메트릭스의 향상에 대한 희망 및 중앙은행 지원과 더불어서 크레딧은 수익의 근원으로 유지되지만, 선별이 핵심적인 사안이다.

글로벌 및 유럽 채권(fixed income)

우리는 중동 전체의 듀레이션에 대해 신중한 포지션을 유지하며, 특히 미국, 유럽 핵심국, 캐나다, 영국에 대해서 더욱 그러하다. 주변국 채권의 경우에 우리는 긍정적인 견지를, 주로 이탈리아 30년물을 통해서 유지하지만, 투자자는 곡선 전체에 걸쳐서 기회를 모색하라고 권고한다. 또한, 우리는 미국과 유로 채권수익률 곡선을 액티브하고 추적하고 있으며, 특히 미국 채권은 인플레이션 상승과 더불어 계속 스티프닝 하고 있고 브레이크이븐을 통해 헤지가 이루어질 수 있다. 유로 채권은 일부 차익을 현실화할 수 있는 기회를 제공하고 있지만, 투자자는 10년물과 30년물의 미국 채권에 전반적으로 긍정적 포지션, 유럽 채권에는 중립적 포지션을 유지해야 할 것이다. 호주에서 경제와 인플레이션 기대감이 개선됨에 따라 우리는 이제 10년물 호주 브레이크이븐이 가치를 제공한다고 믿고 있다. 펀더멘탈과 낮은 채무불이행률(부도율) 덕분에, 우리는 크레딧에 대해 낙관적이지만, 실질수익률 상승의 영향은 모니터링 되어야 할 것이다. 우리는 장기만기(금리 움직임에 대한 민감성이 높음) 채권에 대비하여 비교적 단기의 듀레이션 채권(3~7년물)을 선호한다. 우리가 선호하는 분야는 금융으로, 선순위채권에 대비하여 후순위채권, IG에 대비하여 HY를 선호한다.

미국 채권(fixed income)

재정부양책과 인프라 지출이 성장률 예상을 끌어올릴 가능성이 크며, 이에 따라 우리는 미국 재무성증권(UST)에 (수익률곡선의 스티프닝과 정부채무의 증가로 인해) 방어적인 포지션을 유지한다. 투자자는 벨류에이션이 매력적으로 보이는 경우 이를 전술적으로 추가하는 옵션으로 금리 듀레이션 익스포저를 낮추는 것을 추구할 수도 있다. 하지만, 물가연동채권(TIPS)이 매력적인 분산투자종목이다.

소비자 부문의 강세는 노동 데이터가 개선됨에 따라 억눌렸던 수요를 오히려 하반기에 부양시킬 것이며 주택시장은 이미 강세를 나타내고 있다. 우리는 주택, 정부기관 발행의 부동산저당증권, 증권화된 크레딧에 대해 긍정적인 포지션을 유지하지만, 변동성이 높은 증권화된 크레딧의 경우에는 일부 신중함이 필수적이다. 특히 벨류에이션이 비싼 경우에는 더욱 신중을 기해야 한다. 중요한 점은, 금리 상승이 듀레이션 연장에 대한 소비자 기대감을 견인하고 있기 때문에, 이는 투자자에게 리스크가 될 수 있다는 사실이다. 이에 따라, 모니터링과 선별의 필요성이 높다. 우리는 기업 크레딧에 건설적인 포지션이지만, 금리 상승에 대한 포트폴리오의 민감도를 낮추기 위해서 투자자는 IG 듀레이션을 제한해야 한다고 생각한다.

신흥국 채권

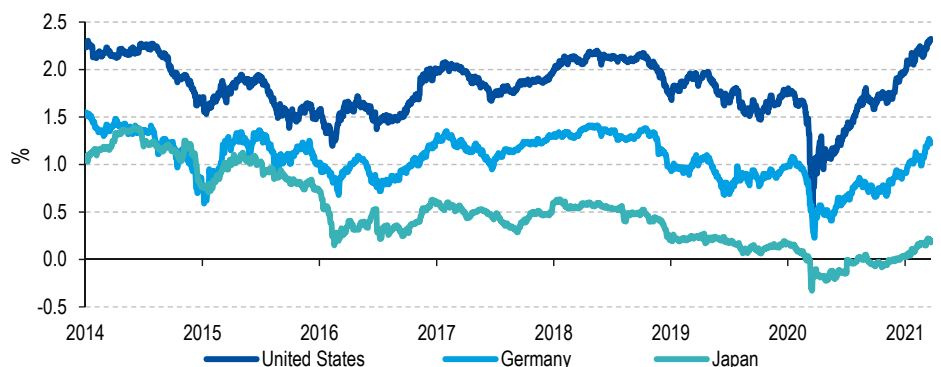
미국에서 금리 상승의 전망은 단기적으로 신흥국 채권을 압박하고 있다. HY의 경우, 스프레드가 현재 수준에서 더 높아질 수 있다고 믿고 있기 때문에 우리는 이제 HY에 대해 방어적인 포지션을 높였다. 현지화표시 채권도 FX 리스크를 감안하면 현 단계에서는 취약한 것으로 보인다. 지역별 견해로, 우리는 프런티어 시장에서 선별적이고 액티브한 포지션을 취하며, 투자자는 (가격 상승, 공급 우려, 수요 회복의 측면에서) 석유 수출국에 대한 익스포저를 늘리는 데에 있어서 신중해야 한다고 권고한다.

FX

단기적으로 미국 경제성장률이 강세를 보일 것이라는 예상으로 인해, 우리는 USD를 상향 수정했다. 유럽에 대비하여 미국을 선호하게 되는 금리의 차이로 인해, 우리는 유로화에 대한 방어적인 견지를 취한다.

연준이 완화적 금융조건을 유지함에 따라 테이퍼 탠트럼을 유발할 가능성이 낮지만, 우리는 ‘레짐전환’의 시작점에 있기 때문에 저물가와 저금리의 시대는 되돌아오지 않을 수도 있다

10년물 브레이크이븐 인플레이션율



Source: Amundi, Bloomberg, as of 18 March 2021.

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

주식

# 로테이션, 선별 및 기업이의 성장의 각테일



**Kasper ELMGREEN,**  
Head of Equities



**Yerlan SYZDYKOV,**  
Global Head of Emerging Markets



**Kenneth J. TAUBES,**  
CIO of US Investment Management

유럽의 백신접종 지체에도 불구하고, 우리는 수요 및 기업이이익이 올해 업사이드 서프라이즈를 보일 것이라고 믿고 있지만, 투자자는 펀더멘탈에 계속 포커스를 두어야 할 것이다

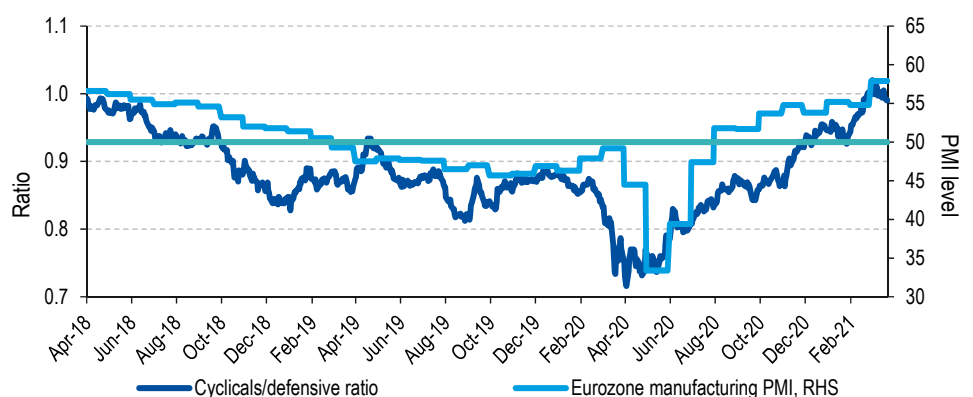
### 종합적 평가

투자자에 있어서 핵심 토픽은 기업들이 투입가격 인상과 상승하는 비용을 소비자에게 전가시킬 수 있는지의 여부이다. 기업들이 실제로 그렇게 하는 경우(우리는 기업들이 실제로 그렇게 할 수 있다고 생각함), 기업이의 성장률이 개선되고, 로테이션 기회와 향후의 주식 성과를 견인하게 될 것이다. 하지만, 최근에 나타난 변동성은 현재의 경기회복이 부문별 및 지역별로 불균형적이고 비선형적일 것이라는 사실을 적절하게 상기시켜 준다. 또한, 이러한 변동성은 시장의 과열된 세그먼트에서 과잉적인 거품을 걷어지는 기능으로도 작동하고 있다. 따라서, 투자자는 펀더멘탈, 사업모델의 내재적 강점 및 재무제표에 포커스를 두어야 할 것이다.

### 유럽 주식

‘거대한 로테이션’, 방어주에 대비한 경기민감주에 대한 선호와 성장주에 대비한 가치주의 선호는 유럽 주식의 탄력성을 나타내고 있다. **하지만, 이제는 경제 재개, 금리, 과대평가된 초고속성장주에 대한 긴장감에 포커스를 맞추게 될 것이다.** 그 결과, 우리는 강력한 재무제표를 가진 기업들을 계속 추구하고 있다. 또한, 우리는 투자자가 금융과 소재 부문에서 경기민감 우량주를 모색해야 한다고 믿고 있다. 금융 부문 중에서, 은행주는 경기회복이 가격에 완전히 반영되지 않은 종목이지만, 이에 대한 선별이 핵심적 사안이다. 반면에, 투자자는 이동통신 및 필수소비재 부문에서 매력적인 방어주를 찾아보아야 할 것이다. 이 부문들은 상대적으로 매력적인 밸류에이션을 감안하면 컨센서스에서는 동의하지는 않는 기회를 제공한다. 각종 자산으로 스며들고 있는 풍부한 유동성으로 인해서 밸류에이션 의식하는 견지를 유지하는 것이 중요하다. 마지막으로, 금리 상승의 리스크(면밀하게 모니터링 되고 있음)와 더불어서, 예상하지 못한 테이퍼링, 변이에 대해서 기존 백신의 효과 무력화 및/또는 백신접종 프로그램 진행의 지연이 핵심적인 사안으로 유지되고 있다. **초우량 종목에서의 모든 변동성은 기회가 될 수도 있다.**

### 제조업의 반등세는 유럽의 경기민감주를 뒷받침할 수 있다



Source: Amundi, Bloomberg, data as of 17 March 2021. Stoxx Europe 600 Optimised Cyclical and Defensive Price indices

### 미국 주식

억눌렸던 소비자 수요와 경기부양적인 정책으로 인해, 우리는 건설적인 포지션을 유지하며, 초우량 경기민감 가치주는 성장주와 수익률곡선의 스티프닝에서 혜택을 입을 수 있기 때문에 **특히 초우량 경기민감 가치주 세그먼트에 대해서 더욱 건설적인 포지션이다.** 하지만, 바이든 대통령의 부양책이 효과를 나타남에 따라 공급 병목현상으로 인해 일부의 경기과열이 나타날 수도 있다. 추가적으로, 초고속성장주와 모멘텀주와 같은 시장의 비싼 분야에 대해서는 일부 신중함이 필요하다. 따라서, 우리는 선별적인 포지션을 유지하며, 미국 주식에서 조정보다는 로테이션을 더 크게 예상하고 있다. 두 번째로, **초우량의 경기민감주, 가치주 및 합리적인 가격의 성장주는 경기활성화에 따른 기업이의 개선에서 혜택을 받게 될 것이다.** 부문별 수준에서는, 코로나19 위기에서 직접적인 손상을 입은 금융, 에너지, 심지어는 소비자 종목들에서 기회가 존재한다. 글로벌 경기회복과 금리 상승을 바탕으로 이러한 부문의 기업들, 특히 지속가능한 사업모델을 가지고 있고 경기회복세가 가격에 모두 반영되지 않은 기업들은 이제 우량한 수익을 낼 것이다. 장기적으로는 액티브하게 유지함으로써 처리될 수 있는 일부 리스크가 있을 것이다. 여기에는 너무 과잉적인 재정부양책과 연준의 잠재적으로 비불기파적인 견지를 조만간 변경할 수밖에 없는 상황 등이 포함된다.

### 신흥국 주식

우리는 신흥국 및 글로벌의 성장전망의 개선이라는 관점에서 신흥국 주식에 건설적인 견해를 유지하지만, 미국 금리의 상승도 인지하고 있다. 우리는 기술주와 인터넷주에 긍정적이지만, 일부 분야의 밸류에이션은 높다고 생각한다. 반면에, 우리는 필수소비재주와 의료건강주에 대해서는 신중한 포지션을 유지하지만, 의료건강주에 대해서는 우리의 견해를 경미하게 상향 조정했다. 우리가 시클릭 성장과 우량한 특성을 가진 가치 종목을 계속해서 모색함에 따라 우리의 포커스는 주식 선별에 유지된다. 그 결과, 우리는 대만의 일부 금융 종목이 매력적인 것으로 보인다고 믿고 있다.

글로벌 테마 견해

질문과 답변

당사의 글로벌 견해팀에서는 고객들이 자주 묻는 질문에 대한 답변을 제공하기 위해 노력하고 있다.



**Didier BOROWSKI,**  
Head of Global Views



**Pierre BLANCHET,**  
Head of Investment Intelligence



**Tristan PERRIER,**  
Global Views

**「차세대 유럽연합」(NGEU)의 다음 단계는 무엇인가?**

유럽연합에서 ‘검소한 4개국’(Frugal Four)와 나머지 회원국 사이에 치열한 협상을 거친 수주 후에 「차세대 유럽연합」(NGEU) 기금이 2020년 7월에 합의되었다. 유럽연합 회원국들에게 대한 **3,900억 유로의 보조금과 3,600억 유로의 대출금으로 구성된 7,500억 규모**의 이 기금은 6,725억 유로 규모의 「경기복구 및 회복 여신」(Recovery and Resilience Facility, 약자: RRF)라고 알려진 새롭게 만들어진 수단을 통해서 실질적으로 구축되며, 2021년 2월 11일에 유럽연합 이사회에서 완전 통과되었다.

**유럽연합 국가들은 2021년 4월 30일까지 국가별 경기복구 및 회복 계획을 제출해야 한다.** 또한, 유럽연합 국가들은 향후 5년 동안에 대한 개혁 및 투자에 대한 어젠더를 마련해야 할 필요도 있다. 구조개혁의 이행에 어려움이 있거나 선거가 다가오는 일부 국가에서는 이러한 계획 및 어젠더의 준비하는 사안이 문제가 될 수 있으며, 여기에는 프랑스와 이탈리아가 해당된다. 그 후에, 유럽연합 이사회는 2개월 동안 각 계획을 평가하고 4주 내에 이를 승인하게 된다. 성과 및 합의된 이정표에 따라서 보조금과 대출은 주어진다. 추인 과정이 5월 1일까지 완료될 것이라고 가정하면, 회원국들은 8월 1일까지 첫 번째 자금지원을 수여 받을 것이다.

RRF 보조금의 70%(3,125억 유로)는 2015~2019년의 실업률, 일인당 역 GDP, 인구비중을 기반으로 2021년과 2022년에 집행될 예정이다. 나머지 30%는 이전과 동일한 기준 및 실질 GDP의 하락에 기반하여 2023년말까지 모두 집행될 예정이다.

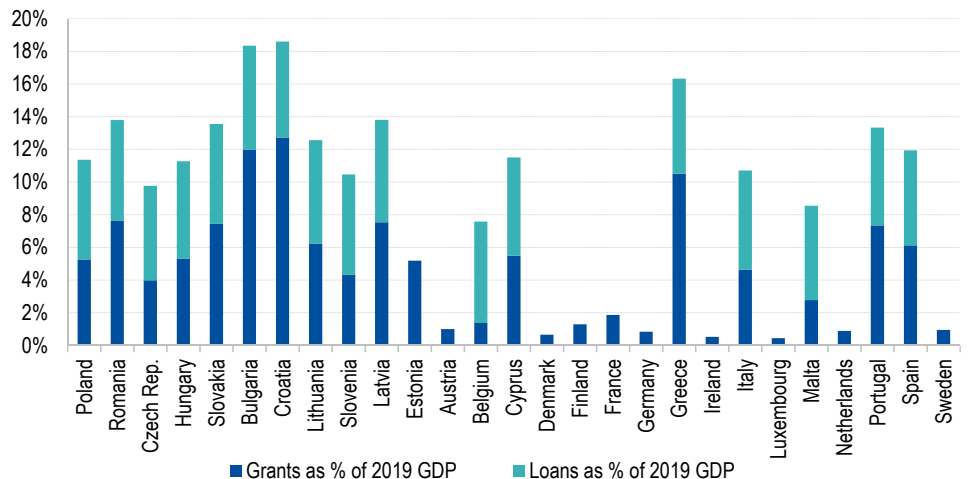
몇몇 국가들은 유럽연합 이사회 결정 이전에 이미 추인 과정을 시작했다. 본 분석을 작성하는 시점을 기준으로, 27개 회원국 중에서 11개국이 NGEU를 추인했으며, 이러한 11개 국가 중에서 북유럽 국가와 남유럽 국가는 거의 비슷한 숫자이다. 이러한 느린 추인 과정은 국가별

의회 의제상정 과정 및 법률적인 제한으로 인한 것이지만, 아직까지는 유럽연합 예산 일정에는 부합된다.

**유럽연합 집행위원회(EC)는 여름 동안에 이 기금을 발족하여 최초의 자금지원을 제공할 것이라고 기대하고 있다.** 하지만, 독일의 추인과정은 헌법재판소의 3월 26일 판결에 의해 위협을 받고 있다. 추인안은 연방상원과 연방하원을 통과했고, 스타인마이어 대통령에 의해 서명되기 직전이었지만, 유럽연합 회의론자 그룹에서 의해 위헌소송이 제기되었다. 독일 헌법재판소 재판관들은 유럽연합 집행위원회가 NGEU에 자금을 조달하기 위해서 “자체적인 새로운 자원”(즉, 세금)이 유럽연합조약에 부합되는지의 여부를 판결할 필요가 있다. 위헌소청 제기인들은 경기복구 기금 그 자체에 대해서는 반대하지 않지만, 새로운 자원과 발행된 채권은 독일 헌법을 위반하는 재정연합체라는 **실체**를 만든다고 주장하고 있다.

**이러한 기금에 대한 계획은 강력한 정치적인 지지를 받고 있으며, 종국적으로는 승인될 것이다. 하지만, 유럽연합 집행위원회는 모든 국가에서 NGEU가 추인되기 전에는 해당 기금에 위한 자금을 모금할 수 없으며,** 이에 따라서 기존 계획에 따르면 총 금액의 13%만을 2021년 하반기에 소요하기로 배정했다. 유럽국가의 경제는 봉쇄조치에 따른 기업활동의 피해와 낮은 백신접종률로 인해 이러한 자금지원을 필요로 한다. 정치인과 재판관에 대한 향후 수주 동안에 커다란 압박이 작용하여 NGEU 추인과정의 이루어질 것으로 생각하며, 9월까지의 첫 번째 프로젝트에 대한 자금이 지원될 것이라고 생각된다.

**1/ NGEU 보조금과 대출금**



Source: Bruegel Institute estimates, Amundi Research - Data as of March 2021

## 글로벌 테마 견해

2021년 하반기  
미국에서 예상되는 미니붐

올해 예정된 핵심적 일정

- 4월 30일 : 회원국은 2026년까지의 개혁 및 투자 어젠더를 설정하는 국가별 경기복구 및 회복 계획을 제출해야 한다
- 6월말: 유럽연합 집행위원회는 이 계획들을 2개월 동안 평가하게 된다
- 8월 1일: 유럽연합 이사회는 4주 동안 시간을 갖고 각 계획에 대한 최종 승인결정에 내리고, 회원국들에게 기금을 보내게 된다 (전체 액수의 13%가 우선 집행함)

## 유럽에서 배드뱅크의 설립으로 나아가는가?

**공공지원책 덕분에, 코로나19 위기는 무수익여신(NPL, 부실채권)으로 두드러진 증가의 결과로 이어지지는 않았다.** 유럽의 시중은행들은 자본충당이 원활한 수준이며, 올해 경기반등이 현실화되는 경우 이에 대해 우려할 필요는 없다. 하지만, 유럽의 시중은행의 2008년 금융위기 이전의 NPL 수준으로 회복은 2019년이 되어서야 비로서 이루어졌다는 사실을 기억할 필요가 있다. 유럽의 시중은행이 이월시킨 NPL 총 액수는 약 6,000억 유로이다. (NPL 평균비율은 2020년 3분기 기준으로 2.8%로 낮지만, 국가별로 현격한 차이를 보이고 있음) 늘어난 NPL이 은행대출의 규모를 제한시키지 않도록 하기 위해서 향후에 시중은행들은 직접적인 공공지원이 필요할 수도 있다.

**좋은 소식**은 신용의 분포 상태를 보존하고 **경제가 악화되는 상황에서 시중은행을 보호하기 위해서 유럽의 금융당국들이 시중은행의 재무제표에서 NPL을 제거하기 위한 명확한 전략을 가지고 있다는 사실이다.** 유럽연합 집행위원회와 유럽중앙은행은 결국에는 의견 일치를 이루었다. 단일한 유럽의 “배드뱅크”의 설립은 처음에는 유럽중앙은행에 의해 선호되는 사안이었지만, 이것이 현재 구상되고 있는 해결 방식은 아니었다. 실제로, 유럽연합 집행위원회는 국가별 “배드뱅크”의 설립을 지지하고 있으며, 이러한 국가별 “배드뱅크”는 NPL의 관리를 총괄하는 자산관리회사(AMC)라고 불렸을 것이다. AMC의 이러한 네트워크가 NPL을 증권화하여 최종 투자자에게 판매하는 방안이었다. **이번에 합의된 단일한 유럽의 배드뱅크의 설립 방안은 외부 충격에 대한 유로통화권의 탄력성을 증가시키는 핵심적 이정표가 된다.**

## 미국과 유로통화권의 성장률 차이의 영향은 무엇인가?

**코로나 위기가 시작된 지 1년이 지난 현 시점에서, 우리는 코로나19 위기의 영향을 평가할 수 있다.** 코로나 피해자 수와 관련하여서는 미국은 유로통화권 전체보다 약간 적은 인구 수를 가지고 있지만(3.3억명 vs 3.42억명), 미국이 유로통화권보다 훨씬 커다란 재앙을 겪었다(사망자 수 54.3만명 vs 44.5만명). 이는 미국에서 부과된 이동에 관련된 봉쇄조치가 덜 심했기 때문이다. 그 결과, 작년에 미국에서 실질 GDP의 하락 폭이 유로통화권에 비해서 적었다(-3.5% vs -6.8%). 새로운 봉쇄조치가 실시된 것을

감안하면 유럽의 GDP 성장률은 2분기에 둔화된 수준으로 유지되는 반면에, 미국의 경제활동은 급속한 속도로 확장을 계속할 것이다. 따라서, 경제적인 관점에서 미국이 유로통화권보다 더 좋은 상황이라는 것은 분명하다. 최근 수개월 동안에, 컨센서스는 계속적으로 미국은 상향 수정하고 유럽은 하향 수정하고 있다. 그 결과, 이제는 미국의 실질 GDP는 위기 이전의 수준으로 올 여름까지 회복할 것을 추정되지만, 유로통화권은 2022년말 이전이나 심지어는 2023년 초반까지도 회복되지 않을 것으로 예상되고 있다. 이는 미국과 유로통화권 사이에는 12~18개월의 경기사이클 격차가 존재함을 의미한다.

**미국 금리의 인상은 중요성을 가진다.** 첫 번째로는 이는 인플레이션이 미국에서 우선 현실화될 것이라는 아이디어를 강화시키고 있기 때문이다. 하지만, 지난해 채택된 전략 검토(지금은 인플레이션을 한 사이클 전체에서 평균 2%까지 끌어올리는 것이 목표)를 계기로 연방준비제도(연준)는 비록 인플레이션이 일시적으로 급상승의 서프라이즈를 보이더라도 금리인상이 필요할 때까지 시간을 확보할 수 있다. 우리는 2023년 이전까지는 첫 번째 금리인상을 하지 않을 것으로 예상된다.

**미국 의회에서 통과된 미화 1.9조 달러 규모(GDP의 9%)의 재정부양책 패키지는 2021년 하반기에 미니붐을 유발할 가능성이 크다.** 이와 더불어서, 미화 2조달러 규모의 인프라 투자의 계획 중의 일부가 올해말까지 집행되기 때문에 더욱 그러하다. 연준은 단기적으로 기준금리를 변경하지 않기로 약속해 왔지만, 장기금리에 대해서는 어떠한 약속도 하지 않았다. 연준의 재무성증권 매입은 장기채권수익률의 상승(10년물에 대해 1.7%)을 막을 정도로 충분하지는 않았으며, 이러한 장기채권수익률의 상승은 실질금리와 기대인플레이션 모두에 의해서 견인되었다. 연준이 자산매입에 대한 테이퍼링을 당분간은 하지는 않겠지만, 아웃풋갭이 줄어들에 따라서 연준은 결국에는 통화완화책의 수준을 낮춰야만 할 것이다. 이러한 결정은 불가피하기 미국 장기금리를 상승하도록 밀어 올리게 된다.

**이와는 반대로, 유럽중앙은행은 장기금리가 유로통화권 펀더멘탈과 분리되어 나타나는 경우에 장기금리의 상승 움직임을 저지할 것이다.** 유럽의 경제는 너무 취약한 상태이고 크레딧 조건은 완화적으로 유지될 필요가 있으며, 따라서 유럽중앙은행의 일부 위원들은 수익률곡선의 추가적인 스티프닝은 시기상조일 수 있다고 믿고 있다. 인플레이션은 여전히 이 지역을 위협할 수준이 전혀 아니며, 핵심국과 주변국 사이의 파편화도 여전히 너무 크다. 따라서, 유럽중앙은행이 자산매입 프로그램(APP)의 규모를 축소하는 것은 너무 이르다.

**미국국채 수익률의 상승은 제한될 것이다.** 저금리의 환경에서, 미국의 장기금리의 상승은 궁극적으로는 수익률을 추구하는 국내 및 국외의 투자자 모두에서의 미국 재무성증권을 다시 선호하는 것으로 이어지게 된다. 이는 미국 장기금리의 상승을 제한시킬 것이고 유로화에

글로벌 테마 견해

재정부양책의 규모가 더 커질 가능성이 높은 유럽

대비한 달러화의 일시적인 강세의 결과로 나타날 수도 있다.

**하지만, 경기사이클 격차는 향후 미국을 선호하는 방향으로 지속적으로 넓혀지지는 않을 것이며, 이와는 상당히 반대의 방향으로 나타날 것이다.** 반면에, 유로통화권의 성장율은 향후 수개월 동안에는 강력하게 가속화될 것으로 예상되는 반면에, 한 편으로는 미국에서의 경기과열은 재정부양책의 효과가 사라짐에 따라 2022~2023년에 활황/불황이 반복하는 경기사이클로 이어져 급격한 경제성장을 하락으로 나타날 수 있다.

**유럽의 주식시장은 글로벌 경기사이클 회복세를 바탕으로 한 수익성의 긍정적인 추이와 밸류에이션을 떠받치는 연장된 완화적인 통화조건 모두에서 혜택을 입을 수 있을 것이다.** 미국시장에서 과도하게 상승한 기술주(장기금리 상승에 민감한 부문임)는 경기민감주 및 금융 부문을 선호하는 로테이션(유럽 지표에서 더욱 확연하게 나타남)을 유발하고 있다. 이러한 탈동조화 성장의 구성은 역설적이게도 유럽시장에 혜택을 줄 것이며, 이는 국채/회사채 손실의 확장의 제한과 주식 리스크프리미엄 매력성의 상승이 있을 것임을 제시한다.

유럽에서 추가적인 부양책을 기대할 수 있을까?

위기 동안 및 위기 이후의 경기회복 부양책 모두와 관련하여 단순한 답변은 ‘그렇다’이다.

**단기적인 재정지원책과 관련하여,** 미국과 영국에 비해서 유럽의 백신접종 프로그램의 느린 시작은, 현 시점에 유럽에서는 봉쇄되었던 부분의 경제가 재개될 전망이 낮다는 점을 의미한다. 따라서, 관련된 정부들은 2020년말에 예상되었던 것보다 높은 재정비용으로 본 위기의 시작 이후로 광범위하게 사용해 온 동일한 유형의 지원책(단기적인 고용지원 정책이며, 가장 충격을 받은 부문과 기업부채에 대한 공공보증에 대한 공공지원으로 이루어짐)을 계속할 필요가 있다. 특히, 독일의 경우에 3월에 발표된 6백억 유로 규모의 추가적인 채무의 지금조달에 관련된 추가경정예산은 순 대출이 2021년에 사상 최고의

수준으로 2,400억으로 증가시킬 수 있지만, 이는 추가적인 향후 코로나 상황전개에 대한 대비하여 사용될 추가적인 여력을 마련하기 위함이다.

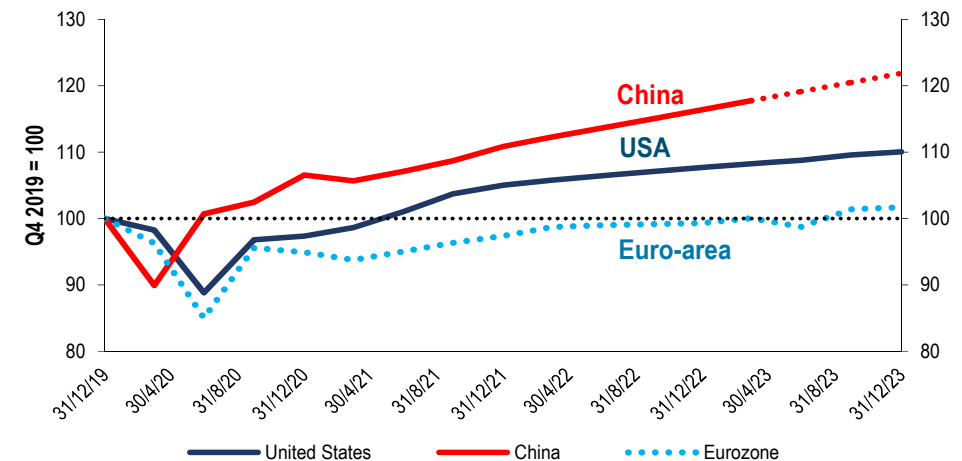
**경기회복 부양책**에는 상이한 논리가 존재한다. 가구에 대한 소득의 지원 및 기업에 대한 생존의 지원보다는 대다수에 있어서 투자에 포커스를 둔 계획에 의해 경제가 일단 재개되는 경우에 경기회복 부양책은 완전하게 이행될 수 있다. 이러한 관점에서, 2021년 하반기부터 활성화되는 「차세대 유럽연합」(NGEU) 경기회생 기금은 이를 이행할 수 있는 여력이 존재하는 국가별 수준에서는 이러한 노력으로 견인하는 핵심적인 수단이 된다. 이번 위기가 초기에 예상했던 것보다 장기간 지속됨에 따라, 봉쇄되었던 부분이 다시 열리도록 허용된 이후에 복원되어야 하는 잔여적인 손상이 더 크게 부각될 것이다. 따라서, 더 커다란 재정부양책의 대상이 부상할 가능성이 높다. 정치적으로는 NGEU(협상에서 커다란 진통을 겪은 후에만 2020년 7월에 합의되었음)를 확대하는 것이 어려울 수 있는 반면에, 유럽연합의 예산규칙의 장기적인 유예를 바탕으로 국가적 수준에서 재정부양책의 확대가 이루어질 가능성이 있다. 유력한 정책결정자(마크롱 프랑스대통령 및 이사벨 슈나벨 유럽중앙은행 정책위원)는 최근에 유럽의 재정부양책 수준을 높이자고 요구했다.

미국의 새로운 지정학적 어젠더는 무엇인가?

앤토니 블링컨 미국국무장관의 최초의 외교정책 연설은 상당한 통찰을 제시하고 있다. 새로운 미국 행정부는 기후위기에 대처하는 목표를 제시하고 그린에너지 혁명을 견인하고 있으며, 테크놀로지에서 미국의 리더십의 확보하기 위해 노력하고 있고, 마지막으로, “21세기에서 가장 커다란 지정학적 테스트”라고 명명된 중국과의 관계의 관리를 목표로 삼고 있다.

트럼프 전임대통령의 일방주의적인 기조는 분명 종식되었지만, 바이든 대통령의 미국은 유럽과 (보다 포용적인 경제, 글로벌 운난화에 대한 대처, 민주주의의 공고화, 인종주의 및 불평등에 대한 반대로 구축된) 가치와 목적을 공유하는 토대에

2/ 코로나19 이후의 경기회복 경로



Source: Amundi Research - Data as of 31 March 2021

## 글로벌 테마 견해

### 중국의 일인당 실질 GDP는 2035년까지 두 배가 될 것이다

기반하고 있다. 하지만, 블링켄 국무장관에 주창한 다자주의는 유럽인들이 마음에 두고 있는 개념과는 상당히 다르다. 이 발언에서 유럽연합(EU)을 하나의 정치적 실체로 언급하지 않지만 중국은 17차례 언급했다는 사실을 확인할 수 있다는 것은 놀라운 사실이다. 그리고, 유럽은 미국은 다른 대륙의 새로운 국가들(“아프리카, 중동 및 남미의 국가들”)과 마찬가지로 오래된 동맹국(“유럽과 아시아의 국가들”)으로서 새롭게 재규정되는 협력 대상국으로만 언급되었다.

이와 같은 중국의 부상에 대한 집착은 실제적인 현실에 부합한다. 중국의 실질 GDP는 2035까지 두 배가 될 것으로 추산되며, 이는 15년 이내에 일인당 GDP가 두 배로 늘어나는 것이다. 중국이 기술에 대한 야망을 가지고 있다는 것은 공공연한 사실이다. **미국은 기술에 대한 지배력의 유지를 추구하고 있다.** 유럽연합은 궁극적으로는 미국과 중국의 틈바구니에 끼여 있다.

블링켄 국무장관에게 있어서는, 인공지능과 양자 컴퓨팅이 미래 기술에 있어서 두 개의 축이다. 두 진영 사이의 기술적 경쟁은 이제 막 시작된 상황이다. 이러한 발언이 미국 국가안보위원회의 인공지능에 대한 보고서<sup>1</sup>가 발간된 후 이를 뒤에 나왔다는 것은 우연은 아니다. 이 보고서는 미국의 리더십을 유지하는 방식을 구축하는 것을 분명한 목표로 하고 있다. 보고서는 미국이 향후 수십년 후에는 중국에 대한 기술적 및 군사적인 우월성을 상실할 수 있다고 천명하고 있으며, 이는 2차 세계대전 종료 이후에는 전혀 나타나지 않았던 현상이다. 따라서, 보고서는 국가안보와

미국의 패권을 보존하기 위해 관련된 예산적자에 대한 우려를 배제하면서 수조 달러 규모의 신속한 재정적 노력을 요구하고 있다. 예를 들면, 글로벌 반도체 공급부족과 관련하여 보고서는 반도체 제조업 부문에서 중국보다 “두 세대 앞선 상태”를 유지하도록 요구하고 있으며, 현격한 세금공제가 이루어져야 한다고 제시하고 있다.

**이와 관련하여 폰데어라이엔 집행위원장의 유럽연합은 분명히 뒤쳐져 있지는 않을 것이고,** 유럽인들은 자신의 파워를 상정하고 강화할 준비가 되어 있다고 주장한다. 유럽연합은 반도체 생산을 2030년까지 두 배로 늘려 전세계 생산의 20%까지 끌어올리겠다고 최근 발표했다. 전략적 자율성과 유럽의 주권이라는 개념이 점차적으로 부각되고 있다는 상황이다. 하지만, 이러한 개념이 정밀하게 정의되지는 않았으며, 그러한 개념의 사용에도 여전히 논란적인 사안이 있다. 경제적 측면에서는, 작년에 마련된 이러한 NGEU 경기복구 기금은 분명 핵심 분야에 대한 투자가 가능하도록 만들 것이다. 하지만, 기금의 운용 시작에 있어서 어떠한 지연도 심각한 결과를 가져올 수도 있다.

한 편으로는 **중국과 러시아 사이의 기술적 동맹**과 다른 편으로는 **미국과 유럽 사이의 기술적 동맹**의 형성이 부상하고 있는 것으로 보이며, 특히 민주주의와 인권과 관련하여서 더욱 그러하다. 하지만, 경제와 관련해서는 모든 블록이 다양한 이해관계를 가지고 있으며, 상호 경쟁하게 될 것이다.

2021-03-31 작성 완료

<sup>1</sup> www.nscai.gov 참조

중심 시나리오 및 대안 시나리오.

월별 현황

팬데믹 관리에 있어서 현저한 진전, 완화적인 통화정책과 더불어서 미국에서는 대규모 재정지원책 및 나머지 전세계(RoW)에서는 경기부양책이 이루어지고 있다. 이러한 모든 상황들이 우리의 시나리오에 부여된 확률의 재조정을 요구한다. 우리의 업사이드 확률을 10%에서 20%로 올렸고, 다운사이드 시나리오의 확률을 15%에서 10%로 낮추었다. 경제성장의 개선과 인플레이션 궤적의 역제를 가정하고 있는 우리의 중심 시나리오에서는 그 확률은 75%에서 70%로 낮추어 졌다. 이러한 중심 시나리오에서는 풍부한 유동성과 펀더멘탈의 개선을 바탕으로 주식이 아웃퍼포먼스를 이끄는 반면에, 미국 채권수익률의 상승과 유럽연합에서 백신 보급·접종의 둔화는 가시적인 리스크를 유발한다.

다운사이드 시나리오 10%	중심 시나리오 70%	업사이드 시나리오 20%
<b>스태그플레이션 압박</b>	<b>다중적 속도의 경기회복</b>	<b>지속가능하고 포용적인 경기회복</b>
<b>분석</b>	<b>분석</b>	<b>분석</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 코로나바이러스의 유전적 변이발생이 2021년 4분기까지 경제성장의 약화와 봉쇄조치의 반복으로 이어져서 위기가 장기화됨</li> <li>- 백신의 부작용 및/또는 공급부족의 지속이 신뢰도를 저하시키고 글로벌 성장전망을 악화시킴</li> <li>- 매우 시클릭얼 친화적인 미국 정책이 기대 인플레이션의 불안정으로 이어지고 금리, USD 및/또는 원자재 가격의 상승을 유발하고, 이는 위험자산을 불안정(변동성 충격)하게 만들고 금융 안정성에 손상을 주게 된다. 금융조건의 긴축화는 경제적 및 금융적 취약성을 악화시킴</li> <li>- 중국의 성장둔화가 선진국 경제로 파급됨</li> <li>- 보호무역주의와 탈글로벌화의 가속화, 교역 및 글로벌 가치망에 부정적인 영향</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 다중적 속도의 경기회복에서 나타난 신흥국과 선진국 사이의 성장 프리미엄 간극을 정책적 경기부양을 통해 좁힐 수 있도록 함</li> <li>- 매크로 및 마이크로 펀더멘탈의 개선이 금융시장을 탄력적이게 만들음</li> <li>- 2021년 상반기 동안의 대규모의 백신 보급·접종, 지역별로는 불균등한 양태를 보임. 백신접종의 지연 및/또는 새로운 봉쇄조치로 인해서 일부 국가에서는 경제성장 약세의 가능성이 존재함</li> <li>- 선진국에서 재정정책을 동원하겠다는 강력한 정치적 약속, 하지만 유로통화권에서는 이러한 정책의 시의 적절한 시행 여부가 리스크가 됨</li> <li>- 완화적인 통화정책과 재정정책이 경기회복을 뒷받침하기 위해서 계속되고, 이는 디플레이션 리스크를 제지하고 채무/GDP 비율을 안정적으로 유지하도록 함</li> <li>- 기업이익의 긍정적인 모멘텀 및 지급불능 리스크가 낮아짐</li> <li>- 코로나 위기가 소득 및 부의 불평등을 악화시키고, 이에 따라 사회적/정치적 긴장이 상승함</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 대규모 백신접종으로 2021년 전반기 말까지 보건위기를 해결되고, 중국적으로는 2021년 하반기에 전면적인 글로벌 경기회복이 가능하도록 함</li> <li>- 불확실성이 낮아짐에 따라 정책적 부양과 실물경제와 금융시장에 효과가 나타나고, 제조업과 서비스업 부문 사이의 간극이 줄어들음</li> <li>- 처분가능소득의 증가를 바탕으로 저축이 소비로 전환되고, 이는 성장/인플레이션의 선순환을 이루게 됨 (글로벌 경기과열은 없음)</li> <li>- 새로운 디지털 및 그린의 발달에 의해서 중기적인 생산성향상이 이루어 짐</li> <li>- 포용적이고 지속가능한 성장이 불평등성 격차를 줄이기 위한 추가적인 정책지원의 필요성을 감소시킴</li> </ul>
<b>시장 함의</b>	<b>시장 함의</b>	<b>시장 함의</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 현금, USD 및 미국 재무성증권 선호할 것</li> <li>- 최소 변동성 전략에 플레이할 것</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 크레딧 HY에서 주식으로의 점진적인 로테이션 발생, 가치주와 경기민감주 선호할 것</li> <li>- 미국 재무성증권 수익률곡선의 역제된 스티프닝이 유로통화권과 신흥국으로 파급됨</li> <li>- 기업이익의 상승을 바탕으로 신흥국 주식과 크레딧으로 성장주와 소득 포켓을 유지할 것 신흥국 경화표시 채권에 선별적인 포지션을 취할 것</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 빠르게 상승하는 성장률과 인플레이션으로 인한 미국 재무성증권 수익률곡선이 베어 스티프닝이 나타남</li> <li>- 경기민감주와 가치주 익스포처로 위험자산에 대한 선호할 것</li> <li>- 인플레이션 헤지로서 인플레이션 연동채권을 선호할 것</li> </ul>

상위 리스크

월별 현황

리스크는 헤징 전략의 파악이 용이하도록 그룹화되어 있으며, 이러한 그룹화된 리스크들은 분명한 연관관계를 가지고 있다. 최근의 상황전개와 우리의 중심 및 대안 시나리오에서의 변화라는 관점에서 우리는 전반적인 내러티브를 수정하고 리스크의 확률을 변경했다.

경제적 리스크  
15%

- **백신 보급·접종 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 불균등한 영향과 더불어 경기회복을 저해하고 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 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 정보보증 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)를 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 중국과의 관계에 대해서 불확실성을 유지하고 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
  - 런던의 시티 금융특구는 예상보다 빠르게 점유율을 상실할 수도 있음
  - 영국은 미국/유럽연합 및 미국/중국 사이의 위치하도록 결정해야만 함
  - 유럽연합에서 분화를 모색하고 유럽 전체에 대비한 경쟁적인 행태를 추구하는 영국은 잠재적으로 유럽연합의 결속력을 저해할 수 있음

+ 현금, 연계채권, JPY, 금, USD, 경기사이클주에 대비한 방어주

+ CHF, JPY, 금, CDS, 옵션, Min Vol

+ 선진국 국제, 현금, 금, 연계채권, USD, 변동성, 켈리티

- 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 이르
- 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 확연하게 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 현실화되기 점차 어려워짐에 따라 경제 서프라이즈에서 점진적인 반전이 발생이 계속될 가능성이 크며, 이에 대해서는 매우 높게 컨센서스가 유지되고 있다.

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 주가수익률(PE) 수준은 역사적 추이를 상회하고 있다.
- 최근의 금리 급상승 이후에, 상대적 가치의 메트릭스는 시장이 현저하게 상승시키는 떠받침이 줄어들게 만들었다.

방어적인 자산배분

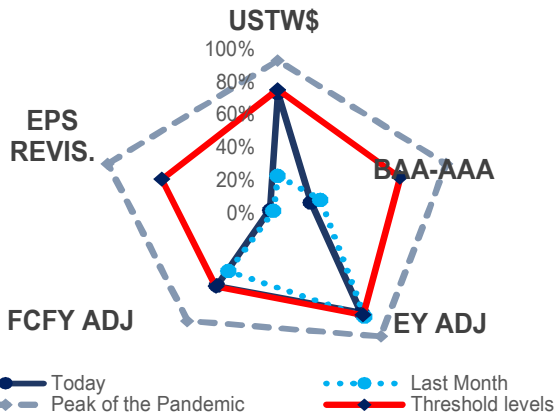
기술적 요인

- 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, 역투자자의 신호는 오픈지색(즉, 중립적 익스포져)을 내고 있다.
- 우리의 RSI기반의 신호는 이제 과장된 것이 줄어드는 것으로 보이며, 시장은 이제 보합세 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 더불어서, 우리는 기술적 요인이 현재와 같이 중립적이라고 파악하고 있다.

시장분위기

- 최근의 요동침에도 불구하고, 우리의 리스크 분위기 메트릭스는 모든 컴포넌트에서 강세를 유지하고 있다.
- 전반적인 리스크오프 확률은 낮게 유지되고 있으며, 위험자산의 투자비중확대를 계속 나타내고 있다.
- 명목금리와 실질금리에서 가격조정은 급격하고 강력했지만, 우리의 금융조건지표는 모든 주요 지역에서 완화적인 영역에 견고하게 위치해 있다.
- 주목할 사안은 USD 추이(더욱 확연해지고 광범위하게 나타나는 경우에는 우리의 CAST에 압박이 추가될 수 있음) 및 가시적으로 강화된 기업이익예상의 수정과 연관이 있다.
- 하반기에 보였던 강력한 반등세를 감안하면 가시적으로 강화된 기업이익예상의 수정은 합리적인 것으로 보인다. 이는 강력한 EPS 실적을 나타내는 경우에, 시장이 살피볼 수 있는 사안이다. 낙관론의 절정이 이미 지나갔을 수 있지만, 급격한 분위기 반전이 일어날 수 있는지 면밀히 점검하는 것이 중요하다.

여전히 부양적인 Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST)



Source: Amundi Research, Data as of 18 March 2021

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 움직임 필요성이 높게 된다.

글로벌 리서치 클럽

**1 시장을 주도하고 있는 성장 내러티브는 자산 전체에 걸친 “리스크온” 견지를 확인시켜 주고 있다**

- 미국의 경우, 팬데믹 관리에 있어서 현저한 진전, 대규모 재정지원책, 거대한 가계저축은 성장 역동성을 뒷받침하고 있으며, 이는 선진국의 경기회복으로 이어질 것이다.
- 우리는 미국 재무성증권(UST) 10년물의 12개월 수익률 범위예측을 1.8%~2%로 변경했다(이전 수치: 1.5~1.8%).
- 봉쇄조치가 경기회복을 제한하고 있기 때문에 유로통화권은 뒤쳐져 있으며, 미국은 유로통화권 경제성장에서 디커플링 할 것으로 예상된다. 따라서, 유럽중앙은행은 완화적인 금융조건을 유지할 것이다.
- 유로통화권 기업이 성장의 반등세가 시장의 가격에 완전히 반영되지는 않았으며, 금리 기대감이 상승으로 움직일 가능성은 낮다. 유럽연합 주식시장의 가치주/경기민감주 특성은 우리의 유럽 주식에 대한 선호를 확인해 주고 있다.
- 우리는 신흥국과 선진국 사이의 경제성장을 프리미엄이 좁혀질 것으로 예상하며, 이는 신중한 포지션을 증가시킬 필요성과 신흥국 주식에 대한 국가별 익스포저의 선별성의 중요성을 나타낸다.

**2 성장전망의 현실성이 향상됨에 따라 상승의 레짐으로 움직이는 금리: 금융조건을 긴축을 통한 글로벌 파급효과와 더불어서 이와 관련된 변동성과 속도가 핵심 리스크이다**

- 예상되는 금리상승의 범위는 미국 재무성증권(UST) 10~30년물 부분에서 제한적인 스티프닝을 불러오게 된다.
- 수익률곡선의 롱엔드는 기관투자자의 수익/손실(P&L)에는 이미 리스크의 원인이기 때문에, 우리는 연준이 이와 관련된 상황을 주시하면서 UST 30년물의 강력한 상승을 방지하여 자산종목 전반에 걸쳐 부정적인 눈덩이 효과(snowballing effects)가 나타나는 것을 피할 것이다.
- 하지만, 10년물 실질수익률의 상승은 연준 평균물가목표제(FAIT)에 의해 제한될 것이다. 연준이 근원 개인소비지출 물가지수(Core PCE)가 2%를 넘을 때에만 금리를 인상하겠다고 약속했기 때문에, 연준의 평균물가목표제는 5년물 실질금리를 안착시키게 된다.
- UST 수익률의 상승에 대한 신흥국 채권(Fixed Income)과 FX의 반응은 이질적으로 나타났으며, 광범위한 “리스크온” 환경에 의해 완화되었다.
- 미국 달러화와 미국 금리의 반등세는 선진국에 대비한 신흥국의 광범위한 선호를 변경시키기에는 아직은 충분하지는 않다.

**3 USD: 단기적으로 강세, 중기적으로 약세**

- 낮은 수익률을 내는 FX에 대비하여 USD가 평가 절상된 반면에, 원자재 관련 국가의 통화는 여전히 달러화보다 아웃퍼포먼스를 나타내고 있다.
- 미국 기대인플레이션이 떨어지기 시작한 반면에 실질금리는 보합세를 유지하고 있기 때문에, 우리는 전체 G10 스펙트럼에 대비한 USD의 강세를 예상한다.
- 이에 따라, 우리는 EUR-USD 목표환율을 수정했다. EUR-USD의 환율은 단기적으로는 현재의 수준(1.16~1.18)을 유지하고 중기적으로는 평가 절하의 추이(1.24에 근접)로 복귀할 것으로 보인다.

**4 터키: 터키중앙은행에서 예상하지 못했던 변화**

- 정통적인 통화정책을 이행(2020년 11월 이후, 정책금리 +875bps 인상)한 수개월 후에, 금리를 정책금리를 200bps 올려 19%로 인상한 그 동일한 주에 터키중앙은행(CBRT) 총재는 해임되었다.
- 이러한 해임 결정은 터키 자산과 향후 수개월 동안의 통화정책 기대감에 대한 급작스러운 가격반영에서 일부 혼란을 야기했다. 터키중앙은행은 이제 정책금리를 더 이르게 예상하는 것보다 더 큰 폭으로 인하할 것으로 예상된다. 인플레이션은 2021년말까지는 온건할 것이지만, 향후 수개월 동안에는 전년동기대비 18%까지 급상승할 것으로 예상된다.
- 시장은 이번 상황을 신흥국 자산종목에 잠깐만 영향을 미치는 개별적인 사건이라고 간주하고 있다.

코로나19 현황 요약

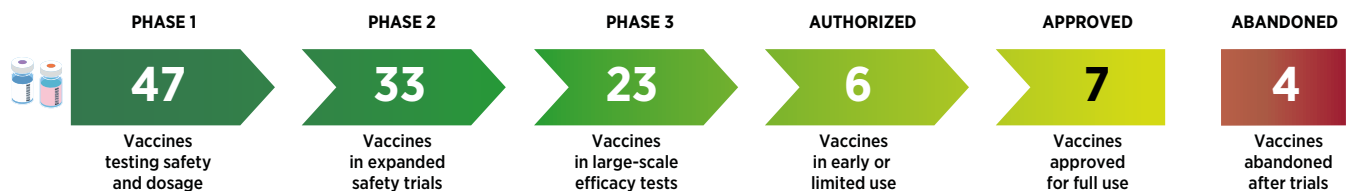
- Pierre BLANCHET, Head of Investment Intelligence

코로나바이러스가 중국에서 시작된 이후에 15개월 동안에 세계보건기구(WHO)는 1.28억명의 확진자와 2,800만명의 사망자가 보고된 것으로 밝히고 있다. 보고된 감염자들의 거의 80%가 유럽과 미국에서 발생했다. 아시아는 가장 인구가 많은 대륙이지만, 아시아의 감염자 전체는 1,500만명을 넘지 않았다. 아직까지는 확실한 치료제가 여전히 없기 때문에, 집단면역을 이루기 위한 대규모 백신접종과 사회적 거리두기가 의지할 수 있는 유일한 해결책이다. 지금까지 총 5.2억회의 백신이 투여되었으며, 이 중에서 1.4억회는 미국에서만 투여된 수치이다.

사용할 수 있는 백신의 수도 늘어나고 있다. 유럽은 3월에 존슨앤존슨(J&J) 백신의 사용을 승인했다. 노바백스(미국)와 큐어백(독일 mRNA 백신후보)은 임상시험의 후반 단계를 진행중이며, 수주 후에 승인될 수도 있다. 제약사는 이제 추가접종백신, 차세대 백신 및 아동대상 임상시험을 진행하고 있다. 주로 유럽에서 사용되고 있는 아스트라제네카/옥스포드 백신은 서너 번 일시적으로 중단되기도 했으며, 그 효능은 하향 수정되었다.

효과적인 치료제는 아직 개발되지 않았다. GSK/Vir은 항체치료제를 임상시험 중이며, 이 치료제는 병원입원이나 사망의 비율을 위약과 비교하여 85% 감소시키는 것으로 나타나고 있다.

Coronavirus Vaccine Tracker





선진국

거시경제적 전망

2021년 03월 23일 기준 자료

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (PI, 전년동기대비, %)		
	2020	2021 범위	2022	2020	2021	2022
전세계	-3.5/-3.4	5.6/6.4	3.7/4.6	2.6	2.9	3.0
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
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

출처: Amundi Research

- 미국:** 재정부양책과 여전히 극도로 완화적인 통화정책 덕분에, 미국경제는 2020년 동안에 잃었던 많은 부분을 회복할 가능성이 크고 올해 중반 경에는 팬데믹 이전 수준으로 복귀할 것으로 보이지만, 노동시장이 완전히 회복되는 데에는 더 오랜 기간이 소요될 것이다. 이동제한 조치의 완화와 백신접종 프로그램의 확대 및 여분의 저축 증가는 소비 성장에서 업사이드 리스크를 제시하고 있다. 인플레이션은 기저효과로 인해 2021년에 불에 급상승할 것으로 예상되지만, 그 후에는 2021년에는 떨어져서 안정화되고 팬데믹 이전 수준보다는 약간 높게 유지 것으로 보인다.
- 유로통화권:** 거울철 이동제한 조치가 올해 1분기에 연장되거나 강화됨에 따라, 작년 4분기에 이어 1분기 동안에도 경제는 다시 역성장할 것으로 예상되어 경기회복은 매우 험난한 여정이 계속될 것으로 보이며, 여기에서 백신접종의 속도가 경제의 안전한 재개에서 핵심적인 사안이 될 것이다. 경제성장은 2분기에 상승세로 돌아설 것이며, 2021년 하반기에 추이 이상으로 가속화될 것이다. 유로통화권의 정부들은 경기회복이 제궤도에 진입할 때까지 재정적 지원을 계속 제공할 것이며, 유럽중앙은행은 완화정책을 계속하고 있다. 인플레이션은 상승의 방향으로 진행할 것이고 일시적인 요인으로 변동성이 나타날 수 있지만, 평균적으로는 목표수치를 미치지 못할 것이다.
- 일본:** 일본의 백신접종률은 유럽과 미국에 뒤쳐져 있지만(2월 중순에서 시작됨), 겨울철 확진자 수의 감소는 견고한 경기회복의 기반을 깔아 주었다. 이동성 데이터가 3월초에 추가적으로 개선되었다. 기업 심리는 계속 회복되고 있으며, 기업의 현금이익은 코로나 발발 이전 수준으로 상승했다. 수출은 작년 4분기에서 올해 1월/2월에도 증가했다. 전반적으로, 일본경제는 기업의 자본적지출과 수출의 뒷받침을 받아 1분기에 역성장을 피할 수도 있다. 일본의 경제전망에서 밝은 측면을 살펴보면, 인플레이션이 마이너스대에서 상승하여 올해 전체를 기준으로 플러스를 기록할 것으로 예상된다.
- 영국:** 영국은 3차 봉쇄조치의 실시로 인해 이동제한 조치가 연장되었기 때문에, 우리는 영국경제가 1분기에 역성장할 것으로 예상한다. 하지만, 신속한 백신접종 프로그램으로 인해 영국정부는 6월 21일까지 점진적으로 모든 이동제한 조치의 해제하는 계획을 발표했다. 따라서, 우리는 영국경제가 하반기부터 상승세로 돌아서서 강력한 모멘텀을 향유할 것으로 예상한다. 인플레이션은 올해 동안에 더 높게 상승할 것으로 예상되지만, 대체적으로 목표수치 이내를 유지하고 경기부양적인 통화정책 견지를 훼손하지는 않을 것이다. 경기부양적인 통화정책은 최근에 개선되어 발표된 재정정책화 결합하여 경기회복을 지속적으로 떠받칠 것이다.

기준금리 전망

	2021 03-25	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	0.13	0/0.25	0.14	0/0.25	0.14
유로통화권	-0.50	-0.50	-0.51	-0.50	-0.53
일본	-0.10	-0.1	-0.04	-0.1	-0.08
영국	0.10	0.1	0.11	0.1	0.12

출처: Amundi Research

- 연준(Fed):** 연방공개시장위원회(FOMC)는 경제성장률, 고용률, 인플레이션의 예상에 대해서 상당히 긍정했지만, 점도표 상에서 금리의 예상에는 변화가 없고 2024년까지는 여전히 금리 인상이 없을 것으로 내다보았다. 연준은 인플레이션이 2% 이상으로 분명하게 향하고 완전 고용으로 복구될 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, 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. 이 코로나 리스크에 대한 평가에서는 바이러스를 둘러싼 매우 높은 불확실성과 함께 회복의 성격과 재정 지원의 규모를 강조했다.
- 유럽중앙은행(ECB):** 지난 3월에 유럽중앙은행은 새로운 정책시행에 대해서도 발표하지 않았지만, 팬데믹 프로그램(PEPP) 매입의 속도를 강화하겠다고 약속했으며, 이는 글로벌 추이에 의해 유발된 명목금리와 실질금리의 상승으로 원하지 않게 통화가 긴축되는 것을 방지하겠다는 의도의 최근의 언급에 부합하는 조치이다. 유럽중앙은행의 양적완화의 전적으로 유연한 방식으로 활용하겠다는 의지는 통화정책회의가 있었던 동일한 주에 있었던 순 양적완화흐름을 상당한 규모로 확대하는 조치에서도 확인된다. 3월의 TLTRO 경매(주요한 다른 정책수단)는 유동성을 주입함에 있어서 성공적이었으며, 이는 간접적으로 양적완화 노력을 떠받힌다.
- 일본은행(BoJ):** 3월의 통화정책검토에서는 일본은행이 계속적인 대규모 통화부양책에서 벗어나서 보다 지속 가능하고 유연한 접근방식을 채택하는 움직임으로 가져가고 있음을 확인시켜 주었다. 일본은행은 10년물의 거래 범위를 +/-0.2%에서 +/-0.25%로 넓히기로 결정했으며, 이를 통해 일본국채가 글로벌본드와 움직임에 보다 부합될 수 있도록 만들었다. 일본은행은 6조엔의 연간 ETF & J-REIT 매입목표치를 없애고 12조의 상한수치는 남겨 두었으며, 이는 일본은행이 정기적인 매입하는 정책에서 벗어나서 시장이 급격히 하락할 때만 개입할 것임을 제기하고 있다. 마지막으로, 일본은행은 마이너스 금리정책(NIRP)의 영향을 완화시키기 위해서 금융기관에 리베이트를 제공할 예정이다.
- 영국중앙은행(BoE):** 영국중앙은행(영란은행)은 향후 전망에 대해서 신중하게 낙관적으로 보였지만, 3월의 회의에서는 어떠한 정책변화도 있지 않았고 비둘기파적인 분위기가 지속되었다. 연준과 마찬가지로, 영국중앙은행은 베일리의 언급에서 나타나듯이 최근의 채권수익률 상승에 대해서 크게 경계하지는 않은 것으로 보였으며, 이는 최근의 수익률 상승은 성장전망의 개선을 반영하고 있음을 나타내고 있다. 이와 동시에, 경제 현황의 변화가 보다 분명해질 때까지는 영국중앙은행은 상당히 완화적인 파이낸싱 조건이라는 목표를 유지할 것이며, 이는 다른 정책수단이 아니라 양적완화에 정책적 포커스를 둘 것이다.

통화정책 의제

중앙은행	다음 회의
Fed FOMC	4월 28일
ECB 정책위	4월 22일
BoJ MPM	4월 27일
BoE MPC	5월 6일

출처: Amundi Research

신흥국

거시경제적 전망

2021년 03월 23일 기준 자료

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2020	2021 범위	2022	2020	2021	2022
전세계	-3.5/-3.4	5.6/6.4	3.7/4.6	2.6	2.9	3.0
신흥국	-2.2/-2.1	6.2/7.0	4.1/5.1	4.0	3.8	3.9
브라질	-4.1	3.1/4.1	1.5/3.5	3.2	6.3	3.6
멕시코	-8.2	4.4/5.4	1.9/3.9	3.4	4.1	3.3
러시아	-3.1	2.5/3.5	2.0/3.5	3.4	4.6	4.1
인도	-7.1	9.0/10.2	5.2/6.6	6.6	5.3	6.2
인도네시아	-2.0	3.8/4.6	4.4/5.4	2.0	2.2	3.3
중국	2.3	8.7/9.3	5.1/5.7	2.5	1.4	2.3
남아공	-6.9	3.1/4.1	2.1/3.1	3.2	3.9	4.5
터키	1.6	3.6/4.6	3.7/4.7	12.3	15.7	11.3

출처: Amundi Research

- 중국:** 겨울의 코로나바이러스 발생이 신속하게 억제되었기 때문에, 우리는 서비스 부문에서 약간의 후퇴만을 있을 것으로 예상한다. 반면에, 이러한 특별한 스테이케이션(staycation, 역주: 'stay'와 'vacation'의 합성어로 (특히 코로나로 인해) 집에 머물면서 휴가를 보내는 것을 일컫음)은 산업 부문과 수출업체에 상당한 도움이 되었으며, 비교 대상이 되는 작년 GDP의 낮은 기준수치는 올해 1분기 GDP 수치는 10%대 중후반을 가볍게 달성할 것으로 보인다. 중국경제는 그 이후에 소비에 의해 견인되어 이전 추이와 부합하는 수치로 성장할 것으로 예상된다. 인플레이션의 경우, 생산자물가지수(PPI)는 2월의 전년동기대비 1.7%에서 2분기에는 전년동기대비 4% 이상으로 상승한 후에, 하반기에 누그러질 것으로 예상된다. 서비스 소비의 회복은 소비자물가지수(CPI)가 2월의 전년동기대비 -0.2%에서 2%로 상승하는 데에 도움을 줄 것이다.
- 인도네시아:** 백신의 보급-접종이 3월에 가속도가 붙었지만, 전체 접종자 수는 상대적으로 낮으며 이동성 데이터에 따르면 2021년 1분기의 경제 성과는 미진함을 나타내고 있다. 대외수요는 내수수요보다도 더욱 강세를 유지하고 있고, 무역흑자는 견고한 것으로 확인되었다. 인플레이션은 인도네시아은행(BI)의 목표수치 미만인 전년동기대비 1.4%로 유지되고 있으며, 코어 컴포넌트는 매우 침체된 상태이다. 인도중앙은행은 정책금리를 3.5%에서 동결하여, 통화정책(완화 사이클의 종료) 변경 전에 나타나는 일종의 장기간의 침묵과 같은 신호를 발생시킨 반면에, 은행 시스템에는 대출금리를 추가적으로 인하하라는 메시지를 재차 강조했다.
- 브라질:** 성장률이 가시적으로 온건하게 되었고, 특히 코로나 관련 악화 및 재정적인 긴축으로, 인해 1분기의 경제활동이 역성장할 가능성이 크다. 브라질의 정책입안자들은 경기둔화에 주목하고 있으며, 온건한 수준의 긴급소득 프로그램의 연장을 이행을 진행하고 있다 - 그 규모와 기간은 제한적이고 이와 관련하여 작은 재정개혁을 필요로 한다. 즉, 브라질경제는 경기사이클에 반하는 지원과 재정적인 리앵커링(re-anchor)의 스토리 및 브라질중앙은행의 정상화 긴급조치를 넘어서는 긴급한 일부 커다란 압박이 필요할 것이다.
- 터키:** 터키중앙은행(CBRT)은 기준금리를 200bps 인상하여 19%로 올렸다. 이러한 결정은 i) 인플레이션 전망의 악화(2월의 인플레이션은 전년동기대비 15.6% 급상승했으며, 유가와 수입물가의 상승과 미국 10년물 채권수익률의 상승으로 견인된 터키 리라화의 약세로 인해서 가속화될 수 있음)와 ii) 신용의 높은 증가세를 나타내는 예상하지 못한 징후에 의해 비롯되었다. 이러한 금리인상의 결정이 합리적이지만, 에로도간 대통령은 터키중앙은행 총재를 정통적인 통화정책을 신봉하지 않고 시장 친화적인 인물로 교체했다. 이러한 중앙은행총재의 교체는 통화정책에 새로운 불확실성이 추가되었으며, 이는 터키 리라화의 약세라는 형태로 전이되어 나타나고 있다.

기준금리 전망

	2021 03-26	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
인도	4.00	4.00	4.00	4.25	4.00
브라질	2.75	5.50	3.55	6.00	4.30
러시아	4.50	5.00	4.50	5.50	4.70

출처: Amundi Research

- 중국인민은행(PBoC):** 우리는 중국인민은행이 헤드라인 공개시장조작(OMO)금리(7일 기준 2.2%, 1년 기준 2.95%), 대출우대금리(LPR, 1년 기준 3.85%), 지급준비율(RRR)을 동결할 것으로 예상하지만, 2021년의 대부분 기간 동안에 은행간 시장금리는 OMO에 앵커링 시킬 것으로 보인다. 하지만, 1월말 이후 거의 최소 수준의 유동성 주입은 중국인민은행은 자산 가격의 거품에 대한 우려로 긴축 바이어스 경향을 가지고 있음을 제시하고 있다. 실효적 대출금리는 인상될 가능성이 높고, 특히 주택담보대출금리에서 더욱 그럴 것이다. 글로벌 금융조건의 긴축화와 중국 내의 거시건정성 정책의 실질적인 강화라는 관점에서, 중국 정책금리가 2021년에 인상될 리스크는 낮게 유지된다.
- 인도중앙은행(RBI):** 인도중앙은행 통화정책위원회(MPC)는 2월 5일에 정책할매이율을 4%로 동결했다. 이러한 결정은 시장에 의해 광범위하게 예상되었다. 그 이후로, 2월의 인플레이션 수치는 헤드라인이 (전년동기대비 4.1%에서) 전년동기대비 5.0%로, 코어는 전년대비 5.9% 상승했다. 우리가 인플레이션이 상승의 추이(2020년처럼 목표수치를 넘어서지는 않음)를 보일 것으로 예상하고 있기 때문에, 우리는 인도중앙은행이 올해 나머지 기간 동안에는 금리를 동결할 것으로 견해를 유지한다. 2월 중순경에 인도중앙은행은 새로운 공개시장운영(OMO)를 실시했으며, 정부의 자금조달 필요성을 뒷받침하겠다는 약속을 확인시켜 주었다.
- 브라질중앙은행(BCB):** 3월에 예상보다 큰 수치(실제 75bps vs 예상 50bps)로 금리를 2.75% 인상한 이후에, 5월의 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 일부로만 파악하고 있다는 사실이다. 하지만, 현재의 예측보다 더욱 강해진 지속적인 인플레이션 압박으로 인해 우리는 올해 동안에 금리는 더 빠르게 중립에 근접한 수치(5.50% 이상)로 인상되고 있는 것이라고 보고 있다.
- 러시아중앙은행(CBR):** 3월 19일에 러시아중앙은행은 정책금리를 25bps 인상하여 4.5%로 올렸으며, 이는 예상보다 더 이른 조치였다. 러시아중앙은행은 이러한 결정에 이끈 몇 가지의 요인들을 언급했다 - 내수수요의 예상보다 빠른 회복, 재정지원과 백신접종에 따른 대외수요 전망의 개선, 기대 인플레이션과 인플레이션 유발 리스크의 상승이 이에 해당된다. 2월 인플레이션은 전년동기대비 5.7%였으며, 3월의 수치는 5.8%일 것으로 예상된다. 러시아중앙은행은 정책금리의 추가적인 인상의 여지를 남겨 두었다. 러시아중앙은행은 이제 인플레이션이 2022년 상반기에 목표수치인 4%로 복귀할 것으로 예상하고 있다. 우리는 향후 12개월 동안에 75~100bps의 금리 인상이 있을 것으로 예상한다.

통화정책 의제

중앙은행	다음 회의
PBoC	4월 20일
RBI	4월 7일
BCB	5월 5일
CBR	4월 23일

출처: Amundi Research

매크로 및 시장예측

거시경제적 예측 (2021년 3월 23일)						
연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2020	2021 범위	2022	2020	2021	2022
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	6.3	3.6
멕시코	-8.2	4.4/5.4	1.9/3.9	3.4	4.1	3.3
러시아	-3.1	2.5/3.5	2.0/3.5	3.4	4.6	4.1
인도	-7.1	9.0/10.2	5.2/6.6	6.6	5.3	6.2
인도네시아	-2.0	3.8/4.6	4.4/5.4	2.0	2.2	3.3
중국	2.3	8.7/9.3	5.1/5.7	2.5	1.4	2.3
남아공	-6.9	3.1/4.1	2.1/3.1	3.2	3.9	4.5
터키	1.6	3.6/4.6	3.7/4.7	12.3	15.7	11.3
선진국	-5.2	4.7/5.6	3.2/3.9	0.7	1.8	1.8
신흥국	-2.2/-2.1	6.2/7.0	4.1/5.1	4.0	3.8	3.9
전세계	-3.5/-3.4	5.6/6.4	3.7/4.6	2.6	2.9	3.0

기준금리 전망					
선진국					
	2021-03-25	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	0.13	0/0.25	0.14	0/0.25	0.14
유로통화권	-0.50	-0.50	-0.51	-0.50	-0.53
일본	-0.10	-0.1	-0.04	-0.1	-0.08
영국	0.10	0.1	0.11	0.1	0.12
신흥국					
	2021-03-26	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
인도	4.00	4.00	4.00	4.25	4.00
브라질	2.75	5.50	3.55	6.00	4.30
러시아	4.50	5.00	4.50	5.50	4.70

장기채권수익률 전망					
2년물 채권수익률					
	2021-03-25	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	0.14	0.15/0.25	0.29	0.20/0.35	0.44
독일	-0.71	-0.70/-0.50	-0.76	-0.70/-0.50	-0.80
일본	-0.14	-0.20/-0.10	-0.14	-0.20/-0.10	-0.13
영국	0.06	0/0.25	0.12	0/0.25	0.22
10년물 채권수익률					
	2021-03-25	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	1.64	1.5/1.8	1.77	1.8/2.0	1.91
독일	-0.35	-0.40/-0.20	-0.29	-0.20/-0.0	-0.23
일본	0.07	0/0.20	0.12	0/0.20	0.16
영국	0.76	0.7/0.9	0.91	0.9/1.1	1.01

통화 전망					
	2021-03-26	Amundi 2021년 3분기	컨센서스 2021년 3분기	Amundi 2022년 1분기	컨센서스 2022년 1분기
EUR/USD	1.18	1.18	1.22	1.16	1.22
USD/JPY	110	112	106	114	107
EUR/GBP	0.86	0.84	0.86	0.86	0.86
EUR/CHF	1.11	1.12	1.11	1.12	1.12
EUR/NOK	10.11	9.64	10.10	10.16	9.90
	2021-03-26	Amundi 2021년 3분기	컨센서스 2021년 3분기	Amundi 2022년 1분기	컨센서스 2022년 1분기
EUR/SEK	10.19	9.97	10.00	10.31	9.80
USD/CAD	1.26	1.24	1.25	1.27	1.25
AUD/USD	0.76	0.80	0.78	0.75	0.78
NZD/USD	0.70	0.72	0.73	0.68	0.74
USD/CNY	6.54	6.50	6.40	6.60	6.35

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

## INVESTMENT TALKS

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

**Biden and Democrats take control despite Trump protesters (08-01-2021)**

TODD Christine, Head of US Fixed Income - UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

## INSIGHTS PAPERS

**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

**Crypto-currencies: a bubble or the emergence of a new paradigm in decentralised finance? (24-03-2021)**

MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment - BOROWSKI Didier Head of Global Views - With the contribution of PERRIER Tristan, Global Views Analyst

**The unique time for US value: rotation from growth plus innovation, quality and ESG improvement (09-03-2021)**

PIRONDINI Marco, Head of Equities, US Portfolio Manager - Craig STERLING, Head of Equity Research, US Director of Core Equity, Portfolio Manager

**Do not give up on fundamental valuations (08-03-2021)**

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer

## WORKING PAPERS

**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

## THE DAY AFTER

**The day after #13****How will Central Banks impact the equity markets in the post-Covid world? (15-12-2020)**

MIJOT Eric, Head of Developed Markets Strategy Research





## Amundi Research Center



**Amundi 간행물  
알아보기**  
[research-center.amundi.com](http://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 Strategies Asset 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.msicbarra.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.com](mailto:info@amundi.com)로 요청할 수 있습니다. 당사가 보유한 귀하의 정보가 부정확하다는 우려사항이 있는 경우에는 [info@amundi.com](mailto:info@amundi.com)로 연락해 주시기 바랍니다.

문서 발행자: Amundi Asset Management, 자본금 €1,086,262,605의 “société par actions simplifiée” - 프랑스 금융감독기관 규제대상의 포트폴리오 운용사: 등록번호 GPO4000036 - 본사 주소: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

사진 저작권: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - piola666

### 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

DROZDZIK Patryk, EM Macro Strategist

### Amundi Insights Unit 기여자

BERTINO Claudia, Head of Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Deputy Head of 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

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit