Research



제06호 CROSS ASSET 투자전략

CIO 견해

인플레이션 모멘텀

글로벌 테마 견해

미국 민주당이 자본이득세를 통과시킨다면?



2021년 6월 -제6호

차례

글로벌 투자견해

CIO 견해

인플레이션 모멘텀

p. 3

우리는 강력한 경제성장, 대규모의 억눌렸던 소비자 수요 및 저축, 공급 부족의 측면에서 인플레이션에서 구조적인 무엇인가가 발생하고 있다고 생각한다. 이와 동시에, 인플레이션 변동성이 높아지고 주식시장의 일부 세그먼트는 과장되어 있는 것으로 보이는 불확실한 환경으로 진입했다. 그 결과, 투자자는 한 측면에서는 경기민감주/가치주 종목을 다른 측면에서는 경기방어주를 두는 바벨형 접근방식을 추구하면서 전술적으로 리스크를 줄여야 할 것(리스크 중립적)이다. 채권(Fixed Income)의 경우, 투자자는, 특히 미국에서는, 크레딧에 온건하게 롱포지션을 취하고 듀레이션을 줄여야 할 것이지만, 민첩성을 유지하도록 한다. 전반적으로, 시장이 가격에 반영하고 있는 낮은 인플레이션의 골디록 시나리오(Goldilocks scenario)가 있을 가능성은 낮은 것으로 보인다.

매크로

구리: 수요/공급 불균형 및 가격영향

p. 4

강력한 재정부양책 및 그린 경제로의 전환에 따른 잠재적인 수요 증가는, 여전히 특정 지역에 집중된 생산과 결합하여, 장기적으로는 구리 가격을 떠받히게 될 것이다.

멀티애셋

현재로서는 리스크에 중립적 포지션을 취하고, 상대적 가치에 플레이할 것

p. 5

우리는 현재의 모멘텀 일시 중지가 구조적인 리스크 감소를 요구하지는 않으며, 오히려 투자자가 현 시점의 상황을 평가하고 지금까지의 양호한 성과를 보존하며 향후의 매력적인 진입 포인트를 모색할 수 있는 기회라고 믿고 있다.

채권

성장, 인플레이션, 실질금리의 스토리

p. 6

기대인플레이션이 상승했지만, 실질금리는 여전히 마이너스이다. 투자자는 경제성장이 어떻게 명목적/실질적 수익률에 영향을 주고 모니터링 하고, 듀레이션에 액티브한 견지를 유지해야 한다.

주식

경기민감주/가치주로의 로테이션은 직선적이지 않을 것임 p. 7

인플레이션 상승의 환경에서, 투자자는 브랜드와 지식재산권을 통해 나타나는 높은 마진과 강력한 가격 결정권을 가진 기업에 포커스를 두어야 한다.

글로벌 테마 견해

미국 민주당인 자본이득세를 통과시킨다면?

p. 8

조 바이든이 대통령선거에서 당선된 이후에, 대부분의 평론가들은 민주당이 겨우 과반수를 넘었음에도 불구하고 중요한 재정 정책을 어떻게 통과시킬 수 있었는지에 대해 놀라워하고 있다. 우리는 자본이득세가 공화당의 반대와는 상관없이 인상될 수 있다고 믿고 있다. 세금인상의 시장에 대한 이전 장단기적인 영향은 분명하지는 않다. 하지만, 경기모멘텀의 둔화 및 연준의 긴축에 대한 공포감과 결합되어, 이러한 자금이득세 인상은 2021년 4분기에 미국 주식에는 단기적인 악재가 될 수도 있다.

시장 시나리오 및 리스크				
> 중심 및 대안 시나리오	p. 11			
> 상위 리스크	p. 12			
> Cross Asset 디스패치:				
시장 전환점 감지하기	p. 13			
> 글로벌 리서치 클립	p. 14			
> Amundi 자산종목 견해	p. 15			

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

CIO 견해

인플레이션 모멘텀



Pascal BLANQUÉ, Group Chief Investment Officer

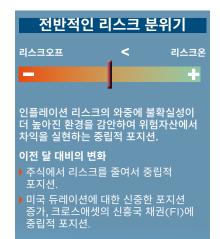


Vincent MORTIER, Deputy Group Chief Investment Officer

인플레이션은 오랜 기간 동안 동면 상태를 유지해왔으며, 수년 동안에 목표물가수치 미만으로 약세였지만 우리는 지금 인플레이션이 금융시장에서 운전석의 자리를 차지하고 있는 미묘한 분기점에 위치해 있다. 이러한 상황이 단지 일시적일 것인지, 아니면 영속적이게 될 것인지의 여부가 핵심적인 질문이 될 것이며, 현재는 두 가지의 상반되는 인플레이션 내러티브가 존재한다. 일련의 한목소리는 인플레이션이 단지 일시적이라고 주장한다. 이와는 반대로, 다른 이들은 경제성장, 임금상승압박, 재정부양책, 강력한 소비자 수요, 공급 제약의 증가로 인해서 인플레이션이 기존에 생각했던 것보다 더 높게 상승하는 구조적인 변화의 가능성에 대해 경고하고 있다. 즉, 구조적인 것은 단지일시적인 원인으로 시작하여 지속되는 방식으로 시작한다는 것이다. 우리는 인플레이션이 단지수개월 동안만 크게 상승하고 그 이후에 약 2% 정도로 빠르게 낮아질 갈 가능성은 낮다고 생각한다. 오히려, 우리는 지금은 현재의 컨센서스 보다 더 높은 인플레이션과 더 낮은 경제성장률이라는 중장기여정의 시작이라고 생각한다. 연준의 경우, 수익률곡선에 대한 통제의 상실이 현 단계에서는 상승하고 있는 리스크이기 때문에 정책실수가 발생할 여지는 제한적이다. 우리의 투자확신감은 다음과 같이요약된다.

- 리스크를 전술적으로 낮추어서, 온건한 롱포지션에서 중립적 포지션으로 이동시킬 것. 우리는 불확실성과 리스크가 높아진 환경으로 진입했다 변동성이 상승하고 있으며 주식-채권 상관관계는 플러스로 변경되고 있다. 우리는 위험자산에서 신중한 포지션을 유지하고 일부 차익을 실현하는 것이 중요하다고 믿고 있다. 전략적인 관점으로 볼 때, 주식에 대한 일부 익스포져는 인플레이션 상승/변동성 증가의 상황에 대비할 수 있게 된다. 주식의 경우, 투자자는 기술주 거품의 붕괴에 대한 일부 보호를 추구해야 할 것이다. 이는 금리에 민감한 주식에 신중해야 하는 반면에 배당수익률의 주식과 실물자산에 노출된 주식을 선호해야 함을 의미한다. 인플레이션이 안착의 영역을 넘어서지 않는 한 주식은 절대적 수치의 측면에서 괜찮을 것이다. 하지만, 균형 포트폴리오의 리스크조정후의 성과는 주식-채권 상관관계(플러스로 변경됨)의 변화에 의해 어려움이 있을 것이다. 투자자는 자산, 채권(fixed income) 및 FX 캐리에서 듀레이션 감소, 주식 캐시플로우 수익률, 부동산, 가치 및 낮은 변동성 요인을 선호해야 할 것이다.
- 주식: 한 쪽 측면에서는 경기민감의 우량가치주를 선호하고, 다른 쪽 측면에서는 경기방어주를 모색하는 바벨 접근법을 추구할 것. 투자자는 주식에서 중립적인 견지로 전술적으로 증가함에 있어서 성장주에 대비한 가치주/경기민감주 선호를 유지해야 하고 이러한 선호에서 일부 경기방어주 포지셔닝으로 그 균형을 맞추어야 한다. 상기에서 언급되었듯이 시장은 그 모멘텀에서 일시 중지될 것으로 보인다. 우리는 주식에서 중립성 포지션으로 움직이는 것이 현명하다고 믿고 있으며, 여기에는 경기민감성이 보다 높은 시장인 신흥국과 유럽도 포함된다. 가장 중요한 점은, 이러한 시장 모멘텀의 일시 중지는 시장에 나타난 일부 과잉을 추가적으로 제거하는 데에 도움이될 수 있고 성장주에서 가치주로의 로테이션을 계속 떠받히게 될 것이다.
- 채권: 숏/액티브 듀레이션 및 온건한 롱 크레딧에 천착할 것. 이는 듀레이션을, 특히 미국에서, 줄이고 더 나은 진입포인트를 기다리는 것을 의미한다. 급하락 및 급상승의 현재 국면이 전술적인 기회를 제공할 수 있기 때문에 투자자는 듀레이션에 플레이함에 있어서 현 단계에서는 민첩성을 유지해야 한다. 하지만, 투자자는 적절하는 시기에 숏듀레이션 견지의 일부를 줄이는 반면에 롱듀레이션으로 가려는 유혹을 뿌리쳐야 할 것이다. 향후 수년 동안에 대한 금리의 방향성은 상승세이다. 이는 직선적인 경로를 거치지는 않겠지만, 그 추이는 유지될 것이다. 채권(fixed income)의 경우, 이는 투자자는 수익률곡선 수준에서 기회를 모색해야 함을 의미하며, 우리는 미국 수익률곡선이 계속 스티프닝 해 질 것이고, 숏듀레이션 바이어스를 가진 HY와 신흥국 채권과 같은 숏듀레이션의 수익률이 높은 자산에서 기회가 있을 것으로 예상한다.
- 신흥국: 취약성의 위협에 당면하여 중국 및 아시아 신흥국에 포커스를 둘 것. 신흥국도 채권수익률 상승으로 인해서 압박을 받을 것이다. 연준 보유자산과 미국의 재정예산 역동성이 결정적 요인으로 작동하여 미국 달러화의 경우에 중기적 추이는 하향세이다. 하지만, 글로벌 교역의 하락과 인플레이션의 상승과 더불어서 취약성 요인으로 특성 지워지는 신흥국 세계의 단기적인 어려움은 유지되고 있다. 중국과 일부 아시아 국가들은 이러한 상황에서 승자가 될 것이며, 이러한 국가들의 통화가 새로운 레짐에서 상대적 가격을 조정함에 있어 핵심적인 통로가 될 것이다. 중국 위안화는 아시아 지역의 독일 마르크화가 되고, 위안화의 플러스 실질 수익률을 감안할 때에 글로벌 포트폴리오에서 가치의 저장소로서 위안화 현금과 위안화 표시 국채는 그 지위가 급상승할 것이다.

향후에 시장은 인플레이션이라는 여정을 통과해야만 할 것이다. 우리는 강력한 로테이션이라는 특징을 가진 피크 국면으로 진입 중인 첫 번째 라운드의 말미에 접근하고 있다. 조만간 인플레이션의 피크 국면의 상태인 두 번째 라운드에 진입할 것이다. 인플레이션이 성장에 대한 위협으로 간주되고 있지 않기 때문에 이러한 상황은 투자자에게는 여전히 긍정적이지만, 이러한 피크 국면에 보다 본격적으로 변화될 수록 끔찍한 서프라이즈 발생 가능성이 높아질 것이다. 다음 라운드는 피크 국면이 남긴 영향(현재 시장이 가격에 반영하고 있는 골디록 시나리오는 아닐 가능성이 큼)이 될 것이다.



매크로

구리: 수요/공급 불균형 및 가격영향



Monica DEFEND, Global Head of Research



Lorenzo PORTELLI. Head of Cross Asset Research

강력한 재정부양책 및 그린 경제로의 전화에 따른 잠재적인 수요 증가는. 여전히 특정 지역에 집중된 생산과 결합하여. 장기적으로는 구리 가격을 떠받히게 될 것이다

글로벌 수요의 상승과 미진한 국가별 생산은 장기적으로 구리 시장에서 가장 커다란 수요/ 공급 불균형과 관련된 요인들이다. 그린 경제로의 전세계적인 전환에 대한 장기적인 전망과 예상은 구리의 구조적인 부족사태와 현격한 가격 상승 (\$18,000-\$20,000/미터톤)을 초래할 것이며, 이는 평균 이상의 경제성장률 없이 지속가능한 성장경로로의 회귀를 가정하더라도 것이다.

지난 수년 동안 겪었던 산업용 원자재의 과잉공급을 뒤로 하고, 우리는 다양한 요인으로 인해 이 시장에서 수요에 대한 압박을 예상한다 - 즉, 인프라 계획에 중점을 두고 그린 의제와 연계된 새로운 재정부양책 패키지가 전세계적으로 가속화되고 있는 반면에, 주요 수출국에서 감염병의 대유행과 그에 따른 봉쇄조치로 인한 공급 또는 보다 일반적으로 생산이 지연되고 있는 상태이다.

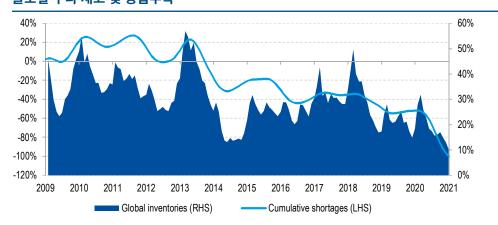
구리는 그린 전환에서 필수적인 금속이기 때문에 이에 대한 수요는 향후 20년 동안 연간 2% 성장할 것으로 보인다. 하지만, 생산이 이러한 수요를 따라잡기에는 미진할 것이다. 이는 생산이 여전히 소수의 국가에 여전히 집중되어 있으며, 최근에 나타났듯이 시장을 병목현상/ 공급부족에 노출시키게 된다. 생산의 거의 50%는 칠레, 페루, 콩고 공화국, 잠비아라는 4 개국에 집중되어 있다. 전반적인 생산은 국가별 고유리스크와 전체적으로 통합되지 않은 자본적지출 메커니즘에 의해 영향을 받을 수 있다.

반면에, 수요는 주로 중국, 아시아 및 그린 경제로의 전환(고립적이고 일시적인 프로그램이 아니라 장기적인 구조적 변화)을 가장 적극적으로 약속하고 있는 서방 선진국에 집중되어 있다. 공급부족과 재고하락의 커다란 물결은 중국이 보다 균형을 갖추고 그린을 고려하는 성장 모델로의 전환을 촉진시키기 시작한 2013년에 이미 시작되었다. 하지만, 2020년 이후 최근에는 공급부족이 남미의 광업활동에 영향을 주고 있는 팬데믹과 봉쇄조치에 의해 더욱 악화되어 왔다.

팬데믹과 관련되어 공급부족이 가장 심각했던 국면은 구리의 재고/수요 비율이 10% 미만으로 떨어졌던 2021년 1월에 나타났지만, 최근 수개월 동안에는 재고순환에서 리밸런싱의 징후를 보이고 있다. 최근의 공급부족은 대부분은 일시적인 것으로 보이는 이례적인 사건의 발생 (칠레와 페루에서 브라질 코로나 변이의 확산 및 칠레의 파업 사태)에서 비롯된 미진한 생산과 관련이 있기 때문에, 단기적으로는 원자재 가격 랠리에서 일부 안도감이 나타날 가능성이 크다. 장기적으로는 하지만. 리스크프리미엄이 현저하게 플러스가 될 것이다. 지난 5년 동안에 구리를 둘러싼 내러티브는 절대적 경제성장의 미진함에 대한 우려에 의해 지배되어 왔다. 실제로, 새로운 성장동력으로서 (주로 글로벌 신흥국에서 나타난) 구조적 전환이 가지는 영향은 관련된 생산 요인에서 잠재적으로 장기적 여파를 가졌음에도 일반적으로는 과소 평가되었다. 지금은 해당 내러티브가 그린 전환으로 변환하고 있으며, 공급부족/재고에 의해서 조정된 가격이 상승세로 움직일 것이다.

업계 전망에 따르면, 기본 금속 분야의 재조정을 동반하여 다년간의 공급부족이 예상되고 있다. 이러한 불균형은 인플레이션/성장뿐만이 아니라 완전한 그린 경제성장을 달성할 수 있는 신기술의 모색에 대한 압박도 증가시키게 된다. 투자자의 관점에서 보면, 이는 다른 위험자산에 대비하여 기본 금속에서 의미 있는 긍정적인 리스크프리미엄을 제공하게 된다.

글로벌 구리 재고 및 공급부족



Source: Amundi Research, Bloomberg, as of 31 January 2021. Cumulative shortages = cumulative production/demand, Global inventories = inventories/demand

멀티애셋



Matteo GERMANO, Head of Multi-Asset

우리는 현재의 모멘텀 일시 중지가 구조적인 리스크 감소를 요구하지는 않으며, 오히려 투자자가 현 시점의 상황을 평가하고 지금까지의 양호한 성과를 보존하며 향후의 매력적인 진입 포인트를 모색할 수 있는 기회라고 믿고 있다

현재로서는 리스크에 중립적 포지션을 취하고, 상대적 가치에 플레이할 것

미국과 유럽은 올해 강력한 성장을 거둘 것으로 예상되며, 이는 우리가 중기적인 관점에서는 전반적으로 리스크 친화적(pro-risk, 역주: 리스크를 감수하는 환경) 패러다임 내에서 유지할 수 있게 한다. 하지만, 이전 달에 우리는 경기모멘텀의 일시 중지를 보여주었던 소프트/ 하드 데이터에 경계를 유지하는 것의 중요성에 대해서 언급했다. 우리는 이제 시장 분위기의 온건한 약세와 인플레이션 수치를 상승 확인하고 있으며, 이는 긍정적인 서프라이즈가 되기 위한 기준이 더 높게 설정되게 되었다. 우리는 결과, 투자자가 전술적으로 리스크를 줄여서 중립적 포지션으로 취하고 밸류에이션이 보다 매력적이게 되는 향후에 진입 포인트를 모색하도록 권고한다. 올해의 전반적인 경기회복이라는 관점으로 투자자는 인플레이션에서 수익성을 보호하는 전체 수익성을 바탕으로 하는 민첩한 접근방식을 취해야 한다.

투자확신감이 높은 아이디어

우리는 주식에 대해 중립적인 견지로 이동시켰으며, 유럽과 신흥국에 대해 건설적인 견지에서 중립적으로 전술적으로 변환했다. 이러한 포지션 변화가 어떠한 장기적인 리스크 **감소를 요구하지는 않지만**, 우리가 밸류에이션이 투입가격 상승과 미국 금리 인상의 압박에 것 및 영향(기업 수익마진)을 받는 시장이 안주했던 시기를 지난 후의 기대기업이익이 어떻게 변화하는 지에 대해 대응하는 방식이다. 신흥국 주식의 경우, 인플레이션 서프라이즈의 리스크와 달러화 강세는, 적어도 단기적으로는 주된 악재로 나타나고 있다. 하지만, 우리는 홍콩 경로를 통한 중국 주식에 대해서는 경미하게 긍정적인 포지션을 유지한다.

반면에, 전례를 찾기가 어려운 미국의 경제성장률 수정이 미국 재무성증권 수익률에 중기적으로 상승 압박(이러한 상승 경로는 1분기보다는 둔화될 것으로 믿고 있음)을 줄 수 있기 때문에 우리는 이제 미국 듀레이션에 대해서는 방어적 포지션이며, 유럽 듀레이션에는 중립적인 포지션이다. 따라서, 액티브한 포지션을 취할 필요성이 높다.

우리는 백신접종과 경제 재개에서 진전이 이루어지고 있는 것을 바탕으로 미국 인플레이션과 영국 수익률곡선 스티프닝(2-10년물)에 긍정적이기 때문에, 기존의 리플레이션 견해를 유지한다. 유로 주변국 채권, 특히 독일국채 스프레드에 대비한 이탈리아 국채 30년물은 강력한 펀더멘탈과 기술적 요인을 바탕으로 매력적인 수익률을 계속 제공하고 있다. 글로벌 경제환경, 경기회복 및 경제재개에

기대감을 바탕으로 부양적인 펀더멘탈을 감안하여 우리는 EUR의 IG와 HY 모두의 기업 크레딧에 건설적인 포지션을 취한다. IG는 유럽중앙은행의 채권매입 프로그램에서 혜택을 받을 것인 반면에, 개선되고 있는 채무불이행율 (부도율)은 HY에 긍정적인 그림을 제공하고 있지만, 선별이 중요성을 가진다. 전반적으로, 리스크 분위기는 이 종목에 대해 떠받히는 방향으로 변경되고 있다.

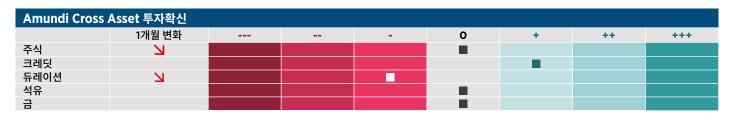
신흥국 채권은 포트폴리오 수익성을 장기적으로 향상시킬 수 있는 상품이다. 하지만, 신흥국 채권이 공정가격에 도달했기 때문에, 당분간우리는 신흥국 채권에 대해 중립적인 포지션으로 이동한다. 이와 더불어서, 미국에서 금리상승과 신흥국-선진국 성장률 차이의 감소 및 일부신흥국에서 백신 보급접종의 둔화와 취약한 재정상태(부채/GDP 비율의 급팽창)에 대한 우려가존재한다.

FX는 투자자가 상대적 가치와 리플레이션 스토리에 플레이하는 핵심적인 방법이지만, 자신의 견지를 선별적으로 조정할 준비를 갖추어야 할 것이다. 예를 들면, 멕시코의 국내 리스크 증가와 경제 펀더멘탈의 매력도 하락으로 인해서 우리는 MXN/USD에 더 이상 긍정적이지 않다. 하지만, EUR에 대비한 RUB/JPY에 대비한 BRL을 통한 캐리 바스켓에는 긍정적이며, 아시아의 경우에는 KRW/EUR(반도체 호황사이클)과 아시아 내부의 교역에서 중국의 역할 증가로 인해 CNH/EUR에 긍정적인 포지션을 유지한다.

선진국의 경우에는 미국 달러화가 단기적으로는 업사이드 압박으로 떠받혀지고 일본 엔화는 일본 경제성장율의 상대적 약세로 다운사이드 압박을 받을 가능성이 크기 때문에, 우리는 USD/JPY를 긍정적으로 상향 수정했다. 우리는 FX 트레이드 바스켓을 CAD/USD와 NOK/EUR을 통해서리플레이션적으로 유지하지만, GBP 및 CAD에 대비하 CHF에는 신중한 포지션을 취한다.

리스크 및 헤징

미국-중국 사이의 긴장관계 재개는 일시적일 것으로 보이지만, 이와 관련된 측면에서 그 어떠한 실망감이라도 나타나는 경우 변동성 상승으로 이어질 수 있다. 이와 더불어서, 우리는 스코틀랜드의 분리독립 옹호 정당과 관련하여 영국에서도 일부 리스크가 나타나고 있음도 파악되고 있다. 그렇기 때문에, 투자자는 영국의 IG 크레딧과 미국 금리 익스포져를 보호하기 위해 파상상품을 통한 적절한 헤지를 유지해야 한다.



출처: Amundi. 표는 가장 최근의 글로벌 투자위원회에서 표명된 견해를 바탕으로 3개월에서 6개월 기간의 크로스애셋 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, (B = 중앙은행, BTP = 이탈리아 국채, EMBI = 신흥국 채권지수.

채권

성장, 인플레이션, 실질금리의 스토리



Éric BRARD, Head of Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV, Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES, CIO of US Investment Management

기대인플레이션이 상승했지만 실질금리는 여전히 마이너스이다. 투자자는 경제성장이 어떻게 명목적/ 실질적 수익률에 영향을 주고 모니터링 하고, 듀레이션에 액티브한 견지를 유지해야 かい

글로벌 경기회복이 모멘텀을 확보하고 있지만, 이는 특히 미국에서 인플레이션에 대한 논쟁을 격화시키고 있다. 최근의 인플레이션 급상승에도 불구하고, 연준은 인플레이션 리스크를 대수롭지 않다고 간주할 가능성이 크다. 하지만 소비자 물가와 생산자 물가는 모두 상승하고 있으며, PMI 데이터는 가격 압박이 한 동안 우리와 함께 있어 왔음을 나타내고 있다. 따라서 정책실수의 리스크가 있을 수 있음을 감안하여 듀레이션에 신중하고 유연함을 유지해야 할 강력한 필요성이 존재하는 반면에, 이러한 상황은 크레딧에는 긍정적으로 유지된다.

글로벌 및 유럽 채권(fixed income)

우리는 미국 듀레이션에 대한 방어적 견지를 경미하게 **증가**시켰지만, 금리 움직임을 모니터링하기 위해 수익률곡선 전역에 걸쳐서 액티브한 포지션을 유지한다. 유로 핵심국 채권의 경우 우리는 수익률곡선 스티프닝 기대감이라는 측면에서 우리는 기준의 신중한 포지션을 유지하지만, 주변국 채권에 대해서는 건설적 포지션을 취한다. 후자는 매력적인 수익률을 제공하며, 유럽중앙은행에 의해 잘 떠받혀질 것이다. 또는, 우리는 중국과 호주의 채권 듀레이션에 낙관적이다. 우리는 미국과 유럽의 인플레이션에 대한 기존의 긍정적인 견해를 확인하지만, 투자자는 호주의 브레이크이븐을 통해 이러한 전략의 분산을 모색해야 할 것이다.

크레딧의 경우, 우리는 ESG 측면, 미국 인프라 계획 및 경기 반등을 평가하고 있다. 마지막 요인(경기 반등)은 기업 펀더멘탈도 향상시키고 있으며, 이는 채무불이행(부도) 전망의 개선으로 이어지고 있다. 이와 더불어, 투자자는 인플레이션 상승에 동반되어 시행될 수 있는 금리 인상의 리스크에 대비하기 위해서, 듀레이션을 줄이고 스프레드를 늘려서 포트폴리오를 조정해야 하여, 전반적인 크레딧 베타의 지속성을 유지해야 할 것이다. 전반적으로, 우리는 후순위금융채와 경기반등과 연관된 경기민감 부문(에너지, 자동차)을 선호한다. 유로 IG의 경우에는 우리는 BBB를 선호하며 HY의 경우에는 추가적인 스프레드 압착을 기대하고 있지만, 퀄리티를 통한 캐리의 균형을 이루는 것을 목표로 한다.

미국 채권(fixed income)

바이든 대통령의 재정지출은 성장에 강력한 부양을 제공할 것이다. 반면에, 강력한 수요와 공급 부족, 재고 저하는 인플레이션을 밀어 올릴 가능성이 크다. 따라서, 미국 재무성증권(UST)는 수익률곡선의 스티프닝을 유발시키는 추가적인 압박을 받게 될 것이다. **우리는 듀레이션에** 포지션을 액티브한 유지하며, 신중하지만 명목수익률, 인플레이션, 실질금리의 움직임을 모니터링 하고 있다. 미국 물가연동국채(TIPS) 는 계속 잘 떠받혀 질 것이다. 견고한 소비자 소득과 저축으로 인해서 우리는 소비자 금융 주책저당증권, 증권화된 크레딧에 긍정적이지만, 선별적인 견지를 취한다. 밸류에이션을 의식하는 것은 극도로 중요하며. 유동성이 풍부한 국면에서는 특히 민간금융기관 발행의 증권과 부동산(CRE)에서는 상업용 그러하다. 마지막으로, 우리는 기업 크레딧에 가졌던 변동성이 높은 긍정적이지만, 랠리를 피한다. 핵심부문 종목은 수익률에 대한 압박과 인플레이션은 금리와 듀레이션 리스크에 대해 주의를 요구하고 있다. 우리는 IG의 롱듀레이션을 제한하는 것을 권고하며, 듀레이션이 짧은 채권을 선호한다. HY는 더 나은 캐리를 제공하지만, 선별이 핵심적 사안이다.

신흥국 채권

백신접종 프로그램의 느린 진전. 재확산, 미국 금리의 상승으로 인해, 우리는 단기적으로 신흥국 채권(fixed income)에 신중한 포지션이다. 우리는 듀레이션에 방어적이며, 현지 금리에는 숏듀레이션 바이어스를 가지면서 신중하다. 경화표시 채권의 경우에 국채 스프레드는 미국 수익률 상승의 와중에 탄력성을 보였지만, IG는 현재의 수준에서는 비싼 상태를 유지했으며 HY는 보다 공정한 가격을 나타내고 있다.

FX

미국 수익률을 상향으로 밀어 올릴 것이 분명한 강력한 미국의 경기회복이라는 측면에서 우리는 USD에 대한 기준의 긍정적인 견해를 추가적으로 상향 조정했다. 하지만, 스코틀랜드 독립요구 국민투표라는 잠재적인 압박이 있을 수 있다는 우려를 바탕으로 우리는 GBP/EUR를 하향 조정했다.

미국 10년물 실질금리 및 브레이크이븐 인플레이션율



Source: Amundi, Bloomberg, as of 17 May 2021. USGGBE10 Index, H15X10YR Index

GFI= 글로벌 채권(global fixed income), GEM/EMFX = 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.

경기민감주/가치주로의 로테이션은 직선적이지 않을 것임



Kasper ELMGREEN, Head of Equities



Yerlan SYZDYKOV, *Global Head of Emerging Markets*



Kenneth J. TAUBES, CIO of US Investment Management

인플레이션 상승의 환경에서, 투자자는 브랜드와 지식재산권을 통해 나타나는 높은 마진과 강력한 가격 결정권을 가진 기업에 포커스를 두어야 한다.

종합적 평가

개발도상국 세계 전체에서 백신 보급접종이 진전을 보이고 있으며, 경제는 다시 열리고 있다. 하지만, 시장은 미래의 기업이익 성장이 투입가격의 보상할 상승을 만큼 강력할 것이라는 골디록 시나리오를 가격에 반영하고 있는 것으로 보인다. 이는 인플레이션 압박을 소비자에게 전가할 가능성이 크다는 것을 의미한다. 하지만, 만약 경제성장율이 실망스러울 경우(우리의 기본 시나리오는 아님) 에는 밸류에이션이 영향을 받을 수 있다. 이러한 모든 징후에 대해서 투자자는 정상화에 대한 바이어스를 가지면서 균형 있는 견지를 유지해야 한다. 하지만, 이는 모든 종목이 예상되는 경기회복과 더불어서 상승하지는 않을 것임의 나타내는 것이기도 하다. **바틈업 펀더멘탈** 분석은 악영향을 받지 않는 사업 모델과 강력한 재무제표를 가진 주식을 파악하는 데에 도움이 **될 것이며**, 특히 경기민감주 및 가치주 분야에서 더욱 그러하다.

유럽 주식

우리는 유럽의 기업이익예상이 매우 강력하게 수정되었고, 시장의 반응은 다수의 호재는 이미 가격에 반영되었음을 나타내고 있다고 믿고 있다. **따라서, 가격 결정권을 가지고 있는** 주식의 선별 및 종목을 파악하는 것이 중요하다. 당연히, 유럽 주식의 부문들이 구성되는 방식은 경제성장이 약세였던 이번 위기에서 가장 고통을 받은 경기민감주와 가치주의 영역을 의미한다. 하지만, 이는 또한 경제성장이 복귀하는 올해에는 로테이션이 더 진행할 여지가 있기 때문에 _____ 이러한 분야는 성과가 좋을 것임을 의미한다. 부문별 수준의 경우, 우리는 산업 부문에 대한 건설적 포지션을 증가시켰으며, 기존의 금융 부문에 대한 바이어스(잠재기업이익, 우호적인 자산건전성, 금리 인상으로 인해 긍정적인 효과) 를 유지한다. 반면에, 경기방어적인 우량종목(이동통신, 점진적으로 매력적으로 되고 있으며 강력한 캐시플로우 수익률을 제공함)에 대한 기존의 견해는 유지한다. 우리는 기술주와 같은 분야(금리 민감성이 높음)에 대해서는 신중한 포지션이며, 밸류에이션이 펀더멘탈을 반영하고 있지 않은 임의소비재주에 대해서는 반하도록

바이어스를 증가시켰다.

미국 주식

기대인플레이션은 급상승하고 밸류에이션이 높을 때에는 기업이익 성장, 경제 재개, 대장주 견인할 것이다. 이마, 로테이션이 시장을 경기민감주와 가치주에 대한 기업이익과 그 향후 전망은 견고한 추이를 나타냈으며, 이는 우리가 미국 주식에 대해 긍정적인 견지를 유지하는 데에 확신감을 주고 있다. 하지만, 밸류에이션이 이미 가격에 완전히 반영되고 있기 때문에 이는 또한 주식 선별이 더욱 중요성을 가질 것이라는 신호를 내고 있다. 중요한 점은, 이러한 추이의 핵심에 있는 금융주, 에너지주, 소재주와 같은 부문의 가치주는 인플레이션에 헤지도 제공한다는 사실이다. 일부 성장주 종목의 경우에는 호재가 이미 가격에 반영되었으며, 이는 우리의 신중한 견지(높은 모멘텀, 높은 성장) 를 확인시켜 주고 있다. 기술주는 상대적 가치주 기반으로는 매력적이지는 않지만, 고려할 만한 일부 긍정적이고 설득력 있는 구조적 추이를 가지고 있다.

반면에, 금리(자본비용)상승의 기대감은 경기방어적인 세그먼트(헬스케어는 예외)가 싸지 않다고 믿게 만들었다. 이는 해당 부문의 예상되는 개혁이 이미 가격에 반영되었을 가능성이 높다. 하지만, 강력한 혁신 문화를 가진 이러한 종목들은 지속 가능한 수익성을 제공할 가능성이 있을 것이다.

신흥국 주식

밸류에이션은 경기회복과 기업이익 개선에 의해 떠받혀지고 있다. 하지만, 지정학적 리스크와 고유리스크(러시아/우크라이나, 남미 시위 아시아 지역의 긴장발생)은 모니터링 되어야 한다. 우리는 경기회복의 기대감을 바탕으로 성장주에 대비하여 가치주/경기민감주를 선호한다. 부문별 수준에서 우리는 경제 재개로 인해 임의소비재주에 대한 긍정적인 포지션을 증가시켰지만, 기술주에 대해서는 포지션을 낮추었다. 반면에, 헬스케어주에 대해서는 밸류에이션의 상승으로 인해 신중한 포지션을 증가시켰으며, 필수소비재주와 중국 금융주에 대해서는 방어적 포지션을 유지한다.

가치주를 선호하는 로테이션은 지속적일 것이지만, 단선지이지는 않을 것이다



Source: Amundi, Bloomberg, data as of 19 May 2021. Russell 1000 Value, Russell 1000 Growth, MSCI Europe Value, MSCI Europe Growth.

글로벌 테마 견해



Didier BOROWSKI, Head of Global Views



Pierre BLANCHET, Head of Investment Intelligence

민주당은 공화당과의 타협을 추구하지 않는다

미국 민주당이 자본이득세를 통과시킨다면?

조 바이든이 대통령선거에서 당선된 이후에, 대부분의 평론가들은 민주당이 겨우 과반수를 넘었음에도 불구하고 중요한 재정 정책을 어떻게 통과시킬 수 있었는지에 대해 놀라워하고 있다. 우리는 자본이득세가 공화당의 반대와는 상관없이 인상될 수 있다고 믿고 있다. 이전의 세금인상이 시장에 끼친 장단기적인 영향은 분명하지는 않다. 하지만, 경기모멘텀의 둔화 및 연준의 긴축에 대한 공포감과 결합되어, 이러한 자금이득세 인상은 2021년 4분기 미국 주식에는 단기적으로 악재가 될 수도 있다.

작년 11월에 조 바이든이 당선되었을 때에 미국 민주당은 상원에서 다수를 차지하고 있지 않았다. 당시의 컨센서스는 신임 행정부는 재정정책에 있어서 공화당과 타협을 추구할 것이라는 것이었다. 올해 1월초에 상원에서 과반수를 확보한 것이 평론가들이 상호 타협을 추구할 것이라는 확신을 변화시키지는 않았다. 민주당의 과반수는 선거 공약을 통과시키기에는 너무 의석수가 적다고 간주되었다. 더군다나 일부 민주당 의원들이 선고 공약에 대해서 공개적으로 반대했기 때문에 더욱 그러했다.

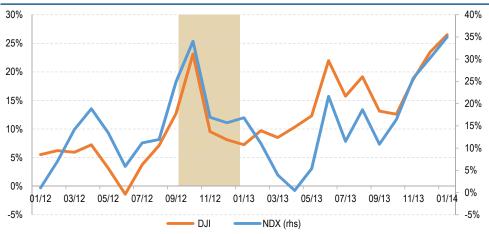
따라서, 대부분의 평론가들은 1.1~1.3조 달러 패키지를 예상했지만,어떠한 타협도 없이 바이든 행정부는 1.9조 달러 패키지의 재정부양책 패키지를 통과시킬 수 있었던 것은 놀라운 사건이었다. 관련된 화해 절차의 과정에서 해당 예산에 직접적으로 영향을 미치지 않는 조치를 통과시키지 없었기 때문에 민주당이 포기했던 사안은 연방 최저임금을 인상하는 조치에 불과했다.

이러한 통과 이후에 조 바이든 대통령은 자신의 대다수 대성공약 약속을 포함하고 있는 인프라 투자계획("미국 일자리 계획")을 발표했다. 8 년에 걸쳐 거의 2.25조 달러에 이르는 규모를 가진 이번 계획은 해당 금액의 법인세 인상으로 15년 동안 기간에 걸쳐 조달될 것이다. 그 이후에, 바이든 대통령은 향후 10년 동안의 새로운 사회적 지출에 대한 두 번째 부분의 경기회복 계획을 발표했으며, 이는 부자 가계에 대한 세금인상에 의해 조달된다. 이와 동시에, 바이든 행정부는 사모투자펀드에 대한 세금감면의 폐지를 원하고 있다¹. 마지막으로, 바이든 대통령은 연방정부와 계약한 기업들의 최소시급을 \$10.95에서 \$15.00 로 인상시키는 행정명령에 서명했다.

실제로, 민주당은 이러한 모든 프로젝트(특히 세금)에 자연적으로 반대하는 야당인 공화당과의 타현안 마련에는 개의치 않았고 있다.

최근의 전미 인구조사 결과에 따르면, 다수 유권자의 수가 중서부/북동부에서 남부 및 서부로 이동되고 있는 것으로 나타났다. 이러한 새로운 인구 수치는 의원 수와 대통령 선거인단의 수를 재배정하는 데에 사용될 예정이다. 이러한 상황은 민주당의 전략을 강화시킬 것으로 예상한다. 우리의 계산에 따르며, 2022년 하원의회 선거에서 민주당이 지배하는 주에서는 3석의 의원 수가 줄어들고 공화당이 지배하는 주에서는 3석을 증가할 것으로 나타났다. 이는 새로운 선거구 획정으로 치러지는 2022년 11월 선거에서 민주당이 하원 의회의 다수당의 지위를 잃을 수도 있음을 의미한다. 이는 민주당에 있을

1/ 다우존스 산업평균지수(DJI) 및 나스닥100 (NDX) 성과 (전년동기대비 %, 월별, 2012년1월 ~ 2014년10월)



Source: Amundi Research - Data as of 25 May 2021

¹ 관련된 펀드/투자 매니저는 임금에 더해서 운용한 자산의 가격상승 지분(이는 '성과 보수'로 알려져 있음)에 주로 의존하고 있다. 이러한 수익에 대해서는 현재 자본이득세가 부과되고 있으며, 임금에 적용되는 최상위한계 소득세율보다 훨씬 낮은 세율이 적용되고 있다. 바이든 대통령의 계획은 이러한 세금감면의 효과를 제거하는 것이다.

글로벌 테마 견해

전미 인주 조사에 따르면. 주별 유권자 수의 분포가 변화하고 있는 것으로 LHEHLHEH

자본이득세는 가격 모멘텀 및 주식시장의 강세에 부정적인 영향을 줄 수도 있다

실질적인 경종을 울리는 상황이다.

따라서, 전미 인구조사는 민주당이 지지기반을 공고히 하기 위해서 대선공약을 실현하도록 부추길 것이다. 가장 상징적인 조치 중의 하나는 강력한 분배효과를 가지고 있는 자본이득세의 인상이다. 이러한 상황을 감안할 때, 대다수의 평론가들이 예상하는 것과는 달리, 해당 조치가 올해말까지 통과될 가능성이 크다.

자본이득세가 미국 주식시장에 악영향을 줄까?

최근 역사 동안 미국에서는 자본이득세 인상은 1969년, 1976년, 1987년, 2013년 등 4 차례 있었다. 1976년의 인상은 4%미만으로 제한적이었던 반면에, 나머지 3차례는 9%에 근접했고 이는 현재 민주당에서 논의되는 인상 수준과 비슷하다. 1969년 50년 이상이 되었으며. 당시 미국 가계저축이 현재의 2.5%와는 커다란 차이가 나는 거의 10%에 달하는 상황이었고 해당 시기의 주식시장은 베어 마켓의 상태였다. 따라서 이를 오늘날의 상황과 비교하기는 적절하지 않을 수 있다. 하지만, 1987년과 2013 년은 여전히 참조 사례로 활용할 수 있다.

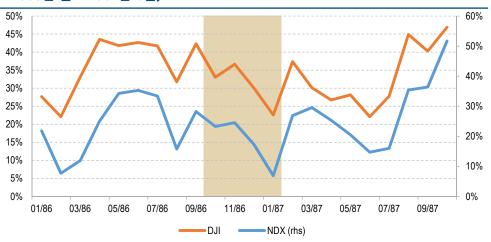
다우존스 산업평균지수(DJI)와 100(NDX)의 성과 곡선을 살펴보면 자본이득세 이행일자에서 3개월 전에 변곡점이 나타나는 것을 알 수 있으며, 이는 (다른 요인들과 더불어서) 새로운 세율이 도입되기 이전에 수익을 실현한 투자자와 연관이 있을 수 있다. 2012년 마지막 3개월 동안에 NDX는 5% 하락했고. DJI는 2% 하락했다. 1987년 자본이득세 인상 이전에도 유사한 상황이 발생했으며, NDX와 DJI 모두에서 1986년 마지막 3개월 동안의 긍정적인 가격 모멘텀을 상실했다(약간의 플러스 수익성을 유지는 했음). 하지만, 2013년과 1987년에 두 지수는 빠르게 회복되었으며, 당해 상반기 동안에 플러스의 성과를 보였다. 따라서, 세금 인상이 이러한 성과 변화를 유발한 주요 요인이라고 가정하는 경우에 이는 일회성의 단기적인 효과만을 보여주었다.

2022년 1월 1일에 새로운 세율 인상이 이행되어 이번에도 동일한 수익 실현의 행태가 나타난다고 가정하는 경우, 미국 주식시장은 2021년 10 월에서 12월까지 이러한 세율 인상이 악재로 작동할 수 있다. 민간투자자들은 그 이후 연도에 첫 번째 분기 동안에 포트폴리오를 재구축할 수도 있다. 따라서, 우리는 그 영향이 미미할 것으로 가정해야 할 것이다. 실제로도, 1987년과 2013년의 세율 인상 이후 3년 동안에 DJI와 NDX 모두 30%~76% 사이에서 상승했다. 따라서, 세금 인상이라는 그 조치 자체만으로는 커다란 영향을 준다고 결론을 내릴 수는 없다. 하지만, 경기모멘텀의 둔화와 연준의 긴축과 관련된 공포감이 결합되는 경우에는 상황이 달라질 수 있다.

2013년 자본이득세 인상과 관련된 단일 주식의 성과에 대한 분석(다우존스 산업평균지수를 구성하는 주식을 이용함)에 따르면, 2012년에 아웃퍼포먼스를 보였던 일부 주식은 10월부터 연말까지 하락한 것으로 나타났다. 하지만, 몇 가지의 반대되는 사례들도 존재한다. 세금 인상 이전에 1년, 3년, 5년, 10년 동안의 주식 수익성을 살펴보는 경우, 해당 모든 기간 동안에 걸쳐서 플러스 성과를 낸 17개의 주식(즉, 커다란 누적 자본이득을 가질 최고의 확률을 가진 주식) 중에서 9개의 주식만이 해당 연도의 마지막 3 개월 동안에 마이너스 성과를 나타냈다. 여기에는 애플, 맥도날드, 월마트, 디즈니와 같은 종목들이 포함되며, 특정한 부문에 대한 편향을 나타내지는 않았다. 50%는 규칙으로 정립하기에는 충분하지 않지만, 세금 인상 이전에는 나쁜 성과를 보였던 대다수의 주식이 해당 3개월 동안에는 지수보다 나은 아웃퍼포먼스를 나타냈다는 사실은 언급할 필요가 있다. 따라서, 우리는 세금 인상이 주식 시장에 일부 영향이 있다는 사실은 인정해야 하다.

자본이득세의 인상은 최 근년 동안에 매우 강력한 성과를 내었던 미국 시장의 주식이나 부문에는 영향을 줄 수 있다. 그 효과는 지수 수준보다는

2/ 다우존스 산업평균지수(DJI) 및 나스닥100 (NDX) 성과 (전년동기대비 %. 주별. 1986년1월 ~ 1987년10월)



Source: Amundi Research - Data as of 25 May 2021

글로벌 테마 견해

개별 주식 수준에서 더 현격하게 나타날 수 있다. 예를 들면, 테슬라나 애플과 같은 종목이 악영향을 받을 수 있지만, 그 영향은 제한적이고 단명할 것이다. 만약 역사가 반복된다면, 세금 인상이 미국 주식시장에 장기적인 부정적 영향향을 줄 수 있다는 증거는 존재하지 않는다. 문제는 실제로는 다른 곳에서 발생할 수도 있다. 자본이득세는 연간 1백만달러 이상의 이러한 소득수익(즉, 미국 가구의 0.7%가 부과 대상임)으로 한정될 것이다. 이러한 인상된

세금의 부과 대상 투자자들은 주식시장에 접근할 수 있을 뿐만이 아니라, 비상장 주식 (사모주식)과 대안적인 투자펀드와 같은 광범위한 투자상품에도 역시 접근할 수 있다. 강력한 성과를 보이고 있는 국채와 크레딧도 대안적인 투자 대상의 일부가 될 수도 있으며, 자본이득세는 주식시장으로부터 자금유출을 유발할 수 있다.

2021-05-25 작성 완료

중심 시나리오 및 대안 시나리오 (12~18개월 기간)

월별 현황

우리는 기존의 중심 시나리오 및 대안 시나리오의 내러티브와 확률을 유지한다. 우리의 중심 시나리오에서는 펀더멘탈과 완화적통화정책이 개선되면서 주식은 풍부한 유동성을 바탕으로 아웃퍼포먼스를 나타낸다. 백신의 효과를 무력화하는 바이러스 변이, 매파적인 정책 서프라이즈, 지정학적 긴장이 리스크의 주요한 원인이다. 우리는 18개월 이후에 (미국) 경제성장률은 인플레이션 상승의 레짐에서 잠재성장률로 반전될 것으로 예상하는 반면에, 유럽 전역에는 스태그플레이션 압박이 상승할 것이다. 위험자산 밸류에이션은 과장되었기 때문에, 우리는 정책실수나 악영향적 사건에서 견딜 수 있는 여건이 줄어들었다고 믿는다.

다운사이드 시나리오 10%

다면적인 압박*

분석

- 새로운 글로벌 봉쇄조치와 경제성장 악화로 이어지는 바이러스의 변이 발생
- 백신의 부작용 및/또는 공급부족의 지속이 신뢰도를 저하시키고 경기회복 전망을 악화시킴
- ▲ 매우 시클리컬 친화적인 미국 정책이 기대 인플레이션의 불안정으로 이어지고 금리, USD 및/또는 원자재 가격의 상승을 유발하고, 이는 위험자산에 (변동성 충격에도 불구하고) 악영향을 주고 금융 안정성에 손상을 가져옴. 금융조건의 긴축화는 경제적 및 금융적 취약성을 악화시킴
- ▲ 유로통화권이 경기회복 유도에 실패, 과도한 부채를 가진 일부 국가들이 스태그플레이션에 빠져듦
- 중기적 기대성장률의 하락이 공공부채의 지속 가능성을 저해함
- 중국의 경제성장 둔화가 예상보다 빨라지고 이러한 상황인 선진국 경제로 전이됨
- 지정학적 평형의 균형조정이 보호무역주의와 탈글로벌화로 이어지며, 이는 교역과 글로벌 가치사슬에 부정적인 영향을 줌

중심 시나리오 **70**%

다중적 속도의 경기회복

분석

- 백신 보급접종은 강력하지만 지역별로 불균등한 다중적 속도의 경기회복으로 이어질 수 있음: 미국/유럽의 경기회복 강세, 신흥국의 경기회복 약세
- ▲ 미국의 경기부양정책은 신흥국과 선진국 사이의 성장 프리미엄 간극을 줄임
- ▲ 완화적인 통화정책과 재정정책이 경기회복을 뒷받침하기 위해서 계속되고, 이는 디플레이션 리스크를 제지하고 채무/ GDP 비율을 당분간 안정적으로 유지하도록 함
- ▲ 재정정책을 동원하겠다는 정치적 약속에도 불구하고, 유럽연합에서는 이에 대한 실행 과정에서 그 내용이 희석됨
- 플러스의 기업이익, 적극적인 디레버리징, 낮은 자금조달 비용 덕분에 지급불능 리스크는 줄어듦, 특히 저등급의 채권 발행기업과 영향을 받은 부문에서 지급불능 리스크가 더욱 줄어듦
- * 코로나 위기로 인해 소득과 부의 불평등이 악화되고 사회적/정치적 긴장이 증가함
- 매크로/마이크로 펀더멘탈이 긍정적 모멘텀 일시 중지를 유발함. 과장된 위험자산 밸류에이션과 기술적 요인으로 인해 상황이 잘못될 경우에 운신의 폭이 줄어듦

업사이드 시나리오 20%

지속가능하고 포용적인 경기회복

분석

- 대규모 백신접종으로 보건위기를 해결되고, 2021년 하반기에 전면적인 글로벌 경기회복이 가능하도록 함
- ▲ 불확실성이 낮아짐에 따라 정책적 부양과 실물경제와 금융시장에 효과가 나타나고, 제조업과 서비스업 부문 사이의 간극이 줄어듦
- *처분가능소득의 증가를 바탕으로 저축이 소비로 전환되고, 이는 성장/인플레이션의 선순환을 이루게 됨 (글로벌 경기과열은 없음)
- 포용적이고 지속가능한 성장이 불평등성 격차를 줄이기 위한 추가적인 정책지원의 필요성을 감소시킴
- 미국의 일자리 시장이 예상보다 빠르게 회복되고 임금 상승의 압박이 부상하지만, 연준은 금리를 동결함
- 새로운 디지털 및 그린의 발달에 의해서 중기적인 생산성향상이 이루어 짊

시장 함의

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

시장 함의

- 사이클의 현 국면에서 주식은 선택의 자산으로 유지됨. 가치주와 경기민감주의 아웃퍼포먼스 계속됨 주식과 통화 공간에서 바벨(barbell) 포지션이 선호됨
- 미국 재무성증권 수익률곡선의 억제된 스티프닝이 유로통화권과 신흥국으로 파급됨
- 기업이익의 상승을 바탕으로 신흥국 주식과 크레딧으로 성장주와 소득 포켓을 유지할 것 신흥국 경화표시 채권에 선별적인 포지션을 취할 것
- 인플레이션 헤지로서 인플레이션 연동채권을 선호할 것

시장 함의

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

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

상위 리스크

월별 현황

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

경제적 리스크 15%

- 글로벌 테이퍼링

- 인플레이션 기대감이 상승함에 따라 양적완화(QE) 프로그램이 문제로 부각될 수 있다
- 인플레이션이 중앙은행의 물가목표수치에 거의 근접하는 경우, 특히 신흥국에서는, 인플레이션 역동성과 중앙은행의 대응기능이 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
- 백신 보급접종 이슈에 따른 팬데믹 2.0
 - 하나 이상의 바이러스 변종이 발생하는 기존에 개발된 백신을 비효과적으로 만들고 경기회복을 저해하게 된다
 - 예상하지 모산 물류 이슈나 백신의 부작용은 투자자/기업 심리에 매우 부정적인 영향을 줄 수 있다.
- 경기악화가 여러 차례 재발되는
 경기회복의 장기화는 기업과 소비자의
 신뢰성에 충격을 주고, 금융 부문과 같이
 팬데믹이 직접적인 충격을 주지 않았던
 부문에 대한 악영향을 미치게 된다
- 노동시장에서 나타나는 이력효과에 대한 과소평가는 실업률 상승과 더불어서
 사회적 긴장을 발생시킬 수 있다

금융적 리스크 20%

- (통화정책의 성급한 긴축화나 과도한 재정계획과 같은) 정책실수의 결과인 채권시장 전이로 이어지는 기대 인플레이션의 디앵커링
- 기업 지급불능 리스크: 펀더멘탈의 개선에도 불구하고 일단 중앙은행의 유동성과 정부보증 프로그램이 줄어들게 되면, 이번 리세션의 규모로 인해 지급불능 (부도) 리스크가 증가할 수도 있다

- 국채 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 시장의 약세(단일원자재 수출국, 관광업 집중)은 국제수지 위기를 맞고 채무불이행 리스크를 증가시킬 수 있다
- 양 방향 모두에서 영향을 미칠 수 있는 USD 불안정성:
 - (1) 평가절하는 연준이 자산매입 프로그램(APP)을 중단하도록 만들 수도 있으며, 재무성증권 시장에 부정적인 영향을 미치고, 유로통화권과 일분에 디플레이션을 가져오게 되고, 신흥국 경기회복을 저해할 수 있다;
 - (2) 평가절상은 미국 재무성증권 수익률 상승의 영향이 유로통화권 채권시장으로 확산되면서 신흥국에 악영향을 줄 수 있다.

정치적/지정학적 리스크 15%

- 미국/중국의 냉전

- 민주당은 중국에 강경노선을 취하고 있다.
- 몇몇의 재제조치와 중국기업의 상장폐지는 갈등고조의 징후이다
- 남중국해나 대만 해협에서의 우발적인 충돌의 가능성
- 혼란스러운 코로나바이러스 위기 관리와
 식량 가격의 상승을 둘러싼 신흥국 내부 및
 전체에서 나타나는 정치적 불안정성
- 저하된 유럽 결속력의 포스트 브렉시트 리스크
 - 유럽연합 탈퇴에 대한 합의가 2020년에 이루어졌지만, 그 시행은 예상보다 훨씬 혼란스러운 것으로 나타남
 - 북아일랜드의 새로운 국경규정에서 긴장이 발생함
 - 런던의 시티 금융특구는 예상보다 빠르게 점유율을 상실함
- IT 시스템(보안, 에너지 및 의료보건 서비스)을 중단시키는 사이버 공격 또는 데이터 유출

- 현금, 연계채권, JPY, 금, USD, 경기민감주에 대비한 경기방어주
- 석유, 위험자산, AUD CAD 또는 NZD, 신흥국 현지통화 CCY 수출국
- + CHF, JPY, 금, CDS, 옵션, Min Vol
- 석유, 위험자산, 프런티어 시장, 신흥국
- 선진국 국채, 현금, 금, 연계채권, USD, 변동성, 퀄리티
- 석유, 위험자산, EMBI

CROSS ASSET 디스패치: 시장 전환점 감지하기

전환점 평가를 이해하는 방법



전환점에 이르렀다고 판단하기는 너무 이름



전환점에 접근 중



전환점이 접근했음

○ ◎ 경제적 배경

- 코로나 제한조치가 완화됨에 따라 유로통화권에서 경제활동이 점진적으로 가속화되고 있다. 소프트 데이터에 따르면, 현재 진행 중인 경재 재개에 대한 낙관론을 확인시키면서 강력한 업사이드 서프라이즈를 보여주고 있다. 특히, 소매 활동의 상승세는 가장 크게 충격을 받은 소매 부문이 바닥에서 점차 벗어나고 있는 증거를 제공하며, 가장 최근의 PMI의 수치를 확인시켜 주고 있다 - 컨센서스는 프랑스를 필두로 하여 온건한 상향 수정의 징후를 보여주고 있다.
- 미국의 경제활동은, 소프트 데이터와 하드 데이터 모두에서 확인되고 있듯이, 지속적으로 경기회복의 모멘텀을 받고 있다. 서베이는 업사이드 서프라이즈 계속 나타내고 있으며, 이는 미국 경재의 재개를 떠받히는 강력한 신뢰를 반영하고 있다. 컨센서스는 높게 유지되고 있지만 경기 서프라이즈에서는 점진적인 반전으로 이어질 것이다, 왜냐하면 추가적인 업사이드 서프라이즈가 현실화되는 것이 점차 더욱 어렵게 되기 때문이다.

펀더멘탈 및 밸류에이션

- 현재의 크레딧 시장과 주식 시장의 수준은 강력한 수익성 회복과 여전히 비둘기파적인 중앙은행의 기조를 바탕으로 하는 골디록 시나리오를 가격에 반영하고
- 절대적 주가수익률(PE) 수준은 역사적 추이를 상화하고 있으며, 이는 투자자 시장안주 수준의 징후이다.
- 최근의 장기금리의 급상승 이후에, 상대적 가치의 메트릭스는 주식시장이 현저하게 상승시키는 떠받힘을 줄어들게 만들었다.

중립적 + 자산배분

● 기술적 요인

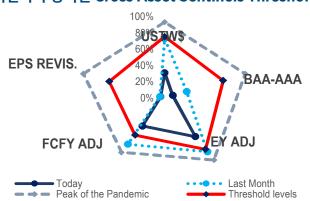
- 우리의 기술적 요인 메트릭스는 위험자산에 대한 환경이 혼재된 상황임을 계속 나타내고 있다. 지난 달과 관련하여, 실질적인 변화는 역투자의 신호와 연관되며, 최근의 시장 투매를 감안하면 이는 훨씬 나은 포지션인다.
- 상대강도지수(RSI)가 대다수의 시장 세그먼트에서 과잉매수의 영역을 마침내 벗어났으며, 이는 잠재적으로 투자자에게 매력적일 수 있다.
- 반면에, 계절성 요인은 일정한 역할을 했을 수도 있지만 그 경향성은 매우 분명하게 해석되지는 않는다.
- 지난 달의 경우에 기술적 용인은 혼재된 상태를 유지했으며, 이는 위험자산에 대한 중립적 견지를 제시한다.

Source: Amundi Research, Data as of 13 May 2021

● 시장분위기

- 인플레이션이 명목금리/실질금리로 전이되는 것은 현재의 높은 밸류에이션에는 악재이기 때문에 인플레이션에 대한 우려는 5월에 위험자산에서 변동성의 상승과 박스권에 갇히는 상황으로 이어졌다. 그럼에도 불구하고, 최근의 USD 투매와 크레딧 리스크프리미엄의 향상, 금융조건의 온건한 악화(무디의 스프레드가 2019년 초반 이후로 처음 70bps 미만으로 떨어짐)와 더불어서 우리의 리스크 분위기 메트릭스는 온건한 시장 구조라는 신호를 계속 내고 있다.
- 역사상 상위 백분위수의 분포에 있는 금융조건과 결합된 시장분위기의 완만한 악화는 시장의 안주를 유발할 수도 있다. 이는 향후에 면밀하게 모니터링 해야 할 사안이다.

여전히 부양적인 Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST)



CAST는 매우 낮은 리스크 인식을 나타내고 있다.

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

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

글로벌 리서치 클립

1 강력한 수요와 견고한 가격 압박이 혼합되어 떠받히는 상황을 바탕으로 상향 수정된 미국 인플레이션

- 우리는 GDP 경제성장률 중기적 예측을 기존의 2021년 7.5%로 고수하는 반면에, 인플레이션 패턴은 상향 수정하여 이제는 4분기까지 3% 이상을 상회하고 2022년말까지는 2.4%로 낮아질 것으로 예상한다.
- 우리는 미국 인플레이션이 주로 기저효과(첫 번째 코로나19 대확산 동안에 다수의 가격이 폭락했던 2020년 2분기의 상황 반영)를 바탕으로 2분기에 고점을 찍을 것으로 예상한다.
- 단기적으로 인플레이션은 상품과 서비스 모두에 대한 수요의 강력하게 재개되고 공급이 제약되는 상황(일부의 경우에는 생산병목으로 더욱 악화될 수도 있음)이 결합되어 월별 변동성에서 특히 높을 것으로 예상된다.
- 이러한 전망에서 대한 핵심적인 리스크는 업사이드에 존재한다 a) 경재 재개로 인해 커진 가격결정력은 예상보다 빠르게 투입비용 상승을 산출가격으로 전가시키는 상황(지금까지는 현실화되지는 않았고, 일부에서만 나타나고 있음)으로 이어질 수 있고, b) 소비자 기대인플레이션의 장기적인 지속적 상승이 가격절정 프로세스에서 더욱 고착될 수도 있다.

2 경기모멘텀이 피크에 도달함에 따라 잠재적으로 횡보하는 선진국 주식시장

- 여러 지표는 과장된 상태인 것으로 보인다 제조업 PMI와 ISM연 역사상 최고점이나 이에 근접해 있으며, MSCI World와 S&P 500 컨센서스 포워드 EPS는 이미 위기 이전 수준으로 회복했으며, 금융조건은 2007년 이후의 가장 낮은 백분위수에 있고 주식 포지셔닝은 팬데믹 이전 수준으로 되돌아 갔다.
- 경기방어주에서 경기민감주로의 거대한 로테이션은 일시 중지된 상태를 보이고 있다. 밸류에이션은 과장되어 있다.
- 우리는 글로벌 주식에 대해 투자비중확대에서 중립으로 하향 수정하고 있다. 하지만, 우리는 이러한 시장 횡보(박스권에 갇힘)는 단명할 것으로 예상하며, 이것이 불마켓을 반전시키지는 않을 것이다.

3 좌파적 정치적 추의 움직임에 부딪힌 남미의 경기사이클 회복

- 남미 지역의 정치적 추는 팬데믹 이전의 구조적인 힘과 최근에는 어려워진 경기사이클적인 환경 모두에 의해서 분명히 좌파 쪽으로 넘어갔다. 생산성 하락과 사회적 요구의 증가는 팬데믹과 결합되어서 고통스러운 경제 역성장을 유발했다.
- 대중의 불만과 제도권 반대의 분위기는 이미 2019년도부터 분명히 나타나기 시작했다.
- 현재 진행 중인 칠레의 헌법 전면개정은 파편적이고 좌파로 치우친 기관들에 의해 좌우되고 있다.
- 페루의 경우, 강경 좌파의 대통령 후보인 카스티요는 일부 급진적인 공약을 바탕으로 결선 투표에서 앞서 나가고 있다.
- 콜롬비아의 재정개혁은 현실과는 완전히 동떨어져 있으며 실물경제와 금융에 손상을 유발하고 있으며, 이는 칠레의 국가신용등급은 정크로 강등되었다
- 내년 후반기로 연기된 브라질 대통령선거는 정부당국이 경제의 기반을 굳건히 만들 수 있는 시간적인 여유와 룰라 전임 대통령과 더불어서 좌파적인 경향으로 전환을 피할 수 있는 기회를 제공하고 있다.

4 1분기 GDP 예상 수치 미성취와 느린 백신접종으로 인한 일본 경제성장률의 하향 수정

- GDP는 예상보다 훨씬 약세를 보였으며, 이러한 역성장의 절반 이상이 민간소비의 둔화에서 비롯되었다.
- 백신을 접종한 인구의 비율이 낮은 상태(<10%)이며, 이는 일본을 감염병 재확산에 노출시키고 있다. 비상사태가 지난 5월에 연장되었으며, 이는 이동성에 압박을 주고 있다.
- 해외에서 기계주문이 크게 증가됨에 따라 대외 수요는 양호한 추이를 유지했다.

AMUNDI 자산종목 견해

	자산종목	견해	1개월 변화	근거
	미국	=		경제 재개와 바이든 행정부의 재정 지출은 전반적인 성장과 수요를 떠받힐 것이지만, 시장에는 극단적인 밸류에이션을 가진 세그먼트가 존재한다. 이와 더불어서, 공급 부족과 잠재적인 세금 인상이 수요를 압박할 수도 있는 이슈로 유지되고 있다. 이에 따라서, 우리는 선별적인 포지션을 유지하며, 리스크를 모니터링하고 경기민감주와 가치주를 선호하는 경기회복과 연계된 로테이션을 통해서 플레이한다.
	미국 가치주	+		시민들의 움직임에 대한 제약조치가 완화되고 (미국 및 그 이외의 국가들에서) 백신접종에서 진전이 보임에 따라, 이는 소비수요와 경제성장을 계속 부양시키고 있다. 따라서, 우리는 가치주를 선호하는 로테이션이 추가적인 모멘텀을 받을 것이라고 믿고 있으며, 특히 일부 인플레이션의 징후가 나타나고 있기 때문에 더욱 그러하다. 또한, 미래의 ESG 선도기업으로서 잠재력을 가진 고우량의 안정적인 기업을 파악할 수 있는 기회도 존재한다.
ᆡ 플랫폼	미국 성장주	-		성장주의 여전히 높은 밸류에이션을 감안하여 우리는 성장주(특히, 초고속성장주)에 신중한 견해를 유지한다. 향후에는 경제성장이 복귀하고 금리가 상승할 것이기 때문에, 투자자는 재할인율의 상승에 영향을 덜 받는 좋은 가격의 분야를 모색해야 할 것이다.
사	유럽	=		기업의 가장 최근 분기별 실적발표는 강세를 나타냈으며, 이는 경제 정상화의 중요성을 나타내고 있다. 유럽 지역은 여전히 경재 재개가 진행 중이며, 이는 경제성장과 연계된 부문으로의 (비단선적인) 로테이션을 떠받힐 것이다. 하지만, 대부분의 호재가 이미 시장에서 가격으로 반영되었다고 믿고 있다. 따라서, 우리는 인플레이션 추이를 모니터링하고 있으며, 상대적 가치와 강력한 펀더멘탈과 가격결정력을 가진 기업들에 포커스를 두고 있다.
	일본	=		글로벌 경기모멘텀의 중지는 일본 시장에 일시적으로 영향을 줄 수도 있다. 중기적 관점에서는 일본의 경제성장율은 수출, 임금 상승, 엔화 약세에 의해 뒷받침될 것이다.
	신흥국 시장	=/+	•	국가별 고유리스크와 대외 취약성과 더불어서 미국 수익률 상승의 예측은 신흥국 시장에 대해 단기적으로는 일부악재가 생성되고 있다. 매우 선별적인 견지를 유지하면서 투자자는 소비 향상과 연계되어 있는 가치주/경기민감주분야와 매력적인 밸류에이션과 지속 가능한 추이를 나타내는 부문에 포커스를 두어야 할 것이다.
	미국 국채	-	•	우리는 예상보다 높은 CPI, 공급 부족, 고용에 우선 순위를 두는 연준을 모색하고 있다. 강력한 소비, 재정적자 우려, 정부 지출계획과 더불어서 이는 인플레이션이 추가적으로 상승할 것을 나타내며, 미국 재무성증권(UST)에 추가적인 압박을 주게 된다. 투자자는 듀레이션 관리에서 신중하고 액티브한 포지션을 유지해야 하지만, 이렇게 함에 있어서 롱듀레이션으로 가는 실수를 피해야만 한다. 이와는 반대로, 인플레이션이 상승으로 움직일 것이기 때문에 물가연동 재무성증권의 성과는 좋을 것이다.
	미국 IG 회사채	=		핵심 수익률의 상승 압박의 관점에서, 우리는 포트폴리오에서 듀레이션, 금리 리스크, 롱듀레이션 채권을 제한하고 있다. 대신에, 만기가 짧은 상품에 포커스를 두고 선별적인 포지션을 유지시킬 수 있는 기회가 높은 고유리스크를 선호한다. 소비자 소득의 향상을 감안하여, 증권화된 크레딧이 매력적인 것으로 보이며, 특히 비거주용 증권화된 채권에서 더욱 그러하다. 하지만, 투자자는 반드시 밸류에이션을 의식해야 한다.
	미국 HY 회사채	=		HY 캐리는 매력적이며, 경제가 재개됨에 따라 기업 펀더멘탈은 향상될 것이다. 하지만, 수익률과 퀄리티 사이의 미묘한 경계선에서 선별적인 접근방식을 통해서 과잉적인 소득과 균형을 방어할 필요성이 존재한다.
플랫폼	유럽 국채	- /=		우리는 유럽의 개선되고 있는 경세성장률이 국채수익률 곡선의 스티프닝을 떠받힐 것이라고 믿고 있으며, 이는 유로핵심국 국채에 압박할 것이다. 따라서, 우리는 신중한 견지를 유지한다. 하지만, 유럽중앙은행은 경제성장을 떠받히기 위해서 수익률에서의 어떠한 현격한 상승도 방지할 것이다. 반면에, 우리는 주변국 국채에 대해서는 건설적인 포지션을 취한다.
<u>차</u>	유로 IG 회사채	=/+		안정적인 펀더멘탈 및 기술적 요인, 시장에 대규모의 유동성 주입, 온건한 수준의 향상에 대한 기대감의 관점에서 우리는 IG에 건설적인 포지션을 위한다. 그리고, 등급평가 전망과 영업현금흐름의 상황이라는 측면에서도 향상되고 있다. 하지만, 일부 사례에 있어서 과잉적인 밸류에이션과 금리 및 듀레이션 리스크를 감안하여 우리는 선별적인 포지션을 유지한다. 전반적으로 우리는 BBB 등급으로 만기가 짧고 경기회복과 연계된 부문(후순위채권, 에너지, 자동차)의 회사채를 선호한다.
	유로 HY 회사채	=		기업의 펀더멘탈은 경기반등을 배경으로 향상되고 있으며, 이는 채무불이행(부도) 전망을 개선시킬 것이다. 우리는 추가적인 스프레드 압착의 여지가 있는 분야를 선호하지만, 매우 선별적인 포지션을 유지한다.
	신흥국 채권 경화표시	=/+		HY가 올해 초부터 더욱 공정하게 가격으로 반영되어 있기 때문에 우리는 국채와 회사채의 모든 공간에 있어서 IG보다는 HY에 대한 선호를 유지한다. 하지만, 미국 금리 상승으로 인한 악재가 존재한다. 장기적인 관점에서 이 자산종목은 투자자의 소득 창출 전략에서 좋은 대안이 될 수 있다.
	신흥국 채권 현지화표시	=		달러화 강세와 미국 금리의 상승은 현지화표시(LC) 신흥국 채권에는 악재이며, 매우 선별적인 접근방식이 요구된다. 특히, 우리는 금리의 측면에서 신중한 입장이다. FX의 경우, 올해 하반기에 잠재적으로 경기회복의 가능성이 있다고 파악하고 있다.
古	원자재			글로벌 경기반등세는 원자재 가격을 떠받히고 있다. 구리와 같은 기본 금속은 (그린 전환 및 경제 재개가 견인하는) 수요 증가 및 공급 부족에 대한 우려로 인해 가격 급상승이 나타나고 있다. 연준은 현재 저금리를 유지하고 있지만, 투자자는 금리 움직임 및 이러한 움직임이 금 가격에 대한 영향에 주목해야 한다.
7	통화			미국의 '쌍둥이 적자'는 장기적으로 달러화를 압박할 것이다. 단기적으론, 미국 달러화는 우량한 성과를 낼 것이며, 특히 경제 성장률의 차이로 인한 낮은 수익성의 FX(JPY, CHF)에 대비하여 더욱 그러할 것이다. 경기민감의 G10 FX 블록인 NOK, CAD, AUD는 경제가 재개됨에 따라 성과는 좋을 가능성이 크다.

술저: Amundi, ZUZI년 5월 ZC일 기순, EUR 기반 투자자에 대한 상대석 견해. 본 자료는 특성 시기의 시상완경에 대한 병가를 나타내며, 향후 사건의 예측이나 미래 실석에 대한 보증을 의도하시는 않는다. 본 성보는 이를 참조하는 자가 특히 펀드나 증권과 관련한 어떠한 연구, 투자자문, 권장사항을 마련하는 자료로 사용될 수 없다. 본 정보는 예시적 및 교육적 목적으로만 엄격히 제안되고 예고 없이 변경될 수 있다. 본 정보는 현재, 과거, 미래의 Amundi 상품의 실질적 자산배분이나 포트폴리오를 나타내지 않는다.

lG = 투자등급 회사채, HY = 하이일드 회사채, EM 채권 HC/LC = 경화표시/현지화표시 신흥국 채권. W∏ = 서부 텍사스 중질유. QE = 양적완화

범례

선진국

거시경제적 전망 2021년 05월 24일 기준 자료 인플레이션 실질 GDP 성장률 % (PI, 전년동기대비,%) 연 평균(%) 2021 2022 2020 2021 2022 범위 전세계 5.8/6.7 3.7/4.5 2.6 3.1 3.2 선진국 -5.2 5.1/6.0 3.2/3.9 0.7 2.1 1.8 미국 -3.5 6.8/8.2 3.3/4.2 1.3 3.1 2.5 일본 -4.9 2.5/3.1 2.8/3.4 0.0 -0.4 0.6 영국 -9.8 5.5/6.1 4.5/5.1 0.9 1.6 2.2 유로 -6.7 4.0/4.6 3.1/3.8 0.3 1.8 1.5 독일 -5.1 2.7/3.3 3.0/3.6 0.5 2.4 1.7 프랑스 -8.2 5.6/6.2 2.9/3.5 0.5 1.5 16 이탈리 -8.9 3.7/4.3 3.2/3.8 -0.1 1.5 1.5 스페인 4.6/5.2 4.4/5.0 -0.3 1.4 1.3 -10.8

출처: Amundi Research

- 미국: 극도로 완화적인 정책조합(폴리시믹스) 덕분에, 미국 경제는 강력한 회복이 계속되고 있으며, 본 분석을 작성하는 시점을 기준으로 팬데믹 이전 수준으로 회복되고 있을 가능성이 크다. 우리는 최근에 경제성장률과 인플레이션의 2021년 전망을 상향 수정했다. 강력한 기저효과가 나타나는 2 분기에는 인플레이션은 급상승하고 이후에는 온건해질 것이지만, 낮은 재고와 투입비용 상승으로 증폭된 수요/공급 불일치로 인해 단기적으로는 그 매우 변동성이 높게 유지될 것이다. 연준은 이러한 과정이 자신의 목표와 궤를 같이 한다고 간주할 가능성이 매우 크고, 이러한 인플레이션 압박을 일시적인 것으로 계속 간주할 것이다.
- 유로통화권: 1분기 GDP 데이터는 봉쇄제한 조치의 확대에도 불구하고 온건한 역성장률과 더불어서 예상보다 강력한 추이를 확인시켜 주고 있다. 2분기에는 봉쇄조치가 해제됨에 따라 온건한 경제성장률이 있을 것으로 보이며, 그 이후의 여름부터는 제한조치가 확대되고 백신접종이 진척됨에 따라 경제성장률에서 더욱 가속도가 붙을 것으로 보인다. 유로통화권의 정부들은 경기회복이 제궤도에 진입할 때까지 재정적 지원을 계속 제공할 것이며, 유럽중앙은행은 완화정책을 유지할 것이다. 인플레이션은 상향 추이로 진행될 것으로 보이고 일시적인 요인들로 인해 높은 변동성을 유지하겠으며, 2022년에 일반적인 추이 이하로 되돌아오기 전까지는 올해 4분기에 단발적으로 급상승할 수 있다.
- 일본: 1분기 GDP는 모든 부문에서 일부 둔화를 보이면서 예상보다는 훨씬 약세였던 것으로 나타냈다. 이동성에 대한 가벼운 제약조치가 수행된 와중에 내수 수요, 특히 민간 소비가 역성장이 나타났던 주요 원인이었다. 향후에 있어서 일본의 백신접종의 둔화된 속도가 우려되는 사안이며, 이는 감염병의 새로운 확산과 변이 바이러스의 발발에 취약하게 만든다. 대외 수요의 급증과는 상반되게 내수 소비는 느린 속도로만 회복될 가능성이 크기 때문에 이는 인플레이션 상승을 억제할 것이다.
- 영국: 경제 재개의 일정과 정부 계획에 부합하도록 진행되고 있는 백신접종 프로그램으로 인해, 우리는 6월21일에 전면적인 경제 재개가 있을 것으로 예상한다. 예상보다 강력한 경기회복의 징후를 감안하여, 우리는 경제성장률 예측을 상향 수정했으며, 영국경제는 2분기부터 상승세를 보이고 올해 하반기에는 강력한 경기모멘텀을 향유할 것으로 예상한다. 인플레이션은 일시적인 요인으로 인해 더 높게 상승할 것이고 목표물가수치 이내에서 대체적으로 유지하며 경기부양적인 통화정책 견지를 훼손하지는 않을 것이다. 경기부양적인 통화정책은 최근에 개선되어 발표된 재정정책화 결합하여 경기회복을 지속적으로 떠받힐 것이다.

기준금리 전망

			컨센서스 +6개월		
미국	0.13	0/0.25	0.15	0/0.25	0.16
유로	-0.52	-0.50	-0.51	-0.50	-0.51
일본	-0.02	-0.1	-0.03	-0.1	-0.05
영국	0.10	0.1	0.11	0.1	0.13

출처: Amundi Research

- 연준(Fed): 제롬 파월 연준의장은 4월의 연방공개시장위원회 회의에서 테이퍼링에 대해서 논의할 시기가 아니라는 사실을 재확인했으며, 연준의 목표에 "실질적으로 추가적인 진전"을 이룰 때가지는 "상당한 시간"이 소요될 것이라고 강조했다. 노동시장이 최우선 과제이다 - 테이퍼링의 시기는 노동시장의 변화상화에 의해 좌우될 것이다. 연준이 테이퍼링에 대해서 고려하고 이를 소통할 때까지는 강력한 고용이 상승되는 수개월이 필요하며, 이러한 시기는 최소한 8월의 잭슨홀에서 컨퍼런스까지는 테이퍼링이 고려되지 않을 것이다. 연준은 향후 수분기 동안의 강력한 인플레이션은 기저효과와 병목현상에 의해 견인되었기 때문에 일시적이라는 견해를 고수할 것이다.
- 유럽중앙은행(ECB): 4월 회의는 이미 예상되었듯이 어떠한 새로운 정책 뉴스도 내지 않았지만, 유럽중앙은행은 비둘기파적 견지를 유지하고 매우 완화적인 통화정책 방향을 재확인했다. 유럽중앙은행 총재는 테이퍼링에 대한 어떠한 논의는 궁극적으로는 시기상조라고 일축했으며, 경제가 "팬데믹의 다리를 건너기"까지는 여전히 갈 길이 많이 남아 있기 때문에 다른 국가들은 상당 기간 동안 통화부양책을 유지해야 할 필요성이 있다는 점을 강조했다. 6월 회의의 주안점은 팬데믹 긴급매입 프로그램(PEPP)의 분기 검토가 될 가능성이 크다.
- **일본은행(BoJ):** 일본은행이 4월28일에 경제성장예측을 상향 조정한 이후에 일본의 경기회복 전망은 최근의 경제성장률과 인플레이션 데이터 모두에서 다운사이드 서프라이즈가 나타나면서 다시 암울해졌다. 낮은 백신접종률(100명당 5명 이하의 접종)과 더불어서, 일본의 대다수 지역이 감염병 확산 악화로 인해 비상사태 지역으로 선포되었다. 이러한 상황 전개는, 단기적으로는 추가적인 부양책을 시행할 가능성이 낮은 일본은행이 현 상태를 더 장기간 유지할 가능성이 높음을 나타내고 있다.
- 영국중앙은행(BoE): 지난 번의 마지막 회의에서 영국중앙은행(영란은행)은 한 명의 통화위원이 자산매입 프로그램의 전체 규모의 축소하는 방향으로 투표했음에도 불구하고 그 목표규모수치는 8,950억 파운드로 유지했다. 이와 동시에, 영국에서 양적완화(QE)는 무기한이 아니며 채권매입이 일정보다 훨씬 앞선 상태를 보이고 있기 때문에, 영국중앙은행은 채권매입 속도를 줄인다고 발표했다. 2021년 GDP 예측을 5%에서 7.25%로 확연하게 상향 수정했음에도 불구하고 영국의 통화정책위원회 (MPC)는 통화긴축을 하기까지는 엄청나게 남아있다는 전반적으로 비둘기파적인 메시지를 내고 있다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
Fed FOMC	6월 16일
ECB정책위	6월 10일
BoJ MPM	6월 18일
BoE MPC	6월 24일

출처: Amundi Research

신흥국

거시경제적 전망 2021년 05월 24일 기준 자료 인플레이션 실질 GDP 성장률 % (PI, 전년동기대비,%) 연 평균(%) 2021 2022 2020 2021 2022 범위 전세계 5.8/6.7 3.7/4.5 2.6 3.1 3.2 -3.5 신흥국 -2.2 6.4/7.2 4.0/5.0 4.0 3.9 4.1 브라질 -4.1 4.2/5.2 1.0/3.0 3.2 6.5 4.1 멕시코 5.4/6.4 2.0/4.0 3.4 4.5 3.4 -8.2 러시아 -3.1 3.0/4.0 2.0/3.5 3.4 5.1 4.4 인도 -7.1 9.0/10.2 5.1/6.5 6.6 5.1 6.2 인도네 -2.0 3.8/4.6 4.6/5.6 2.0 2.0 3.2 중국 8.8/9.4 4.9/5.5 2.5 1.4 2.5 2.3 남아공 -6.9 3.1/4.1 2.1/3.1 3.2 4.4 4.7 터키 3.6/4.6 3.7/4.7 12.3 15.6 11.5 1.6

출처: Amundi Research

- 중국: 4월 데이터는 예상보다 약세로 나타났다. 소매 판매액과 산업생산의 감소는 2분기의 순차적 성장률의 재가속할 것이라는 우리의 낙관적인 전망에 불확실성을 추가하고 있다. 긍정적인 측면은. 백신접종이 이제 가속도가 붙었다는 사실이다. 일별 2천만 회 투여를 바탕으로 중국은 백신을 인구의 70%를 접종할 수 있다. 인플레이션의 측면에서는, 생산자물가지수(PPI)가 전년동기대비 8%에 근접하고 있지만, 향후 수개월 동안에 정책 모멘텀의 약세로 인해서 인플레이션 상승의 동력은 상실될 것으로 보인다. 이와는 반대로, 식품 물가의 하락과 코어 인플레이션 강세의 둔화와 더불어서 소비자물가지수(CPI)는 완만세가 유지되고 있다.
- 인도: 인도에서는 대도시에서 뿐만이 아니라 전국의 수치에서도 코로나 확진자 수가 피크(5월9 일이 포함된 일주일 동안에 39.1만명에서 5월19일이 포함된 일주일 동안에 25.5만명으로 감소)를 지남에 따라, 우리는 인도의 2022년 회계연도의 GDP 성장률을 9%-10%로 예상한다. 반면에, 4월의 전년동기대비 도매물가지수(WPI) 10.5%의 급상승에도 불구하고 우호적인 기저효과는 헤드라인 인플레이션은 투입가격에 대한 압박에도 불구하고 인도중앙은행의 목표물가수치 범위 내로 유지시킬 것이다. 어떠한 조기 정상화도 결코 서두르지 않고 있는 인도의 통화정책은 완화적으로 유지될 것이며, 이는 경기부양적인 정책조합(폴리시믹스)를 가리키고 있다.
- 브라질: 잔인한 4월과 5월초 이후에, 이동성과 경제활동이 빠르게 회복되었으며, 이는 코로나 사태가 지나갔음을 나타내는 또 다른 소프트패치임을 제시하고 있다 - 실제로도 이동성 데이터는 우려스러울 정도로 코로나 움직임을 앞서가고 있다. 연별 헤드라인 인플레이션은 여름 기간 동안에 목표물가수치(전년동기대비 약 8%)를 상회할 것으로 보지만, 그 이후에는 온건한 수준이 될 것이다. 브라질중앙은행은 금리를 75bps 인상했지만, 여전히 단호하게 통화정책을 부분적으로만 정상화시킨다는 방침이다 - 우리는 브라질중앙은행이 금리를 더 인상해야 할 것이라고 생각한다. 코로나 상황의 개선으로 인해서 브라질 당국은 정책 주안점을 페트로브라스 민영화와 세금개혁과 같은 다른 개혁 사안으로 전환할 수 있게 되었다.
- 중부 동유럽: 헤드라인 인플레이션이 4월에 급등했으며, 이는 주로 연료 및 식품 가격의 상승에서 비롯되었다. 체코 공화국과 헝가리의 경우에는 알코올과 담배에 대한 개별소비세 인상도 역시 인플레이션을 압박했다. 헤드라인 인플레이션은 3분기에 둔화될 것으로 예상되지만, 높게 유지(중앙은행의 목표물가수치의 상위 범위에 근접하거나 초과할 것으로 보임)될 것이고, (공급 측면의 부족, 원자재 가격의 상승, 글로벌 경기회복, 임금 상승으로 인해) 인플레이션 압박은 지속될 것이다. 이러한 추이를 감안하여, 중앙은행의 언급은 점차 매파적으로 되고 있다. 통화정책의 정상화가 준비 중이며, 체코국립은행(CNB)가 먼저 금리를 인상하고 폴란드중앙은행(NBP)과 헝가리중앙은행 (NBH)은 양적완화의 테이퍼링을 시작할 것으로 보인다.

기준금리 전망

		Amundi +6개월	컨센서스 +6개월		
중국	3.85	3.85	3.85	3.95	3.85
인도	4.00	4.00	4.00	4.25	4.20
브라질	3.50	6.50	5.15	6.50	5.85
러시아	5.00	5.75	5.50	6.00	5.50

출처: Amundi Research

- 중국인민은행(PBoC): 사회융자총량 증가율은 예상보다는 낮아 4월에 전년동기대비 11.7%였으며, 이는 3월의 하락에 뒤 이은 또 다른 다운사이드 서프라이즈였다. 이러한 부정적인 데이터 보고를 바탕으로, 2021년의 GDP 대비의 부채비율이 완만하게 감소할 것으로 가정하여 우리는 사회융자총량 (TSF)의 올 연말까지의 목표수치를 11%에서 10.5%로 추가적으로 하향 수정했다. 중국 정부가 주택시장과 지방정부자금조달기관(LGFV)에 대한 융자를 점진적으로 제한하고 있기 때문에 이러한 하락은 은행대출의 둔화와 회사채 발행의 축소에서 비롯될 것이다. 디레버리징이 이미 진행 중이기 때문에, 우리는 중국인민은행이 대응을 늦추는 상태(뒷북을 치는 자세)를 유지하고 대출우대금리 (LPR)를 동결할 것으로 예상한다.
- 인도중앙은행(RBI): 올해 4월초에 정책금리를 (4.0%로) 동결한 이후에, 팬데믹의 연속적인 재확산으로 인해 5월5일 인도중앙은행은 은행시스템에 대해 기존의 유동성 및 크레딧 지원과 채무구조조정에 추가하여 추가적인 조치를 도입했다. 인플레이션율이 목표물가수준 이내에서 더욱 편안하게 하락(전년동기대비 3월 5.5%에서 4월 4.3%)하고 있다는 사실에도 불구하고 팬데믹이 5월/6월 사이에 고점을 찍을 것이라는 예상을 감안하여 우리는 인도중앙은행이 2021년에 완화 사이클을 재개할 것으로 예상하지는 않는다.
- **브라질중앙은행(BCB):** 브라질중앙은행은 금리의 '부분적인' 재정상화라는 임무를 전면적으로 추진하고 있다. 이러한 전략을 바탕으로, 브라질중앙은행은 지난 5월에 금리를 75bps 인상(3.50%) 했으며, 6월의 다음 회의에서 시행할 이와 동일한 규모의 금리 인상을 미리 발표했다. 하지만, 이러한 발표문에는 약간 비둘기파적인 측면도 나타나고 있으며, 통화부양책의 부분적인 철회 이상으로 되면 인플레이션이 2022년 목표물가수치를 하회할 수 있다는 사실을 강조했다. 우리는 국제 원자재 가격 및 이러한 원자재 가격의 인플레이션에 대한 영향 우려가 커졌으며, 통화정책의 완전 정상화 (6.50%)가 올해에는 필수적일 것이라고 믿고 있다.
- 러시아중앙은행(CBR): 4월24일에 러시아중앙은행은 정책금리를 50bps 내려서 5.5%로 인하하고, 완화적인 통화정책으로 전환한다고 발표했다. 추가적인 금리인하의 여지도 남겨두고 있다. 수요 약세로 인한 디스인플레이션 압박이 루블화 약세와 같은 인플레이션 상승 요인을 일시적으로 능가하고 있다. 연간 인플레이션은 올해말을 기준으로 3.8-4.8%이 이르고, 그 이후에는 목표수치인 %로 떨어질 것으로 예상된다. 러시아중앙은행은 2020-2021년도의 거시경제적 예측을 수정했다. 경제활동의 악화가 예상되는 것을 감안하여, 우리는 러시아중앙은행이 금리를 올해말까지 100bps 인하할 것으로 예상한다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
PBoC	6월 21일
RBI	6월 4일
BCB	6월 16일
CBR	6월 11일

출처: Amundi Research

매크로 및 시장예측

거시경제적 예측 (2021년 5월 24일)							
연 평균 (%)		질 GDP 성장 %		인플레이션 (CPI, 전년동기대비,%)			
한 당판 (%)	2020	2021 범	2022 위	2020	2021	2022	
미국	-3.5	6.8/8.2	3.3/4.2	1.3	3.1	2.5	
일본	-4.9	2.5/3.1	2.8/3.4	0.0	-0.4	0.6	
유로통화권	-6.7	4.0/4.6	3.1/3.8	0.3	1.8	1.5	
독일	-5.1	2.7/3.3	3.0/3.6	0.5	2.4	1.7	
프랑스	-8.2	5.6/6.2	2.9/3.5	0.5	1.5	1.6	
이탈리아	-8.9	3.7/4.3	3.2/3.8	-0.1	1.5	1.5	
스페인	-10.8	4.6/5.2	4.4/5.0	-0.3	1.4	1.3	
영국	-9.8	5.5/6.1	4.5/5.1	0.9	1.6	2.2	
브라질	-4.1	4.2/5.2	1.0/3.0	3.2	6.5	4.1	
멕시코	-8.2	5.4/6.4	2.0/4.0	3.4	4.5	3.4	
러시아	-3.1	3.0/4.0	2.0/3.5	3.4	5.1	4.4	
인도	-7.1	9.0/10.2	5.1/6.5	6.6	5.1	6.2	
인도네시아	-2.0	3.8/4.6	4.6/5.6	2.0	2.0	3.2	
중국	2.3	8.8/9.4	4.9/5.5	2.5	1.4	2.5	
남아공	-6.9	3.1/4.1	2.1/3.1	3.2	4.4	4.7	
터키	1.6	3.6/4.6	3.7/4.7	12.3	15.6	11.5	
선진국	-5.2	5.1/6.0	3.2/3.9	0.7	2.1	1.8	
신흥국	-2.2	6.4/7.2	4.0/5.0	4.0	3.9	4.1	
전세계	-3.5	5.8/6.7	3.7/4.5	2.6	3.1	3.2	

기준금리 전	망
--------	---

선진국								
	2021-05-28	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월			
미국	0.13	0/0.25	0.15	0/0.25	0.16			
유로통화권	-0.52	-0.50	-0.51	-0.50	-0.51			
일본	-0.02	-0.1	-0.03	-0.1	-0.05			
영국	0.10	0.1	0.11	0.1	0.13			
		신흥	국					
	2021-05-31	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월			
중국	3.85	3.85	3.85	3.95	3.85			
인도	4.00	4.00	4.00	4.25	4.20			

장기채권수익률 전망

5.15

5.50

6.50

6.00

5.85

5.50

6.50

5.75

브라질

러시아

3.50

5.00

2년물 채권수익률							
	2021-05-28	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월		
미국	0.14	0.20/0.35	0.29	0.35/0.50	0.46		
독일	-0.66	-0.70/-0.50	-0.68	-0.70/-0.50	-0.68		
일본	-0.12	-0.20/-0.10	-0.12	-0.20/-0.10	-0.14		
영국	0.05	0/0.25	0.16	0.25/0.5	0.25		
		10년물 채권	^년 수익률				
	2021-05-28	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월		
미국	1.59	1.8/2.0	1.75	2.1/2.3	1.89		
독일	-0.19	-0.20/0.0	-0.09	-0.10/+0.1	-0.02		
일본	0.08	0/0.20	0.13	0/0.20	0.17		
영국	0.79	0.9/1.1	0.98	1.1/1.3	1.08		

					통호
	2021-05-28	Amundi 2021년 3분기	컨센서스 2021년 3분기	Amundi 2022년 1분기	컨센서스 2022년 1분기
EUR/USD	1.219	1.186	1.21	1.16	1.21
USD/JPY	110	112	109	114	110
EUR/GBP	0.86	0.84	0.86	0.85	0.85
EUR/CHF	1.10	1.12	1.11	1.12	1.12
EUR/NOK	10.20	9.73	9.89	10.11	9.80

신방					
	2021-05-28	Amundi 2021년 3분기	컨센서스 2021년 3분기	Amundi 2022년 1분기	컨센서스 2022년 1분기
EUR/SEK	10.13	9.88	10.00	10.06	9.90
USD/CAD	1.21	1.19	1.22	1.24	1.23
AUD/USD	0.77	0.80	0.78	0.75	0.79
NZD/USD	0.73	0.73	0.72	0.69	0.73
USD/CNY	6.37	6.50	6.47	6.60	6.42
	EUR/SEK USD/CAD AUD/USD NZD/USD	2021-05-28 EUR/SEK 10.13 USD/CAD 1.21 AUD/USD 0.77 NZD/USD 0.73	2021-05-28 Amundi 2021년 3분기 EUR/SEK 10.13 9.88 USD/CAD 1.21 1.19 AUD/USD 0.77 0.80 NZD/USD 0.73 0.73	2021-05-28 Amundi 2021년 3분기 2021년 3분기 EUR/SEK 10.13 9.88 10.00 USD/CAD 1.21 1.19 1.22 AUD/USD 0.77 0.80 0.78 NZD/USD 0.73 0.73 0.72	2021-05-28 Amundi 2021년 3분기 컨센서스 2021년 3분기 Amundi 2022년 1분기 EUR/SEK 10.13 9.88 10.00 10.06 USD/CAD 1.21 1.19 1.22 1.24 AUD/USD 0.77 0.80 0.78 0.75 NZD/USD 0.73 0.73 0.72 0.69

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 Class Return Forecasts - Q2 - 2021 (07-05-2021)

DEFEND Monica, Global Head of Research - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - KIM Jung, Senior Quantitative Analyst - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

SHIFTS & NARRATIVES



Shifts & Narratives #4 - In search of a new international order (26-05-2020)

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

Shifts & Narratives #3 - The "make it or break it moment": why investors should care about COP26? (19-05-2021)

BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Division and ESG, Executive Committee Member - LE MEAUX Caroline, Head of ESG Research - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation

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

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

INSIGHTS PAPERS



Emerging Markets Charts & Views - Navigate the cyclical recovery and ride the long-term opportunities in energy transition and Asia (17-05-2021)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

SPACs: Beyond exuberance, back to reality (07-05-2021)

MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer – BERTINO Claudia, Head Investment Insights Unit – FIOROT Laura, Deputy Head Investment Insights Unit – DRUT Bastien, Senior Strategist at CPR AM

Why now is the time for active management in US equities (27-04-2021)

PIRONDINI Marco, Head of Equities, US Portfolio Manager - Dino DAVIS, CFA Client Portfolio Manager - Equities - Alec MURRAY, Client Portfolio Manager - Equities

Temperature scores: an innovative tool for ESG fundamental investors (13-04-2021)

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

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

 ${\tt MORTIER\ Vincent,\ Deputy\ Chief\ Investment\ Officer\ -\ Alessia\ BERARDI,\ Head\ of\ EM\ Macro\ and\ Strategy\ Research}$

WORKING PAPERS



Liquidity Stress Testing in Asset Management

Part 2. Modeling the Asset Liquidity Risk (18-05-2021)

RONCALLI Thierry, Quantitative Research - CHERIEF Amina, Quantitative Research - KARRAY-MEZIOU Fatma, Risk Management - REGNAULT Margaux, ENSAE

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

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

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

BEN SLIMANE Mohamed, Quantitative Research,

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

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

DISCUSSION PAPERS



Reindustrialisation, interventionism, sovereignty, deglobalisation... How Covid-19 and iconomics transform the world (19-05-2021)

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

INVESTMENT TALKS



European equity value has further to go in this cycle (29-03-2021) ELMGREEN Kasper, Head of Equities - WOSOL Andreas, Head of European Equity Value

REPORT



Emerging Market Green Bonds - Report 2020 (19-04-2021) - LACOMBE Jean-Pierre, Director, Global Macroeconomics, Market and Portfolio Research IFC

CROSS ASSET ^{투자전략}

메모	

CROSS ASSET 06호

메모	



CROSS ASSET

2021년 6월 제 06호

Amundi Research Center



Amundi 출간물 자세히 알아보기:

research-center.amundi.com

Money Markets Find Monetary
Policies
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds High
Fixed Income Yield Real Estate

Fixed Income Yield Real Estate
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, 사고적, 징벌적, 결과적 또는 다른 유형의 손해(이익 상실 포함, 이에 한정되지는 않음)에 대해서 책임이 있지 않다. (www.mscibarra.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 구매제안 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 Asset Management, 자본금 €1,086,262,605의 "société par actions simplifiée" - 프랑스 금융감독기관 규제대상의 포트폴리오 운용사: 등록번호 GP04000036 - 본사 주소: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com 사진 저작권: ⊚MDelporte - iStock/Getty Images Plus - PM Images

대표 편집인

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer

DEFEND Monica, Global Head of Research

Global Research 기여자

AINOUZ Valentine, Deputy Head of Developed Markets Strategy Research, CFA
BELLAICHE Mickael, Fixed Income and Credit Research Strategist
BERARDI Alessia, Head of Emerging Macro and Strategy Research
BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist
BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence
BOROWSKI Didier, Head of Global Views
CESARINI Federico, Cross Asset Research Strategist
DELBO' Debora, EM Macro Strategist
DI SILVIO Silvia, Macro Strategist
DROZDZIK Patryk, EM Macro Strategist

Amundi Insights Unit 기여자

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

개념정립 및 생산책임

BERGER Pia, Research
PONCET Benoit, Research

부편집인

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

GEORGES Delphine, Senior Fixed Income Research Strategist

HERVÉ Karine, EM Macro Strategist HUANG Claire, EM Macro Strategist

LEONARDI Michele, Cross Asset Research Junior Analyst MIJOT Éric, Head of Developed Markets Strategy Research

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research STRENTA Aurelien, Emerging Market Analyst (V.I.E) USARDI Annalisa, Senior Economist Cross Asset Research

VARTANESYAN Sosi, Sovereign Analyst, Emerging Macro & Strategy Research

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