

제07-08호
2022년 7-8월

CROSS ASSET

투자전략

CIO 견해

사이클의 탈동조화에 플레이할 것

AMUNDI INSTITUTE

위안화의 부상이 달러화 패권에 도전하지는 못할 것임

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

제07/08호 - 2022년 7/8월 차례

글로벌 투자견해

CIO 견해

사이클의 탈동조화에 플레이할 것

p. 3

현재의 가격재조정에는 스태그플레이션이 점차 더욱 뚜렷해지고 있는 레짐으로의 전환을 상기시키고 있다. 투자자는 크레딧과 주식에서 퀄리티 세그먼트로 이동해야 하고 지역별 분화에서 혜택을 받는 것을 목표로 해야 하며, 이를 통해서 (유럽에 대비하여) 미국을 선호하고 이제 중국 주식을 선호할 수 있게 되지만 강력한 선별이 중요하다. 국채(FI)의 경우, 우리는 종립적 듀레이션 견지의 방향으로 움직이는 것을 제안하지만, 민첩한 접근방식을 유지해야 할 것이다. 크레딧의 경우에는, 기업이익이 압박을 받게 될 수 있기 때문에 우리는 높은 퀄리티의 채권을 선호한다. 전반적으로, 원자재 등의 비전통적인 분야를 모색하는 적절한 투자자산의 견지와 주식과 채권에 낮은 상관관계를 가지는 전략이 선호된다.

Amundi Institute

신뢰성을 회복하려는 중앙은행

p. 4

중앙은행이 말하는 것과 사람들이 믿는 것 사이의 격차가 커질 수록 인플레이션의 관리가 가능하도록 만드는 비용이 더 높아질 수도 있다.

멀티에셋

중국과 미국을 선호하면서 신중한 포지션을 유지할 것

p. 5

주식과 수익률의 가격재조정 시장이 이미 나타났지만, 우리는 이러한 가격재조정이 아직까지는 끝나지 않았다고 생각한다. 투자자는 리스크를 추가하는 대신에 글로벌적으로 분화되고 있는 경제전망에서 혜택을 받도록 노력해야 할 것이다.

채권

포커스를 받고 있는 국채 및 투자등급 크레딧

p. 6

불확실한 성장전망/인플레이션전망으로 인해 변동성이 지속될 수 있는 반면에, 현 수준의 수익률은 국채의 투자공간을 이전보다 더욱 매력적으로 만들고 있다.

주식

기업이익에 대한 진실의 순간

p. 7

가격결정력이 핵심이며 지금은 재무제표 강점에 대해서 타협할 시기는 아니다. 왜냐하면, 기업이익의 압박은 그 여부가 아니라 시간의 문제일 따름이기 때문이다.

글로벌 테마 견해

위안화의 부상이 달러화 패권에 도전하지는 못할 것임

p. 8

유럽과 미국 양쪽에서 급격한 경기둔화가 가시화되고 있는 것으로 보이며, 이는 채권시장을, 특히 미국에서 다시 매력적으로 만들 수 있다. 이와는 반대로, 중국경제는 재가속화할 것으로 예상된다. 지정학적 요인들이 지배적으로 될 가능성이 높아짐에 따라 국제통화제도는 다극화될 것이다.

시장 시나리오 및 리스크

> 중심 및 대안 시나리오

p. 9

> 상위 리스크

p. 10

> Cross asset 디스패치:

시장 변곡점 감지하기

p. 11

> 글로벌 리서치 클럽

p. 12

> Amundi 자산종목 견해

p. 14

거시경제적 현황

> 선진국

거시경제적 전망 - 시장예측

p. 15

> 신흥국

거시경제적 전망 - 시장예측

p. 16

> 매크로 및 시장 예측

p. 17

> 당사 예측 / 방법론에 대한 고지사항

p. 18

> Publications highlights

p. 19

CIO 견해

사이클의 탈동조화에 플레이할 것



Vincent MORTIER,
Group Chief Investment Officer



Matteo GERMANO,
Deputy Group Chief Investment Office

뜨거운 인플레이션 수치, 중앙은행(CB)의 이와 관련된 조치 및 경제성장에 대한 우려의 상승이 나타난 이후로 주식과 채권에서 극적인 가격 움직임이 지난 수주 동안에 발생하고 있다. 이러한 상황은 스태그플레이션 리스크의 재무상과 중앙은행이 신뢰성을 회복하려는 시도가 부각되는 레짐으로의 전환을 상기시키고 있다. 향후에는 경제성장, 인플레이션, 중앙은행의 정책이 시장을 견인하는 요인으로 작동할 것이다.

(1) 경제성장: 우리는 올 초에 이미 성장의 약세화를 예상했지만, 이제는 특히 유로통화권에서 기술적 리세션의 리스크를 가지면서 현저한 경기둔화의 방향으로 움직이고 있다. 이는 (인플레이션에 가장 커다란 영향을 받고 있는) 유럽에서 민간소비 및 투자의 약세에서 주로 기인하고 있다. 이와는 반대로, 미국에서는 민간소비와 투자의 강세가 경제성장을 계속 떠받칠 것이다. 하지만, 우리는 2023년에 현저한 경기둔화와 리세션 리스크의 상승을 예상한다. 시장은 경제성장 경로에 포커스를 두게 될 것이며, 특히 미국 경제전망에서 악화의 징후에 포커스를 두게 될 것이다.

(2) 인플레이션 - 아직 정점을 치지는 않았으며, 미국과 유럽에서는 서로 다른 동인을 가지고 있음: 인플레이션이 정점에 도달하는 예상 시점은 연기된 반면에, 정점으로 올라가는 수준은 초기에 생각하는 것보다 높아질 것으로 보인다. 인플레이션 동인은 미국과 유럽에서 상이하다 - 미국에서는 인플레이션이 수요에 의해 더욱 견인되고 있는 반면에, 유럽에서 인플레이션의 일차적인 이유는 우크라이나 전쟁에서 비롯된 에너지 충격이 동반된 공급 제약이며, 이는 유럽의 경제전망을 추가적으로 악화시키고 있다. 경제성장의 둔화의 환경에서는 인플레이션도 역시 둔화될 것이다.

(3) 신뢰성을 회복시켜야 하는 어려운 과제에 당면한 중앙은행: 일반적으로 통화 긴축은 인플레이션이 강력한 내부 수요에 의해 견인될 때에 더욱 효과적이다. 하지만, 인플레이션이 대외 요인(공급 제약)에 의해 유발될 때에는 중앙은행 긴축정책이 인플레이션을 다시는 데에 매우 성공적이지는 않다. 따라서 미국은 긴축을 할 수 있는 여지가 더 있는 반면에, 유럽중앙은행은 최근에 발표한 파편화 방지 전담수단에서 나타내 듯이 유럽연합의 파편화 이슈도 역시 다뤄야하기 때문에 더 나쁜 입장에 놓여 있다. 전반적으로, 인플레이션이 정점에 치고 경제성장이 이전의 추이로 돌아서서 이와 관련된 대중의 관심이 낮아질 때에, 중앙은행들은 급격한 긴축 기조를 일시 정지하고 처음에 언급했던 것보다 더 낮은 수준으로 긴축 정책을 수행할 것으로 보인다.

시장의 가격재조정이 진전은 되었지만 아직 끝나지는 않았기 때문에 투자자는 이러한 여전히 높은 변동성의 환경을 감안하여 분산투자를 유지하고 리스크 추가를 피해야 한다. 지금은 높은 퀄리티 분야 및 마진을 보존할 수 있는 탄력적인 사업 모델을 가진 기업으로 그 방향을 움직여야 할 시기이다. 특히,

- 중앙은행의 매파적 견제가 이제 가격에 반영되어 있고 어떤 특정한 시점에는 리세션이나 추가적인 파편화를 피해야만 하기 때문에 최근의 채권(본드) 투매는 이 자산종목의 매력도를 선별적으로 상승시켰다. 현재의 수준은 보험자나 연금기금과 같은 투자자에게도 더욱 매력적이게 되었지만, 이는 수익률의 잠재적인 추가적 상승을 제한할 수도 있다. 우리는 이전보다는 미국과 유럽 핵심국의 듀레이션에 대한 긍정적인 포지션을 늘려서 중립에 근접하게 되었지만, 전반적으로 민첩한 접근방식을 유지한다. 유로 주변국 국에 대해서 우리는 중립적 포지션을 유지하며 파편화 리스크를 면밀하게 모니터링하고 있다.
- 크레딧 - 기업이익에 대한 일부 우려를 감안하여 우리는 높은 퀄리티의 크레딧의 방향으로 움직이고 크레딧 스펙트럼 (IG 및 HY)에서 일반적으로 선별성을 높이는 것을 권장한다. 하지만, 미국의 강력한 소비와 노동시장이라는 관점에서 미국 IG에 대한 우리의 기존 선호는 유지된다. 이러한 미국의 상황은 다른 지역보다 높은 경제성장률을 이루는 데에 도움을 줄 것이다.
- 주식 - 우리는 전반적으로 경제 태세의 포지션을 유지하며, 유럽에서는 추가적인 기업이익 하향전망이 전면적으로 가격에 반영되어 있지 않음을 감안하고 소비자 수요를 저해할 수 있는 높은 인플레이션의 악재로 인해 우리는 신중한 포지션이다. 반면에 미국은 이러한 상황을 상대적으로 잘 견딜 것으로 보이기 때문에 우리는 미국에 대한 선호를 유지한다. 스타일의 측면에서, 투자자는 주식에서 경기사이클을 덜 타는 분야의 가치주, 우량주, 배당주를 선택해야 할 것이다. 강력한 재무제표를 가지고 있고 비용 상승을 소비자에게 전가하여 마진을 보존할 수 있는 능력을 보유한 기업도 좋은 성과를 낼 것이다.
- 중국 A 주식이 스태그플레이션 리스크가 부상하고 있는 선진국에서 영향을 덜 받는 것으로 보이기 때문에 우리는 중국 A 주식에 긍정적 포지션을 경미하게 증가시켰다. 또한, 우리는 이 자산종목이 중국 경제의 재개와 경기부양책의 시행에서 수혜를 누릴 것으로 예상된다.
- 분산투자의 목적으로, 투자자는 원자재를 선호하고 주식/채권에 낮은 상관관계를 갖는 전략을 고려해야 할 것이다. 통화의 경우, 우리는 유로화에 대비하여 USD에 대한 선호를 유지하며, 그 강도는 약하지만 엔화도 선호한다.

전반적인 리스크 분위기



현재의 스태그플레이션 환경에서는 리스크를 증가시키지 말 것 - 대신에 투자분산을 유지하고 주식과 크레딧에서 퀄리티가 높고 경기사이클을 덜 타는 분야의 방향으로 움직일 것.

이전 달 대비의 변화

- ▶ 기업이익 리세션 리스크는 우리를 단기적으로는 유럽에 대해 신중한 포지션을 취하게 만들.
- ▶ 경제 재개와 정책 지원을 감안하여 중국에 긍정적 포지션.
- ▶ 일본은행이 완화 정책을 고수함에 따라 엔화에 대한 긍정적 포지션을 줄임.

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

AMUNDI INSTITUTE

간략하게 정리한 큰 그림



Pascal BLANQUÉ,
Chairman, Amundi Institute

중앙은행이 말하는 것과 사람들이 믿는 것 사이의 격차가 커질 수록 인플레이션의 관리가 가능하도록 만드는 비용이 더 높아질 수도 있다

신뢰성을 회복하려는 중앙은행

서구의 통화정책은 불과 몇 주 사이에 확연한 180도 전환이 나타났다. 미국 연방준비위원회(연준)은 1994년 이후 가장 큰 폭의 금리인상을 발표했으며, 유럽중앙은행도 조만간 이를 뒤따를 것으로 보인다. 시장 혼란이 존재했으며, 투자자는 중앙은행의 신뢰성에 문제를 제기하고 있고, 리세션 발생의 확률이 상승하기 시작했다. 현저한 수준으로 긴축을 하는 통화정책은 물가가 상승할 속도에 대한 기대감에 고삐를 조일 필요가 있기 때문에 중앙은행이 말하는 것과 사람들이 믿는 것 사이의 격차가 커질 수록 인플레이션의 관리가 가능하도록 만드는 비용이 더 높아질 수도 있다. 오늘날 대부분의 사람들은 지속적인 기간 동안의 높은 인플레이션에 이전에 마주친 적이 없다. 현재 세대가 공유하고 있는 이러한 집단기억은 중앙은행들이 인플레이션 목표수치에 미치지 못하는 상황에 대한 더 많은 우려를 하고 경제성장을 떠받치기 위한 조치를 자유롭게 할 수 있는 환경에 의해 형성되었다. 하지만, 수 십년 동안의 낮은 인플레이션은 통화정책과는 관련성이 낮았고, 국제 노동비용을 억제시킨 중국의 세계경제 무대로 진출과 같은 다른 요인(우연의 일치)들과 관련성이 높았다. 이제 기대인플레이션은 안착되지 않게 되었으며, 새로운 접근법이 필요하다. 인플레이션 주요 시나리오:

- 1. '중앙은행의 신뢰도가 회복된 디스인플레이션':** 최근 세대가 공유하고 있는 집단기억이 지배적으로 되고, 중앙은행의 신뢰도는 복원된다. 이러한 시나리오에서는 경기연착륙으로 유도될 수도 있다. 금융시장은 상대적으로 저금리와 낮은 리스크프리미엄의 특징을 가진 위기 이전의 상황으로 복귀할 것이다. 일부 과대평가된 자산종목과 시장 세그먼트에서 하락이 나타나지만 이러한 상황은 현재의 가격에 어느 정도 반영되어 있다. 하지만, 이 시나리오의 가능성이 낮은 것으로 보인다. 단 최근 수십 년의 낮은 인플레이션을 가져왔던 일련의 우연과 행운을 나타내는 전개과정을 거치는 인플레이션을 통해 자체적으로 통제가 되는 경우에는 이 시나리오가 현실화될 가능성도 있다.
- 2. '중앙은행의 신뢰도가 상실된 디스인플레이션':** 중앙은행들이 너무 뒷북을 치는 행보(과도하게 대응을 늦추는 자세)에서 출발했으며, 오랫동안 잠잠했던 인플레이션 기억이 재부상하여 고착화되는 것을 막기 위해 분투한다. 긴축적 통화정책 조치는 시장과 경제활동에 고통을 주지만, 인플레이션을 억제할 위해서는 필수적이다. 이 시나리오에서 투자자는 이러한 폭풍에서 대피하면서 기다려야 할 것이다. 리세션이 발생할 수 있으며 자산가격 거품이 터질 수도 있지만, 그 이후에는 정상으로 복귀할 것이다. 이는 현실화될 가능성이 높은 옵션이지만, 정책입안자들은 아마도 이와 같은 길고 힘든 싸움을 할 의지가 부족할 것이다.
- 3. '중앙은행의 신뢰도가 상실된 인플레이션':** 중앙은행들이 우연이나 실수로 뒷북을 치는 행보(대응을 늦추는 자세)를 빠지지 않지만, 커다란 변화를 겪는다. 중앙은행들은 명목성장률을 부양시키기 위해서 높은 인플레이션을 용인할 것이다. 이와 더불어서 대중의 심리에도 구조적 변화가 나타남을 의미하며, 기대인플레이션 상승은 표준이 될 것이다. 이러한 경우에, 주식은 우려했던 것보다 나은 성과를 낼 것이고 실질금리는 한 동안 낮게 유지되어 리세션 리스크를 (제거하지는 못하지만) 지연시킬 것이다. 이러한 시나리오에서 투자자는 실물자산을 통해서 인플레이션에 대처하는 방안을 모색해야 할 것이다. 이는 현재의 컨센서스 견해에 대안이 될 수 있는 시나리오이다.

당사의 새로운 2022년 하반기 글로벌 투자전망을 확인해 보세요
"Life above zero: investors' journey at a time of rising rates"



	가장 높은 가능성
시나리오	<p>중앙은행의 신뢰도가 회복된 디스인플레이션</p> <p>중앙은행의 신뢰도가 상실된 디스인플레이션</p> <p>중앙은행의 신뢰도가 상실된 인플레이션</p>
확률	<p>낮음</p> <p>중간</p> <p>높음</p>
결과	<p>인플레이션으로 자체적으로 통제되고 경기연착륙이 유도될 수도 있다.</p> <p>강력한 통화정책 조치가 인플레이션을 관리할 수 있게 만들지만, 리세션의 결과로 이어지게 된다.</p> <p>중앙은행들은 성장률을 부양시키기 위해서 높은 인플레이션을 용인할 것이다. 이는 기대인플레이션에서 지속적인 전환을 초래한다.</p>
임의	<p>긍정적 시장이 저금리와 낮은 리스크프리미엄을 가진 위기 이전 수준으로 복귀한다.</p> <p>매우 부정적 자산가격 거품이 터지고 금융시장은 급격한 조정장을 겪게 된다.</p> <p>주식에 긍정적 실질금리는 당분간 낮게 유지되며, 주식시장은 예상보다 나은 성과를 낸다.</p>

출처: Amundi Institute, 2022년 6월 27일 기준.

멀티어셋

중국과 미국을 선호하면서 신중한 포지션을 유지할 것



Francesco SANDRINI,
Head of Multi-Asset Strategies



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

러시아-우크라이나 전쟁의 여파, 에너지 수요/공급의 역동성, 중앙은행의 금리인상은 시장에 이종고를 초래하고 있다. 경제성장에 대한 하방 압력이 나타나고 있지만, 인플레이션 상방 압력이 상당 기간 동안에 쌓여왔으며 (금융억압), 이는 전체적으로 기업이익에, 특히 유럽에서 영향을 줄 것이다. 통화 정책적 기동은 또 다른 층위의 복잡성을 부가시키며, 이는 금융조건을 타이트하게 만들 것이다. 우리는 투자자가 상대적 가치를 모색하고 분화에 플레이해야 한다고 생각한다-유럽 주식에 신중한 포지션을 유지하고 미국의 탄력성과 중국의 경제 재개에서 선별적으로 수혜를 누려야 할 것이다. 듀레이션의 경우, 중립성과 만첩성이 갖추는 것이 최선의 방안이다. 이와 더불어, 주식과 채권 사이의 양의 상관관계는 원자재(예: 석유, 금)와 같은 비전통적인 수익을 통해 분산투자의 필요성을 부각시킨다.

투자확신감이 높은 아이디어

일차적으로는 우리는 유럽 주식에 경미하게 신중한 견지인 반면에, 지역적으로는 미국에 대한 선호를 고수한다. 유럽은 우크라이나 위기 및 이에서 파생된 인플레이션 및 수요에 대한 영향과 기업이익 약세에서 더 큰 영향을 받고 있다. 신흥국의 경우, 우리는 상대적 가치의 기회를 모색하고 있기 때문에 중국의 글로벌 경제와의 탈동조화와 경기부양적인 정책으로 인해 (원자재의 인플레이션 영향을 받고 있는 인도에 대비하여) 중국에 긍정적인 포지션으로 전환하고 있다.

채권(fixed income)의 경우, 미국과 유럽의 핵심 수익률이 현저하게 상승하고 경제성장에 대한 우려가 대두되면서 우리는 (미국 및 유럽 핵심국) 듀레이션에 대한 신중한 견지를 줄여왔으며 중립적 견지의 방향으로 움직이고 있다. 하지만, 인플레이션 경로 및 중앙은행의 최종 금리에 대한 불확실성으로 인해서 우리는 유연한 포지션을 유지한다. 영국의 경우, 우리는 2년물-10년물 곡선이 스티프닝 해질 것이라고 더 이상 믿지 않는다. 매파적인 중앙은행들로 인한 단기수익률이 현저하게 상승한 결과로써 글로벌 수익률곡선의 플래트닝은 영국의 단기수익률을 압박할 수도 있다. 우리는 투자자가 미래에 나타날 수 있는 기회를 활용할 수 있도록 곡선 전체 및 지역적 전반에 걸쳐서 액티브한 포지션을 유지해야 한다고 권고한다.

유로통화권 주변국 채권의 경우, 우리는 10년물 이탈리아 국채에 대해 이전보다 건설적인 포지션을 줄였다. 매파적인 유럽중앙은행과 핵심 수익률 상승의 전반적인 움직임은 변동성을 일부 유발했다. 우리는 유로통화권의 파편화를 피하기 위한 유럽중앙은행의 노력 및 소통을 면밀하게 주시하고 있다. 그 외의 경우에 있어서, 연준의 긴축정책에 대한 단호한 의지가 신흥국 채권에 영향을 줄 수 있다고 생각되며, 우리는 지금은 신흥국 채권에 중립적 포지션이지만 그 상황이 역동적이라서 이와 관련된 사안들을 주시하고 있다. 크레딧의 경우, 미국의 기업이익 탄력성, 강력한 소비 및 기업 펀더멘탈 감안하여 우리는 미국 IG가 기회를 제공한다고 계속 생각한다. 하지만, 스프레드 상승과 채무불이행(부도)의 추가적 증가의 리스크로 인해서 우리는 HY 세그먼트에 방향성 콜을 취하는 데에는 경계심을 가지고 있다. 변동성 급상승에서 혜택을 볼 수 있는 기회가 존재하지만, 우리는 선별적인 포지션을 유지한다.

당연히, 중앙은행의 정책결정은 FX시장에도 영향을 준다. 일본은행이 엔화를 압박하게 될 기존의 완화적 견지를 고수하기로 결정한 후에 이제 우리는 (EUR에 대비하여) JPY에 건설적 포지션을 줄였다. 하지만, CHF/EUR에 대한 기존의 긍정적인 견해를 유지하며, 미국 달러화에 우호적으로 작동하는 커다란 금리 차이를 감안하여 EUR/USD에 대한 기존의 신중한 견해를 고수한다. 달러화는 CAD에 대비하여 계속 강세를 보일 것이다. 신흥국의 경우, 우리는 전반적으로 신중한 포지션을 유지하고 있지만 PLN과 HUF에 대비하여 BRL에 긍정적인 포지션을 유지한다. 브라질 헤알화는 원자재 가격의 상승으로 수혜를 누릴 것인 반면에 폴란드와 헝가리는 원자재 수입국인면서 우크라이나 위기가 발생한 지역에서 물리적으로 인접해 있다.

리스크 및 헤징

변동성의 현저한 증가로 인해서 헤징 비용이 상승하고 있다. 우리는 투자자가 헤지의 비용효율성을 평가하고 크레딧, FX, 주식에 대한 보호를 유지해야 한다고 권고한다. 투자자는 향후 기업의 분기별 실적발표와 리세션(지금으로서는 제한적임)의 잠재적 리스크를 염두에 두면서 이러한 보호를 구축해야 할 것이다.

주식과 수익률의 가격재조정이 시장에서 이미 나타났지만, 우리는 이러한 가격재조정이 아직까지는 끝나지 않았다고 생각한다. 투자자는 리스크를 추가하는 대신에 글로벌적으로 분화되고 있는 경제전망에서 혜택을 받도록 노력해야 할 것이다.

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

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

(CGB = 중국국채, EM = 신흥국 시장, P80C = 중국인민은행, FX = 외환, IG = 투자등급, HY = 하이일드, CB = 중앙은행, BTP = 이탈리아 국채, EMBI = 신흥국 채권지수, QT = 양적긴축.

채권

포커스를 받고 있는 국채 및 투자등급 크레딧



Amaury D'ORSAY,
Head of Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

불확실한 성장전망/
인플레이션전망으로 인해
변동성이 지속될 수 있는
반면에, 현 수준의 수익률은
국채의 투자공간을 이전보다
더욱 매력적으로 만들고 있다

인플레이션 압박, 공급망의 지속적인 병목현상, 타이트해지고 있는 금융조건은 일부 선진국을 리세션으로 이끌 수도 있다. 중앙은행들은 인플레이션을 통제하기 위해 공격적인 조치를 취하고 있으며, 그 결과 단기금리는 중립금리 이상으로 올라갈 가능성이 크다. 시장에 대한 주요한 질문은 통화 긴축화가 얼마나 필수적이며 소비자 수요와 기업이익에 대한 그 효과는 어떻게 나타날 것인가이다. 수익률의 경우에 일부 추가적인 변동성이 나타날 수도 있지만, 경제성장률이 하락하는 방향으로 가고 있고 인플레이션이 정점을 치고 있다는 사실을 감안하면 현재 수준의 수익률은 더욱 매력적으로 되었다. 크레딧의 경우, 포트폴리오에서 퀄리티가 높은 자산을 고려해야 할 필요성이 있으며, 리스크가 큰 레버리지 높은 분야는 피해야 할 것이다.

글로벌 및 유럽 채권(fixed income)

우리는 일반적으로는 듀레이션에 대해 중립에 근접한 포지션을 유지하지만, 최종 금리, 인플레이션, 경제성장 공포에 대한 모호성으로 인해 지리적 위치 전체와 곡선 전반에 걸쳐서 유연한 견지를 취한다. 예를 들면, 유럽과 영국에서 대해 우리는 경미하게 신중한 포지션에서 중립적 포지션 사이에 위치시키지만, 미국에는 방어적인 포지션을 유지한다. 브레이크이븐의 경우에, 우리는 공격적인 연준의 견지가 실질금리의 상향 움직임을 유발할 수도 있다고 믿고 있으며, 이에 따라 우리는 이 자산종목에 더 이상 공격적인 포지션이 취하지 않는다. 하지만, 주변국 채권의 경우에 우리는 유럽중앙은행 정책의 진화와 유럽중앙은행이 유로통화권역(EMU) 파편화의 이슈를 다루는 방식(파편화 방지의 수단이 아직까지 명확하게 제시되지는 않음)을 모니터링하면서 중립적 포지션을 유지한다. 중국 채권은 투자분산의 기회를 계속 제공하고 있다. 크레딧의 경우, 신규 발행 프리미엄에서 수혜를 누릴 수 있는 선별적인 기회가 존재한다. 일반적으로, 우리는 EU에 대비하여 미국 IG를 선호하며 펀더멘탈은 견조하다고 믿고 있지만, 성장과 유동성 우려가 높은 리스크의 세그먼트로 스며들며 따라 일부 약세가 나타날 수도 있다. 따라서, 투자자는 충분한 완충기제를 유지해야 하며, 리스크가 높은 종목을 피해 퀄리티의 A 등급, 유동성이 높은 종목을 치중해야 할 것이다.

미국 채권(fixed income)

연준이 '경기연착륙'을 계속 추구하고 있지만, 성장을 저해하지 않으면서 인플레이션 안정을 도모하여 그 균형을 찾으려고 시도하고 있기 때문에 우리는 경제성장의 둔화가 연준이 관심을 두는 요인일 수 있다고 생각한다. 또한, 우리는 고용률과 소비자 수요가 강세를 유지하고 있어서 단기적으로는 리세션을 방지할 것이라고 믿고 있다. 따라서, 시장은 연준이 시행할 높은 수준의 긴축화를 가격에 반영하고 있고 수익률에 대한 리스크는 두 방향으로 유지되고 있다. 따라서, 우리는 중립에 근접한 포지션을 취하지만 매우 액티브한 견지를 유지한다. 소비자 자산의 경우, 공공기관발행의 부동산저당증권(agency MBS)은 양적긴축(QT) 공포에서 회복된 것으로 보이며, 우리는 이 자산종목이 선별적으로 좋은 가치를 제공한다고 생각한다. 기업 크레딧의 경우, 우리는 퀄리티에 주안점을 두면서 그 과정에서 스프레드 듀레이션을 제한한다. 크레딧(IG 및 HY) 밸류에이션이 장기적 평균에 근접해 있지만 (전체로서) 저렴하지는 않고 유동성이 고갈되는 경우에 영향을 받을 수 있기 때문에 이러한 스프레드 듀레이션의 제한은 중요하다. 따라서, 유동성과 기업별 특정적 요인이 우선적으로 고려되어야 하는 사안이다.

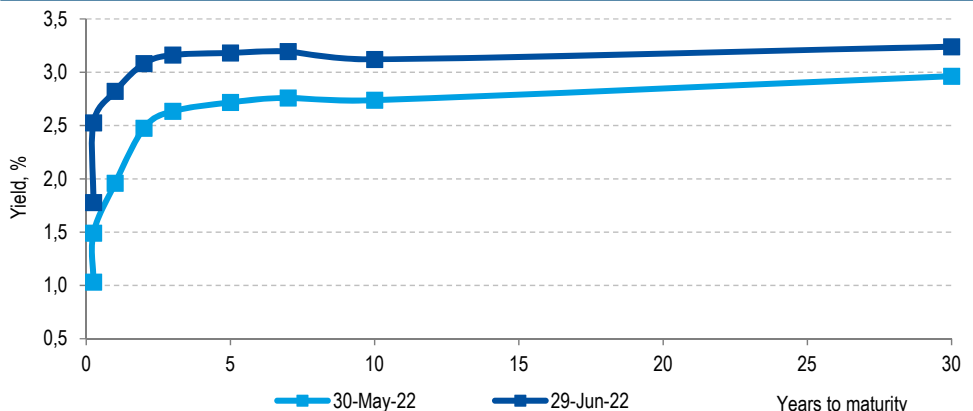
신중국 채권

이 자산종목에 대해서 전반적으로 신중한 견지를 가지면서 우리는 신중국 경제성장률은 온건해 지겠지만 2023년에는 반등할 것으로 믿고 있다. 올해에 나타난 신중국 채권의 움직임을 감안하여 우리는 듀레이션에 대한 신중한 포지션을 경미하게 낮추었다. 경화표시 신중국 채권의 경우, 밸류에이션은 IG와 비교하여 HY가 상대적으로 매력적이다. 현지화표시 신중국 채권과 관련해서는 인플레이션 불확실성과, 우리가 신중국 FX에 신중한 포지션을 취하기 때문에, 선별이 핵심적 사안으로 유지된다. 지역별 수준에서 우리는 원자재 사이클에 노출된 국가들(남미 국가 및 남아공)을 선호한다.

FX

금리 상승의 기대감으로 인해서 미국 달러화의 강세가 예상되지만 우리는 이러한 움직임을 면밀하게 주목하고 있다. 우리는 EUR, JPY, CNY에 신중한 포지션을 유지한다. 신중국의 경우, 원자재 수출국 FX(MXN, CLP)은 원자재 가격 상승에서 수혜를 누릴 것이지만, 동유럽 FX는 하방 압박을 받고 있다.

6월에 추가적으로 가격 조정이 된 미국 수익률곡선



Source: Amundi Institute, Bloomberg, data as on 29 June 2022.

GFI= 글로벌 채권(global fixed income), GEM/EM FX = 글로벌 신중국 외환, HY = 하이일드, IG = 투자등급, EUR = 유로화, UST = 미국 재무성증권, RMBS = 주택저당증권, ABS = 자산유동화증권, HC = 경화, LC = 현지통화, MBS = 부동산저당증권, CRE = 상업용 부동산, QT = 양적긴축

주식

기업이익에 대한 진실의 순간



Kasper ELMGREEN,
Head of Equities



Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

가격결정력이 핵심이며 지금은 재무제표 강점에 대해서 타협할 시기는 아니다. 왜냐하면, 기업이익의 압박은 그 여부가 아니라 시간의 문제일 따름이기 때문이다

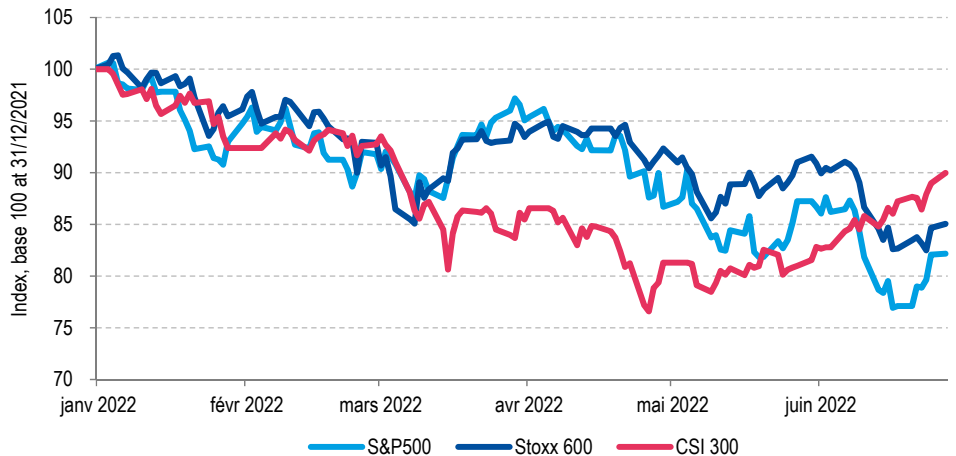
종합적 평가

부상하고 있는 경제성장의 리스크를 감안하여 우리는 지금까지 상당 기간 동안 주식의 밸류에이션이 전혀 정당화되지 않는다고 부각시켜 왔지만, 시장에서는 최근에서야 이에 대한 우려가 나타나기 시작했다. **전체적으로 성장에 대한 공포, 중앙은행의 공격적인 긴축화, 높은 인플레이션은 최근의 투매장으로 이어졌다.** 우리는 처분가능소득의 하락, 금융비용의 증가, 투입비용의 상승에 의해 영향을 받을 수 있다고 생각한다 (기업이익 예상전망이 하향 수정될 수도 있음). 하지만, 이와 관련된 영향들은 모든 부문, 지역, 기업에서 동일하게 나타나지는 않을 것이다. 가격결정력을 보유하고 있고 제품 차별성을 보여주는 기업은 보다 잘 헤쳐 나갈 것이다. **주식 선별이 장기적인 수익률에서 핵심적 사안이며, 우리는 지역별 분화에도 플레이한다 - 단가적으로는 미국과 중국을 선호한다.**

유럽 주식

유럽에 어려움을 주는 현재의 환경에서, 우리는 투입가격과 금리의 상승이 기업이익과 밸류에이션을 압박할 것이라고 믿고 있다. 또한, 우리는 밸류에이션 분산률이 부문들 전반에 걸쳐 높다는 사실도 인지하고 있으며, 투자자는 한 쪽 끝에서는 방어주(의료건강, 필수소비재)로 다른 쪽 끝에서는 가치주 및 경기방어주 종목(소재, 산업)로 구성하는 바벨형 익스포저를 유지해야 한다고 생각한다. **하지만, 포트폴리오 전체에 걸쳐 균형을 확보하고 퀄리티 킬링을 유지하는 것이 중요하며, 기업의 가격결정력과 재무제표 강점에 포커스를 두어야 할 것이다.** 이는 투입가격의 상승을 소비자에게 전가시킬 수 있는 기업이 마진을 보존할 가능성이 크기 때문이다. 따라서, 우리는 선별을 리스크의 일차적 동인으로 간주하는 견해를 유지한다. 우리는 IT와 유틸리티에 신중한 포지션을 유지하며, 특히 비싼 밸류에이션을 가지고 있고 리스크/수익률의 균형이 매력적이라고 보이지 않는 분야에서 더욱 그러하다.

주식시장 성과에서 지역별 분화가 계속될 것으로 보인다



Source: Amundi Institute, Bloomberg, as of 27 June 2022.

미국 주식

높은 인플레이션과 결합된 '자산효과'(재량적 지출을 저해하는 자산가치의 손실)이 경제성장의 둔화를 유발할 수도 있지만, 미국에서 리세션 발생은 우리의 기본 시나리오에 포함되어 있지 않다. 최근의 조정장은 밸류에이션을 낮추었지만, 멀티플은 저렴하지 않고 기업의 마진이 현 시점에는 높은 상황에서 기업은 여전히 실적 예상에서 조정을 받을 가능성에 노출되어 있다. 반면에, 높은 인플레이션과 경제성장의 둔화는 이제 컨센서스가 되었지만, 이러한 상황이 완전하게 시장에 의해 반영되지는 않았다. **우리는 자산주매입/이익배당을 통해서 주주들에게 보상을 제공하고 투입가격이 상승하는 환경에서도 운영효율성을 유지하는 기업에 대한 기존의 투자확신감을 고수한다.** 우리는 이러한 기업들은 합리적인 가격으로 메겨진 우량가치주의 시장 세그먼트에 있는 기업들이라고 보고 있다. 이와 더불어서, 우리는 특정 성장주 분야에서 수익성이 높은 종목이 조정을 겪은 후에는 매력적으로 되었기 때문에 이러한 종목들을 모색하고 있지만, 선별이 핵심적인 사안으로 유지된다. 하지만, 우리는 수익성이 낮은 성장주 종목에는 신중한 포지션이며 안정적인 자기자본수익률(ROE)을 추구하고 있다. 일부 에너지주, 소재주, 의료건강주와 더불어서 가치주 종목과 미국 은행주가 이러한 안정적인 자기자본수익률의 특징을 나타내고 있다. 그러나, 우리는 경기사이클을 덜 타고 퀄리티가 높은 성향의 시장 분야에 보다 큰 포커스를 둔다.

신중국 주식

글로벌 불확실성이 유지됨에 따라 우리는 신중한 견지를 유지한다. **강력한 분화와 결합된 매력적인 밸류에이션이 국가별 수준에서 지속되고 있으며, 이로 인해 우리는 매우 선별적 포지션을 취하고 원자재 수출국(브라질, UAE)을 선호하게 되었다.** 중국의 경우, 특히 수요의 반등이 예상됨에 따라 재량적인 측면에서 시장의 심리가 호전되었다. 전반적으로 우리는 성장주에 대비하여 가치주에 대한 선호를 유지한다.

글로벌 테마 견해



Didier BOROWSKI,
Head of Global Views

러시아의 우크라이나 침공 이후에 러시아 중앙은행 자산의 동결은 모든 국가투자자 (sovereign investor)에게 자산배분의 선택에는 전략적 차원이 있다는 사실을 상기시켜 주는 사건이었다

위안화의 부상이
달러화 패권에 도전하지는 못할 것임

유럽과 미국 양쪽에서 급격한 경기둔화가 가시화되고 있는 것으로 보이며, 이는 채권시장을, 특히 미국에서 다시 매력적으로 만들 수 있다. 이와는 반대로, 중국경제는 재가속화할 것으로 예상된다. 지정학적 요인들이 지배적으로 될 가능성이 높아짐에 따라 국제통화제도는 다극화될 것이다.

인플레이션의 귀환은 모든 장기적인 투자자의 전략적 자산배분에 영향을 줄 것이며, 특히 중앙은행과 국부펀드에 영향을 줄 것이다. 미국 연방준비위원회(연준)은 통화정책을 신속하게 정상화하고 있으며, 이는 미국에서 장기금리의 급상승을, 그 정도는 덜 하지만 유럽에서도 장기금리의 상승을 초래했다. 이러한 상황은 미국 달러화의 강세에 도움을 주었다.

이와 동시에, **급격한 경기둔화(또는 심지어는 리세션)이 유럽과 어쩌면 미국 모두에서 나타날 것으로 보인다.** 이는 많은 투자자들에게 미국 채무성증권에서 리포지션할 기회를 줄 수도 있을 것으로 보인다. 현재 수준의 미국 채권수익률은 그 매력도가 중국 채권시장과 비교하여 높아지고 있다. **우리가 2023년에 일어날 것으로 예상하듯이 인플레이션이 둔화되는 경우에는, 미국 채권수익률은 더욱 매력적이게 될 것이다.**

이러한 상황에서도 미국 달러화는 국제통화제도에서 패권을 계속 유지할 것인가? 이 오래된 질문은 수시로 재부상한다. 지난 60년 동안에 국제통화제도의 주요한 구조적 변화에도 불구하고 미국 달러화는 국제준비통화에서 패권적인 지위를 유지해 왔다. 하지만, 글로벌 외환보유액에서 달러화가 차지하는 비중은 유로화가 출범한 1999년에 이전의 71%에서 59%로 떨어졌다. 이는 우크라이나의 러시아와 전쟁 이전에 이미 중앙은행들이 점차적으로 달러화에서 벗어나고 있었음을 나타낸다. 신흥국의 중앙은행들이 외환보유액 구성을 추가적인 다변화를 추구하고 있기 때문에 일부에서는 이러한 외환보유액에서 달러화 감소의 추세가 계속되거나 심지어는 가속화될 것으로 예상된다.

러시아의 우크라이나 침공 이후에 러시아 중앙은행 자산의 동결은 모든 국가투자자(sovereign investor)에게 자산배분의 선택에는 전략적 차원이 있다는 사실을 상기시켜 주는 사건이었다. 미국 행정부는 재닛 옐런 재무장관을 통해서 각국이 글로벌 경제에서 어떻게 운영되어야 하는지와 글로벌 경제시스템을 어떻게 관리해야 하는지에 대한 일련의 규범과 가치를 고수하도록 다른 나라들과 협력을 약속하는 '프렌드 쇼어링'의 개념을 추진하고 있다. 회복탄력성과 전략적 독립성의 향상을 추구하는 서구 국가들은 당연히 이러한 주장을 고려할 것이다. **역사적으로 군사력과 통화적인 패권은 서로 얽혀 있다**는 사실을 기억해야 할 것이다. 중국 주변의 국가들은, 바로 이러한 이유로 인해서, 미국 달러화를 희생하면서 위안화에 대한 익스포저의 증가를 추구할 것이다. 디지털 위안화의 발족은 이렇게 하는 데에 분명 도움이 될 것이다.

우크라이나 전쟁이 국제통화제도에 미칠 장기적인 영향은 불확실하다. 지정학적 요인이 더욱 크게 감안될 것이기 때문에, 이와 관련된 장기적인 영향은 해당 국가들의 대응 양상에 따라 달라질 것이다. 파편화된 다극화 세계에서는 하나의 패권적인 통화는 더 이상 존재하지 않을 수 있다. 분명한 사실은 **중국 위안화는 점차 국제화되겠지만 이러한 추세는 일부 소수 국가들로 제한될 수도 있다.** 위안화의 역할을 점차 더욱 중요하게 되겠지만, 미국 달러화를 대체하지는 않을 것이다.

2022-06-24 작성 완료

중심 시나리오 및 대안 시나리오 (12~18개월 기간)

월별 현황

우리는 중심 시나리오 및 대안 시나리오의 기존 확률을 지난 달과 대비하여 변경하지 않고 유지한다. 중국에서 코로나19의 재확산과 유로통화권의 경기침체는 단기적으로 불확실성을 가중시키고 있다.

다운사이드 시나리오 30%	중심 시나리오 60%	업사이드 시나리오 10%
스태그플레이션으로 향하는 경기하락 재개	거대한 분화	포용적이고 지속가능한 성장
분석	분석	분석
<ul style="list-style-type: none"> 우크라이나 전쟁의 장기화는 신뢰도와 경제활동에 악영향을 주고 있음. 공급망에 혼란을 야기하면서 원자재와 에너지 가격을 더욱 오랫동안 끌어올릴 것임. 러시아가 독일에 대한 가스 공급을 중단하고, 독일은 2023년에 리세션에 빠짐. 코로나19 대유행이 글로벌 이동성 제약의 재개와 공급망 훼손의 병목현상으로 이어짐. 이러한 두 가지의 유발요인 모두는 경기 둔화로 이어지는 반면에, 인플레이션이 상승되고 관리되지 못하는 상태가 유지됨. 일부 신흥국 채무불이행(디폴트) 및 선진국 공공채무의 지속가능성에 대한 우려. 경제를 떠받치기 위해 통화적 및 재정적 완화조치가 재개되고 있으며, 이로 인해 금융역압이 추가적으로 강화될 가능성이 있음. 성장 둔화가 동반된 인플레이션으로 인해 중앙은행, 특히 유럽중앙은행이 자신의 가이드선에서 이탈해야만 하고, 이에 따라 신뢰성을 상실함. 기후 변화에 대처하기 위해서 고안된 정책과 투자가 연기되고 및/또는 국가별 관련 정책이 무질서하게 시행됨. 	<ul style="list-style-type: none"> 우크라이나 전쟁이 신뢰도에 타격을 주고 원자재와 에너지 가격이 높게 유지됨. 코로나19는 엔데믹(풍토병)이 되고, 간헐적인 대확산(중국)이 동반됨; 글로벌 경제활동은 유지되지만 공급망 병목현상이 지속됨. 경제성장 분화의 심화: <ul style="list-style-type: none"> • 글로벌 경제성장은 2022년에 점진적으로 낮아지는 추이를 나타내고, 2023년은 하방 리스크에 노출되어 시작됨. • 중국은 올해 2분기 GDP 역성장을 겪은 후에 올 하반기에는 반등세를 보일 것으로 예상됨 • 유로통화권과 영국에서 경기침체 또는 기술적/단명하는 리세션 • 미국 경제는 탄력적이지만, 2023년에는 보통 이하의 경제성장률의 방향으로 둔화될 것으로 예상됨(리세션 리스크 상승). 헤드라인 인플레이션이 정점을 치고 있지만, 계속 상승을 유지할 것임. 높은 원자재 가격, 공급측면의 병목현상, 임금 압박 상승은 일부 지역(예: 유로통화권)에서 코어 인플레이션을 끌어올리고 있음. 상이한 경로를 취하는 중앙은행들: <ul style="list-style-type: none"> • (단기적으로는) 공격적인 금리인상을 계속하겠지만, 하반기에는 비둘기파적인 경향이 높아진 견지를 채택할 것으로 보이는 연준 • 소프트한 금리인상 사이클의 영국중앙 • 하반기에 3차례의 금리인상을 하겠지만 실질적인 긴축사이클의 여지가 없는(리세션 리스크) 유럽중앙은행 • 완화적인 바이어스를 유지하는 중국인민은행 • 채권 수익률은 상승세로 움직이겠지만, 장기적으로는 낮게 유지됨 재정정책: 에너지 가격의 단기적 효과를 (타겟형 조치를 통해서, 특히 유럽에서) 완화시켜야 함 기후변화가 원자재 사이클에 지장을 주고 스태그플레이션 추이를 가중시킴. 	<ul style="list-style-type: none"> 우크라이나 전쟁의 종전 및 러시아 제재의 점진적 완화. 에너지 및 원자재 가격의 하락 및 인플레이션 빠르게 낮아짐. 바이러스 변이에도 불구하고 예상보다 빠르게 엔데믹(풍토병)이 찾아옴. 잉여적인 저축과 임금 상승이 소비를 촉진시켜 기업 마진의 잠식을 상쇄함. 디지털 전환 및 에너지 전환과 구조적 개혁을 통한 생산성 향상 인플레이션은 관리가 유지되고, 중앙은행들은 점진적으로 통화정책을 정상화함. 투자 강세와 저축 감소에 의한 명목금리와 실질금리의 상승. 강력한 경제성장과 재정규율로의 점진적인 전환을 통해 지속 가능한 부채 유지. 포용적 성장 및 효과적인 불평등 해소. 기후변화 정책과 에너지 전환이 최우선순위가 됨.
시장 함의	시장 함의	시장 함의
<ul style="list-style-type: none"> - 현금, USD 및 미국 재무성증권 선호할 것 - 최소 변동성 전략에 플레이할 것 - 금 - 원자재 및 에너지 	<ul style="list-style-type: none"> - 리스크 감안의 실질수익성의 하락이 예상됨 - 미국 재무성증권 및 유로통화권과 신흥국의 수익률곡선의 제한적인 스티프닝 - 금, 연계채권, 주식을 통한 인플레이션 헤지 - 신흥국(EM): 단기적으로 신중한 포지션, 장기적인 실질수익 및 성장 스토리는 영향을 받지 않음 	<ul style="list-style-type: none"> - 미국 재무성증권 곡선의 베어 스티프닝 - 경기민감주와 가치주 익스포처로 위험자산에 대한 선호할 것 - 인플레이션 헤지로서 물가연동채권 및 주식에 대한 선호

지정학적 사안 코로나19 관련 토픽 경기복구 계획 또는 금융조건 경제레짐 또는 금융레짐
 기대성장률과 기대인플레이션 민간 및 공공 채권발행인의 지급불능(부도) 사회적 또는 기후관련 토픽
 통화정책 및 재정정책

상위 리스크

월별 현황

우리는 경제적, 금융적, 지정학(정치적) 리스크의 확률을 기존의 30%로 유지한다. 우리는 코로나19 관련 리스크(중국의 봉쇄조치 포함)를 경제적 리스크의 일부분으로 간주한다. 리스크는 헤징 전략의 파악이 용이하도록 그룹화되어 있으며, 이러한 그룹화된 리스크들은 분명한 연관관계를 가지고 있다.

경제적 리스크 30%

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

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

- 위험자산, AUD CAD 또는 NZD, EM 현지통화

금융적 리스크 30%

- **국채 위기**
 - 우크라이나 전쟁의 장기화는 GDP 대비 이미 사상 최고 수준인 공공부채에 대한 선진국의 취약한 재정조달을 더욱 악화시킬 수 있음
 - 기대인플레이션의 디앵커링이 통화긴축 강화와 채권시장 전위로 연결될 수 있음
 - 대부분의 국가들은 신용등급의 하락과 금리인상에 취약함
 - 신흥국 시장의 약세는 국제수지 위기를 유발하고 채무불이행의 리스크를 증가시킬 수 있음
- **펀더멘탈 약화, 불확실성 상승 및 압박**을 받는 기업 마진(투입 비용 상승, 수익성 경고로 이어지는 이중 주문)으로 인한 **기업 지급불능 리스크의 상승**
- **광범위한 그린위성(위장환경주의)와 ESG 투자 거품**이 에너지 전환 자금조달을 저해함
- **USD 불안정성** 및 준비통화 지위의 점진적 상실이 불안정한 통화시장으로 이어짐
- **통화전쟁**: 통화 평가절상은 중앙은행이 인플레이션 압박에 대처하는 하나의 방식임

+ CHF, JPY, 금, CDS, 옵션, Min Vol

- 석유, 위험자산, 프런티어 시장, 신흥국

정치적/지정학적 리스크 30%

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

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

- 크레딧 및 주식, 신흥국 채권지수

CROSS ASSET 디스패치: 시장 변곡점 감지하기

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

●●● 경제적 배경

- 노이즈가 많은 GDP 데이터가 기저 추세를 모호하게 가리고 있음에도 불구하고, 완화되지 않는 인플레이션 상승 압박과 내수 약세에 의해서 경기모멘텀은 점차적으로 둔화되고 있다 - 식품과 에너지 인플레이션이 마치 역진세와 같이 작동하여 가계의 구매력에 충격을 주고 있으며, 비용 측면에 대한 완화되지 않은 파이프라인 압력(역주: 생산망에서 개별 부문에서 발생하는 충격이 개별 부문에 국한되지 않고 가격결정 체인을 통해 스며드는 폭포수 효과)은 기업 마진에 압박을 주고 있다.
- 점차 더욱 높아지고 있는 인플레이션 수치가 신뢰성을 저하시키고 성장을 제한하는 핵심 요인으로 유지되고 있는 상황에서 인플레이션과 성장 전망의 수정 방향은 계속 분화되고 있다. 스태그플레이션 압력은 유로통화권에서 특히 확연하게 나타나고 있다.
- 더욱 지속적인 인플레이션과 긴축화 통화정책으로 이어지고 있는 원자재와 에너지 가격에 대한 장기적인 스트레스가 성장과 인플레이션의 조합에 대한 훨씬 덜 우호적인 상황으로 만들어 경제적 불확실성을 악화시키고 있다.

●●● 펀더멘탈 및 밸류에이션

- 최근의 일부 일시적인 반등에도 불구하고 시장은 여전히 그렇게 확장되어 있지는 않지만, 리세션 환경을 가격 할인으로 반영하고 있지 않으며 의미 있는 진입포인트를 제시하지도 않고 있다.
- 양적긴축은 인플레이션 이슈에 대응하면서 멀티플이 확대시키지 않겠지만, 적어도 유럽에서는 원자재 부족의 잠재적 가능성을 고려하면 기대감은 여전히 매우 낙관적이다.

중립적 + 자산배분

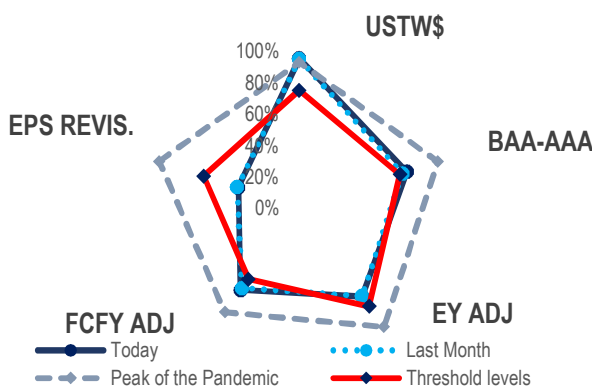
●●● 기술적 요인

- 6월의 전반기 동안에 대부분의 위험자산은 극단적인 과잉매도 수준을 도달했으며, 상대강도지수(RSI)와 역투자 지표(Bull/Bear, Fear&Greed)는 평균회귀를 요구하는 것으로 나타났다.
- 6월말에는 안도 랠리가 발생했으며 역투자 신호는 낮아져서 온건해졌다. 가시성의 부족과 빈약한 모멘텀(위험자산의 추이는 매우 파편화된 상태를 유지함)은 기술적인 관점에서는 전반적인 중립적 익스포저를 계속 제시하고 있다.

●●● 시장분위기

- 중앙은행의 매파적인 대응으로 인해 향후 2년 동안에 대한 글로벌 경기둔화의 확률이 높아짐에 따라 대부분의 위험자산은 6월의 전반기 동안에 계속해서 하향 조정되었다.
- 시장에서 리스크 편중이 높게 유지되고 있으며, 전반적인 리스크오프 확률은 계속해서 단기적으로 방어적 자산배분이 요구된다고 제시하고 있다.
- Moody의 Baa-Aaa 스프레드는 6월에 경고 수준을 넘어섰으며, 이는 경기약화와 USD 강세로부터 전이가 있었음을 나타냈다. 금융조건은 지속성이 강해지는 인플레이션에 대응하기 위해서 글로벌적으로 계속 타이트해지고 있다.

여전히 부양적인 Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST)



CAST 리스크 인식은 1분기에 구조적인 리스크의 증가를 보여주지 못했다. EPS 전망조정은 우호적 글로벌 전망이 낮아지고 있음을 보여주지 시작했으며, USD는 리스크오프가 크게 필요한 측면을 유지하고 있다. 하지만, 크레딧 리스크프리미엄은 우리의 경고 임계점(즉 100bp)를 넘어서 상승하지는 않았으며, 전반적인 평가에 부분적으로는 균형을 유지하고 있다.

방법론: 우리는 “전초징후(Sentinels)”라고 불리는 5가지 변수, 즉 거래가중치 기준의 미국 달러화(USTW\$), 무디의 Baa-Aaa, EPS 전망조정, 조정된 채권 수익률 리스크, 조정된 현금 흐름 수익률 리스크를 고려한다. 이러한 전초징후는 우리의 전술적 자산배분의 리포지셔닝에 사용된다. 건전한 임계점이 감지되면, 이러한 5개의 변수는 특정한 확실 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 인플레이션을 잡으려는 강력한 의지를 가진 중앙은행

- 유럽중앙은행의 정책금리 인상은 금융적 불편화를 제한시키는 능력 여부에 달려 있게 될 것이다.
 - 유로화통화권 불편화는 유럽중앙은행이 금리를 인상할 때에 당연하게 될 가장 커다란 위험이다.
 - 2011년보다 채무 비용은 더 낮고, 명목성장의 전망은 더 높으며, 불편화 방지의 수단이 이미 존재하기 때문에 2011년의 상황이 반복될 가능성은 낮다.
 - 새로운 불편화 방지의 수단의 설계 완료를 가속화시킴으로써 유럽중앙은행은 통화정책 파급효과의 저하를 방지하겠다는 의지를 보여주었다. 그 결과, 2011년 여름 상황의 반복은 피할 것이다.
- 미국 연방준비위원회(연준)은 올해말까지 중립금리를 초과하여 금리를 인상하려고 계획하고 있다. 연방공개시장위원회(FOMC)는 초기의 금리인상에서 더욱 공격적인 견지를 추구하기를 원하며, 이는 미국에서 리세션 발생의 확률을 높이고 있다.
- 영국중앙은행(영란은행)은 경기악화로 인해서 긴축정책을 제한할 가능성이 크다. 시장의 컨센서스와는 다르게 우리는 영국중앙은행이 가장 비둘기파적인 견지를 취할 것이라고 생각한다.

투자 중요 합의

- 중앙은행 최종 금리: 미국 - 3.75%(시장의 컨센서스보다 경미하게 낮게 예상), 유럽중앙은행 - 1.25%, 영국중앙은행 - 1.75% (후자의 두 중앙은행은 시장의 컨센서스보다 비둘기파적 견지를 취할 것으로 예상).
- 수익률곡선의 플래트닝을 가지면서 주변국 채권에 중립적 포지션.

2 가장 중요한 요인으로 여전히 유지되고 있는 경제성장의 하락 및 인플레이션의 상승

- 선진국: 추이적인 경제성장을 이하로 더욱 빠르게 둔화되는 미국, 즉각적인 리세션의 리스크가 상승되고 있는 침체적인 경제성장률을 보이고 있는 유로통화권.
- 신흥국: 우리는 2022년 중국의 경제성장률을 하향 수정하고 있는 반면에, 브라질과 남아공과 같은 원자재 수출국에 대해서는 상향 수정하고 있다.
- 우크라이나 전쟁은 신흥국 국가들에 다양한 영향을 주고 있으며, 그 중의 일부는 원자재 및 에너지 가격의 상승에서 수혜를 누리고 있다. 중국의 경제성장률의 하향 수정에도 불구하고 원자재 수출국의 수혜로 인해서 신흥국 전체의 총 경제성장률은 이전 예상과 비슷할 것으로 보인다.

투자 중요 합의

- 스태그플레이션 환경에 위한 포지셔닝 필요성 확인: 주식은 여전히 투자비중축소, 인플레이션 자산은 투자비중확대, 크레딧은 투자비중축소, 국채와 연계채권은 투자비중확대.

3 중국 주식: 약세가 이미 가격에 반영되어 있음

- 지원정책 강화의 신호와 감염병 관련 제한조치의 점진적인 완화는 긍정적인 성장전망의 상승으로 이어지고 있다.
- 중국 주식이 올해 초 이후로 하락한 배경이 되는 몇 가지의 요인:
 - 새로운 규제개혁, 주로 기술주와 부동산주에 영향을 줌.
 - 우크라이나 분쟁에 의해 악화된 지정학적 긴장 상황 및 이에 뒤 이은 인플레이션 상승과 대부분의 전세계 중앙은행들의 통화정책 긴축화.
 - 『외국기업책임법』(Holding Foreign Companies Accountable Act, 미국 증권거래소에 상장된 기업들이 정부에 의해 소유되거나 통제되지 않는다는 사실을 선언을 요구하는 법률)에서 비롯된 상장 폐지의 약재.
 - 제로코로나 정책.
- 지원정책 강화의 신호와 감염병 관련 제한조치의 점진적인 완화 시행(경제성장률에 긍정적)은 단기적으로 주식시장을 안정화시킬 것이다.
- 중국은 투자자들이 현재의 높은 인플레이션의 환경에서 자신의 포지션을 자리매김하는 가치 트레이드에 좋은 기회일 수 있다.
- MSCI China 기업들의 펀더멘탈은 2021년 이후에 발생한 조정장세로 비롯된 지수의 반등을 요구하고 있다.

투자 중요 합의

- H 주식, 금리 및 원자재에 롱포지션.

4 엔화에서 디커플링된 일본 주식

- 2021년도에는 구조적이고 경기사이클적인 요인들이 의해 떠받쳐진 JPY의 약세: 일본의 펀더멘탈은 선진국 전체 중에서 가장 약세를 보이고 있으며, 초완화적인 통화정책은 자금조달 전략에 대해서는 JPY를 매우 매력적으로 만들었다.
- 우리는 2022년 및 그 이후로 레짐전환이 있을 것으로 보고 있다. 펀더멘탈은 여전히 약세의 엔화를 정당화하고 있고 일본은행(BoJ)가 기존의 비둘기파적인 견지를 변경시킬 것이라는 즉각적인 리스크가 전혀 나타나지 않고 있다. 하지만, 경기사이클적 요인과 경쟁국가/기업의 도전은 대부분의 관련된 부정적인 압박이 이미 지나갔어야 했음을 나타내고 있다.
- 리세션의 특성을 가진 시나리오들은 JPY에는 우호적이지만 일본 주식은 부담이 된다.
 - JPY는 구조적 및 경기사이클적 요인에 의해 하향세가 되었지만, 리세션이 발생하는 경우에 일본 엔화는 주요한 수혜종목이 될 것이다.
 - 대신에, 일본은 경기사이클에 민감한 국가이기 때문에, 리세션은 일본 주식에 부담을 주게 된다.

투자 중요 합의

- 우리는 일본 엔화가 현재 수준에서 제한적인 평가절하가 있을 것으로 보고 있으며, 향후 12개월 동안에 최근의 손실을 일부 만회할 것으로 예상된다.
- USD/JPY 6개월 목표환율 - 129(컨센서스 130), 12개월 목표환율 - 122(컨센서스 126).

글로벌 리서치 클립

5 역사적 기준보다 높게 유지되고 있는 편중 리스크

- 금리의 변동성 속도가 주식과 FX의 변동성 속도를 넘어서고 있다.
- 역사적으로, 리스크에 민감한 자산에 대한 조정이 일어날 때 시스템 리스크는 훨씬 더 첨예해진다.
- 현재 진행 중인 위험자산의 투매는 대부분 주가 변동성이 높아지면서 낮은 리스크 편중도로 시작됐다. 베어마켓이 더욱 성숙해질 수록 금과 CHF의 성과가 더욱 좋아질 것이고, 이는 리스크 편중도를 가중시키게 된다.
- 현재의 수치는 우리의 내부 경고 수준을 넘어섰지만, 평균회귀(mean reversion)로 규정하기에는 너무 이르다고 생각된다. JPY는 통상적인 투자분산의 패턴에 뒤쳐져 있고 여기로의 복귀는 더 높은 편중도로 계속 떠날 수도 있다.
- Amundi의 리스크 편중도 지표는 현재 경고 수준을 넘어섰지만, 우리는 평균회귀(mean reversion)로 규정하기에는 너무 이르다고 믿고 있다.

투자 중요 함의

- 전술적으로 방어적인 크로스애셋 자산배분: PTF 베타 <1 및 현금 투자비중확대

6 리세션을 아직 가격 할인으로 반영하지 않은 시장

- 조정장세가 과대평가 밸류에이션을 종결시켰다. 이제 향후의 도전적인 환경에 유념해야 할 것이다.
- 가격에 반영된 요인: 고물가의 인플레이션 레짐으로 인해 현재 진행 중인 통화정책 긴축화로의 전환.
- 가격에 반영되지 않은 요인: 기업수익 리세션 또는 경제 리세션의 가능성. 현재 시장의 기저에 깔려 있는 내러티브는 현실화되기 시작한 기업마진의 악화, 악성적인 혼합세의 유동성 유출, 금융조건의 악화, 생산성 훼손을 완전하게 가격 할인으로 반영하지는 않고 있다.

투자 중요 함의

- 따라서, 경제활동 둔화 및 이에 따른 고용의 악화와 기업이익 전망의 하향 수준이 동반된 시나리오에서는 가격이 상당한 수준으로 하향 조정되어야 할 것이다.
- 우리는 기업수익에 대한 가시성이 높아질 때까지는 향후 수개월 동안에 위험자산을 신중하게 배분해야 한다는 기존의 시나리오를 고수한다.

코로나19 현황 요약

Pierre BLANCHET, Head of Investment Intelligence

중국에서는 부분적인 봉쇄로 이끌었던 코로나 재확산이 잦아들고 있는 반면에, 유럽과 북미에서는 코로나가 새롭게 유행을 시작하고 있는 것으로 보인다. WHO 데이터에 따르면, 유럽에서 기록된 확진자 수는 5월말의 약 90만명에서 본 분석을 작성하고 있는 현 시점에는 250만명 이상으로 증가했다. 프랑스가 현재의 확진자 증가 추세 단계에서 가장 영향을 받고 있는 국가이며, 그 뒤로 독일, 스페인, 이탈리아 순서인 것으로 나타났다. 전체 확진자 수에 대비한 중증화율은 제한적으로 유지되고 있는 반면에, 코로나로 인한 사망자 수는 여전히 증가하고 있다. 미국의 경우, 확진자 수의 증가는 덜 심하지만 유럽과 마찬가지로 증가세를 유지하고 있다. 그 결과, 서구권에서는 휴가로 사람들의 움직임이 시작됨에 따라 복합적인 여름철을 경험하게 될 것이다.

유럽에 영향을 주고 있는 감염병의 새로운 유행은 오미크론 변이의 감염력이 커진 신종 하위변위인 BA5에 의해 주도되고 있다. 일부 전문가들은 국가별 관계 당국의 대응 부족에 대해서 우려하고 있으며, 사회적 거리두기의 재실행과 마스크 착용을 주장한다. 하지만, 대중의 호응을 전혀 받지 못하는 이러한 조치들을 이번 여름에 도입하는 것은 어려울 것으로 보인다. 따라서, 확진자와 관련된 통계 수치는 이번 여름에 추가적으로 악화될 가능성이 크며, 그 이후 9월에 관련된 보건 조치가 잠재적으로 재실행될 수도 있다. 중국의 경우, 상하이 지역에서 신규 확진자가 증가함에 따라 제로 코로나 정책으로 인해 새로운 봉쇄조치로 이어질 수도 있다. 따라서, 코로나19는 계속하여 우리의 일상생활에 영향을 미치고 경제활동을 제약할 것이다.

AMUNDI 자산종목 견해

	자산종목	견해	1개월 변화	근거
주식 플랫폼	미국	=/+		리세션이 우리의 기본 시나리오에서는 상정하고 있지 않지만, 높은 인플레이션의 와중에 연준의 계속되는 긴축화 정책은 경제성장 및 이에 따라 기업이익에도 파장을 줄 것이다. 소비와 노동시장은 강세를 유지하고 있고, 우리는 선별적인 포지션을 취하며 가치주, 우량주, 배당주에 우선순위를 부여한다. 하지만, 우리는 비싼 성장주와 대형주는 피한다.
	미국 가치주	+		지난 달 동안에 나타났던 투매가 가치주의 아웃퍼포먼스를 줄이지는 못했지만, 우리는 투자자가 선별적인 포지션을 취하고, 경기사이클을 덜 타는 세그먼트에 있는 기업들을 모색해야 하며 퀄리티 바이어스를 유지해야 한다고 믿고 있다. 현재와 같이 높은 인플레이션 시대에는, 강력한 바텀업 분석을 바탕으로, 주주에게 잉여의 현금을 이익배당 등의 형태로 돌려줄 수 있는 기업이 선호되어야 할 것이다.
	미국 성장주	-		주식과 금리에서 가격재조정이 계속되고 있기 때문에, 우리는 미래의 현금 흐름의 따라 밸류에이션이 달려있는 성장주 종목은 더 떨어질 수 있다고 생각한다. 기술주와 같은 분야에서 밸류에이션이 하락했지만 기술주의 밸류에이션은 여전히 싸지 않으며, 이에 따라 우리는 성장주 전반에 신중한 포지션을 유지한다.
	유럽	-	▼	러시아-우크라이나 전쟁은 인플레이션 압력을 악화시키고 있고 유럽 지역에서 수요를 압박할 수도 있으며, 이는 기업이익(및 이에 따른 밸류에이션)에 영향을 줄 수도 있다. 이러한 환경에서, 우리는 이와 관련된 사안들을 단기적으로 계속 주목하고 있으며, 강력한 재무제표와 비용 상승을 소비자에게 전가시킬 수 있는 능력을 가진 기업이 수익을 보존할 수 있을 것이라고 믿고 있다.
	일본	=		글로벌 경제성장의 둔화는 수출 주도형인 일본 시장에 압박을 줄 수 있지만, 약세의 엔화는 일본 주식에는 우호적으로 작동할 수도 있다. 우리는 일본의 시장이 경기사이클 친화적인 특성을 가진다는 관점에서 중립적인 포지션이다.
	중국	=/+	▲	중국이 건전한 내수소비 주도의 성장모델의 방향으로 이동함에 따라, 글로벌 경제에서 중국의 탈동조화, 경기부양적인 정책 및 경제 재개는 보다 나은 경제 환경을 조성해 주고 있다. 우리는 중국 A 주식에 건설적이며, 선별적인 포지션을 유지한다.
	신흥국 시장	=		최근의 가격재조정 이후에 밸류에이션이 매력적으로 되었음에도 불구하고 우리는 신중한 포지션을 유지한다. 우리는 원자재 수출국(브라질, UAE)와 강력한 내수수요에 기반하고 있는 종목들을 모색함에 따라 이와 관련된 선별과 파편화를 고려해야 할 필요성이 크다. 전반적으로, 우리는 밸류에이션을 의식하고 있으며 성장주에 대비하여 가치주를 계속 선호한다.
채권 플랫폼	미국 국채	=		연준이 공격적인 긴축화 사이클을 계속함에 따라, 핵심 수익률에 대해서 경제성장률의 둔화와 연준의 금리인상에서 비롯된 이중적인 압박이 이루어지고 있다. 우리는 현재 경미하게 부정적인 틸팅을 가지면서 중립에 근접한 포지션을 유지하며, 최종 금리와 인플레이션 진화에 따라서 이러한 견지를 조정할 준비 태세를 유지한다. 우리는 물가연동국채(TIPS)에 대한 견해를 제한하고 있다.
	미국 IG 회사채	=/+		우리는 미국 투자등급 회사채에 대해 온건하게 긍정적인 포지션을 유지하며, 높은 등급의 크레딧은 매력적인 캐리를 제공하고 미국이 강력한 소비와 탄력성이 높은 노동시장을 보이고 있기 때문에 특히 높은 등급의 크레딧에 대해서 온건하게 긍정적인 포지션을 취한다. 기업들이 투입 비용의 상승을 소비자에게 전가시키는 능력을 가지고 있기 때문에 기업 펀더멘탈도 역시 강세를 보이고 있다. 하지만, 밸류에이션은 싸지 않다.
	미국 HY 회사채	=		유동성과 기업별 특정 요인들에 포커스를 두면서, 우리는 HY에 중립적인 포지션을 취한다. 우리는 연준의 공격적인 통화정책 견지로 유발된 모든 잠재적인 스프레드 상승과 이에 따른 궁극적인 금융조건 긴축에 대해서 면밀하게 주목하고 있다.
	유럽 국채	=		경제적 불확실성과 파편화 리스크가 높은 인플레이션과 유럽중앙은행의 긴축정책과 결합되어 유럽 핵심국 국채의 듀레이션에 중립에 근접한 포지션이 되도록 만들었다. 하지만, 우리는 유럽 곡선 전반에 걸친 접근방식에서 유연하고 전술적인 포지션을 유지하며 정책 경로를 면밀하게 모니터링하고 있다. 주변국 국채에 대해서 우리는 중립적 포지션이다. 유럽중앙은행은 경제성장을 저해하지 않으면서 통화 긴축화를 목표로 삼고 있기 때문에 우리는 파편화를 방지하기 위한 유럽은행의 새로운 프레임워크가 보다 명확해지기를 기다리고 있다.
	유로 IG 회사채	=		기업 펀더멘탈이 당분간 견고하게 유지될 것임에도 불구하고 경제성장률에 대한 지속적인 불확실성, 유럽중앙은행의 매파적인 분위기, (투입 가격의 상승으로 인한) 기업이익에 대한 우려는 전망에 다소간 먹구름이 끼게 만들었다. 투자자는 레버리지가 높은 종목에 대비하여 퀄리티와 유동성이 높은 회사채를 추가하는 것을 고려해야 할 것이다.
	유로 HY 회사채	=		채무불이행률(부도율)은 현재 낮지만, 경제적 환경이 악화되는 경우에 유동성 이슈가 부상할 수도 있다. 따라서, 탄력성이 높은 재무제표의 추구를 목표로 가지면서 우리는 HY에서 유동성을 기반하고 있는 종목과 퀄리티 리스크가 있는 종목을 차별화하고 있다. 전반적으로, 우리는 이 자산종목에서 방향성 익스포저를 취하는 것을 선호하지 않는다.
	중국국채	=/+		중국국채는 글로벌 포트폴리오에서 투자분산의 기회를 계속 제공하고 있다. 이는 중국인민중앙은행(PBoC)의 온건한 완화적 견지와 결합되어 중국국채에 긍정적으로 작동할 것이다.
	신흥국 채권 경화표시	=/+	▼	우리는 경화표시 채권에 경미하게 긍정적이며, IG에 대비하여 밸류에이션이 매력적이라고 생각되는 HY를 선호한다. 하지만, 우리는 견고한 바텀업 선별 바이어스를 유지한다.
	신흥국 채권 현지화표시	=		현지화표시 유니버스에서 분화가 나타나고 있으며, 남미에 우호적인 바이어스와 아시아에 신중한 포지션을 취한다. 미국 금리의 상승과 안전자산으로 몰리는 잠재적인 움직임으로 인해 우리는 신흥국 FX에 특히 신중한 포지션이다.
	기타	원자재		
통화				우리는 단기적으로 USD 달러가 중단될 이유가 없다고 보고 있으며, 매파적인 연준, 미국의 생산성향상, 유럽의 경제성장의 둔화 등을 감안하여 EUR/USD는 패리티에 근접될 것(6개월 목표환율은 1.02로 유지됨)이라고 믿고 있다.

범례



출처: Amundi, 2022년 6월 28일 기준, EUR 기반 투자자에 대한 상대적 견해. 본 자료는 특정 시기의 시장환경에 대한 평가를 나타내며, 향후 사건의 예측이나 미래 실적에 대한 보증을 의도하지는 않는다. 본 정보는 이를 참조하는 자가 특히 펀드나 증권과 관련한 어떠한 연구, 투자자문, 권장사항을 마련하는 자료로 사용될 수 없다. 본 정보는 예시적 및 교육적 목적으로만 엄격히 제한되고 예고 없이 변경될 수 있다. 본 정보는 현재, 과거, 미래의 Amundi 상품의 실질적 자산배분이나 포트폴리오를 나타내지 않는다. IG = 투자등급 회사채, HY = 하이일드 회사채, EM 채권 HC/LC = 경화표시/현지화표시 신흥국 채권, WTI = 텍사스 중질유, Δ = 양적완화.

선진국

거시경제적 전망

2022년 07월 04일 기준 자료

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
전세계	6.2	3.2	3.1	3.8	7.6	4.6
선진국	5.2	2.4	1.5	3.0	6.5	3.3
미국	5.8	2.2	1.5	4.7	7.8	3.6
일본	1.7	1.8	1.5	-0.2	1.9	0.3
영국	7.4	3.4	0.7	2.6	8.9	4.8
유로	5.3	2.4	1.3	2.6	7.5	4.1
독일	2.9	1.6	1.2	3.2	8.2	4.0
프랑스	6.8	2.3	1.3	2.1	6.0	4.1
이탈리	6.6	2.6	1.0	2.0	7.3	3.9
스페인	5.1	4.2	1.4	3.1	8.0	3.3

출처: Amundi Institute

- 미국:** 높은 인플레이션이 소비자의 처분가능소득과 기업의 마진을 잠식함에 따라 성장 둔화의 징후가 커지고 있다. 우리는 2분기에 경제활동의 역성장이 나타나지는 않는다고 보고 있지만, 우리의 예상에 대한 리스크는 하방으로 유지되고 있다. 통화정책 긴축화가 미국 경제에서 금리에 민감한 대부분의 부문에 영향을 주기 때문에 우리는 미국 경제가 현재와 올해말 사이 동안에는 잠재성장을 미만으로 성장하고 그 이후에 2023년에 진입해서는 이와 유사하게 보통 이하의 성장을 궤적을 유지할 것으로 예상된다. 인플레이션은 올해말까지는 온건화되기 시작하겠지만, 인플레이션 압력이 계속 넓혀 짐에 따라 목표물가수치를 크게 상회할 것이다.
- 유로통화권:** 1분기 GDP 수치에 대한 상향 수정(0.3%에서 0.6%)은 내수수요, 특히 소비 측면에서 약세를 나타내고 있으며, 이는 올해 나머지 기간 동안에 대해 좋은 징조가 되지 못한다. 더 높게 현실화되고 예측되고 있는 인플레이션은 내수수요 역동성의 약세로 전이될 것이며, 이로 인해서 우리는 2분기와 4분기에 역성장 리스크가 집중되면서 올해 동안에 경제성장률의 정체가 나타날 것으로 예상된다. 내년엔 접어들면서 훨씬 약세화 될 경기모멘텀으로 인해서 2023년 기대성장률도 크게 하향 조정되었다. 유가 상승의 역동성으로 인해 인플레이션도 상향 수정되었으며, 파이프라인 압력의 효과(역주: 생산망에서 개별 부문에서 발생하는 충격이 개별 부문에 국한되지 않고 가격결정 체인을 통해 스며드는 폭포수 효과)가 줄어들지 않고 인플레이션 압력은 광범위해 지고 가속화될 것이다.
- 영국:** 지속적이고 높은 인플레이션은 가계의 실질적 처분가능소득과 기업 마진의 축소로 전이될 것이며, 이는 최근의 월별 GDP 데이터에서 나타나는 것과 같이 기술적 리세션을 실질적인 가능성으로 만든다. 우리는 현재로서는 영국 경제가 두 분기 연속적인 마이너스 경제성장률을 피할 것으로 예상하지만, 소비자/기업 신뢰도에 대한 인플레이션 압력이 강세를 유지하고 이와 관련된 충격이 아직까지는 완전하게 현실화되지 않았기 때문에 리스크는 하방으로 치우쳐 있다. 따라서, 우리는 영국의 GDP는 역성장과 약세의 성장률 사이에서 아슬아슬한 줄타기를 할 것으로 보는 반면에, 인플레이션 압력이 장기간 더 높게 유지된다는 예측과 부합된 방식으로 인플레이션 모멘텀은 강세를 유지할 것이다.
- 일본:** 인플레이션률이 일본에서 상승 추이를 보이고 있지만 여전히 안정적으로 낮게 유지되고 있다. 경제 재개에 대한 낙관론이 현재 인플레이션 우려를 넘어서고 있으며, 서비스 PMI는 5월에 수년 만에 최고치를 끌어올렸다. 이와는 반대로, 제조업 PMI는 두 달 연속으로 저하되고 있으며, 이는 글로벌 경제성장 확장의 냉각과 대외 수요의 약화를 반영하고 있다. 전체적으로, 우리는 일본의 경기회복이 민간 소비의 반등에서 모멘텀을 받을 것으로 보인다. 일본의 경기사이클은 원숙화의 국면에서는 약간 떨어져 있으며, 여전히 팬데믹 이후의 캐치업(따라잡기)를 플레이하고 있다.

기준금리 전망

	2022 06-15	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	1.63	3.4/3.6	4.38	3.7/3.9	4.83
유로	-0.5	1.00	1.14	1.25	2.2
일본	0.00	0.05	-0.02	-0.1	0.18
영국	1.00	1.50	1.78	1.75	2.30

출처: Amundi Institute

- 연준(Fed):** 연방공개시장위원회(FOMC)는 정책금리를 (1994년 이후로 가장 큰 폭인) 75bp 인상하기로 결정했으며, 이제 목표금리대를 1.5%-1.75%로 설정하고 있다. 우리는 연준이 7월에 금리를 또 다시 75bp 인상할 것으로 예상한다. 그 이후에 대해서, 우리는 9월에 50bp 인상과 11월 25bp 인상이 있을 것으로 보고 있으며, 2023년 초반에 금리는 최고 3.75%에 이를 것으로 예상한다. 전반적으로 연방공개시장위원회는 2023년까지 정책금리를 대폭적으로 긴축하고 내년에는 인플레이션의 타격을 위해서 정책이 제한적일 필요성이 있다고 발표했다. 최근의 인플레이션 상황변화를 감안하여 연방공개시장위원회는 더욱 공격적인 선제적 금리인상의 추구를 원하고 있다. 연착륙으로 가는 경로가 점차 좁아지고 있다.
- 유럽중앙은행(ECB):** 유럽중앙은행은 지난 번의 정규 회의에서 매파적 견지를 유지했으며, 7월에 25bp 인상으로 금리 움직임을 시작하고, 인플레이션 현상이 개선되지 않는다면 9월에 50bp 금리인상이 뒤따를 가능성이 크다. 이와 더불어, “추가적인 금리 인상의 점진적이지만 지속적인 경로”가 뒤따를 것이다. 정규 회의에 뒤 이은 지난 달 15일의 임시 회의에서 유럽중앙은행은 파편화 방지를 전담하는 수단을 설계하고 팬데믹 긴급매입 프로그램(PEPP)의 유연한 재투자를 활용하겠다고 약속했다 - 파편화 방지를 위한 새로운 수단의 규모와 기능은 7월 회의에서 보다 명확해질 것으로 예상된다.
- 일본은행(BoJ):** 채권시장 및 FX 시장의 정책 변경의 요구에 대한 압박에 저항하면서 일본은행은 6월에 매파적인 견지를 견고하게 유지했다. 구로다 일본은행총재는 다음과 같은 두 가지의 모호한 메시지를 내었다. 1) 일본은행은 경기회복을 지원하기 위해서 수익률곡선통제(YCC) 정책을 고수할 것이며, 수익률곡선통제 폭의 확대는 긴축화와 동일하다. 2) 급격한 인화 평가절하는 일본 경제, 특히 기업 투자에 손상을 주게 된다. 구로다 총재의 이러한 성명은 FX가 통화정책을 위해 고려해야 할 몇 가지 요인 중 하나일 뿐이라고 믿는 기시다 일본 총리로부터 지지를 받았다. 우리는 기시다 총재의 재임 기간 동안에는 수익률곡선통제 정책에 변화가 없을 것으로 예상한다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
ECB정책위	7월 21일
BoJ MPM	7월 21일
Fed FOMC	7월 27일
BoE MPC	8월 4일

출처: Amundi Institute

- 영국중앙은행(BoE):** 영국중앙은행(영관은행)은 6월이 예상되었던 25bp 금리 인상을 시행했으며, 이전 회의에서와 마찬가지로 6-3의 다수가 찬성하고 소수는 50bp 인상을 주장했다. 예상보다 약세의 경제성장률의 수치에도 불구하고 타이트한 노동시장과 지속적인 인플레이션은 향후 회의에서 보다 강력한 대응을 취할 가능성을 열어 두었으며, 5월 회의에서는 보다 강했던 비둘기파적인 분위기와는 상반되는 매파적인 메시지를 내었다. 우리는 이러한 6월의 금리 인상 이후에 8월에 25bp 인상이 뒤따르고, 4분기에 추가적인 25bp 인상이 있을 것으로 예상하지만, 리스크는 향후 인플레이션 수치에 주로 의존하여 8월에 더 높은 금리 인상의 움직임으로 치우쳐 있다.

신흥국

거시경제적 전망

2022년 07월 04일 기준 자료

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
전세계	6.2	3.2	3.1	3.8	7.6	4.6
신흥국	6.9	3.7	4.3	4.3	8.3	5.5
중국	8.1	3.5	5.4	0.9	2.1	2.2
브라질	4.6	1.7	1.2	8.3	10.1	5.7
멕시코	4.8	1.9	1.3	5.7	7.7	5.2
러시아	4.7	-10.0	1.3	6.7	14.8	7.9
인도	9.1	7.7	5.6	5.1	7.2	6.3
인도네시아	3.7	5.2	4.8	1.6	3.9	3.8
남아공	5.5	2.4	1.8	4.6	6.7	5.6
튀르키예	11.4	4.7	3.4	19.4	72.7	30.3

출처: Amundi Institute

- **중국:** 상하이에서 경제가 재기된 이후에, 가장 커다란 논쟁은 중국의 경기회복이 얼마나 강력한 지와 관련되어 있었다. 중국 전체의 화물차 유동량이 점진적이지만 중간 정도 수준의 회복세를 보이고 있으며, 여기에서 한 가지의 독특한 특징은 지방 정부의 유입 교통에 신중한 견지로 인해서 지역들 사이의 통행량이 크게 제한되고 있지만 각 도시 내의 이동량은 더욱 빠르게 회복되었다는 사실이다. 이러한 경기회복은 V자형 반등은 아니며, 2분기에 경제성장률 역성장이 나타날 가능성이 매우 높다. 완화적 정책의 노력에도 불구하고, 주택 경기의 둔화와 제로 코로나 정책 오버행(역주: 대량의 대기 매물)으로 인해 하반기의 경기회복은 추이 미만으로 진행될 가능성이 가장 크다.
- **남아시아:** 6월에 이 지역의 중앙은행들은 놀라운 결정을 내리지는 않았으며, 인도중앙은행(RBI) 및 필리핀중앙은행(BSP)은 각각 50bp 및 25bp 다시 금리를 인상한 반면에 인도네시아중앙은행(BI)과 태국중앙은행(Bot)은 금리를 동결했다. 인플레이션 상승 전망으로 인해 필리핀중앙은행은 정책금리를 점진적으로 인상시키면서 인플레이션 추이를 따를 것이다. 인도네시아중앙은행은 매파적인 연준에 의해 촉발된 통화 변동성을 당분간 무시하고 조만간 발생할 강력한 인플레이션의 더욱 명확한 신호를 기다리기로 결정했다. 마지막으로, 태국중앙은행은 매파적인 견지를 줄이는 방향으로 전환하기 시작했으며, 이로 인해 최초로 금리를 인상(3분기)할 가능성이 커졌다.
- **콜롬비아:** 구스타보 페트로는 콜롬비아에서는 좌파 출신으로는 최초로 국가 수반이 되었으며, 남미 안데스 산맥 지역의 최근 일련의 대선에서는 세 번째로 당선된 좌파 대통령이다. 페트로 대통령은 세금, 연금, 토지 및 보건제도의 개혁과 새로운 석유채굴의 금지를 포함한 야심찬 공약을 바탕으로 출마하여 당선되었으며, 쌍둥이 적자를 겪고 있는 콜롬비아 경제에서 새로운 석유채굴의 금지는 커다란 논쟁을 야기하고 있다. 페트로 대통령은 취임사에서 단합과 대화의 메시지를 내었다. 공약을 온건한 방식으로 추진할 것이라는 징후가 있지만, 질서 정연한 성격이라 하더라도 레짐전환이 진행 중일 가능성이 높다. 반면에, 콜롬비아 경제는 견고한 시작했지만 온건화되고 있고 인플레이션은 두 자리 수치까지 근접하고 있으며, 콜롬비아중앙은행(BanRep)은 점진적이지만 확고한 의지를 가지고 금리를 계속 인상하고 있다.
- **브라질:** 올해 전반기의 경제활동은 견조한 교역조건(ToT)과 다양한 경기부양조치 덕분에 재가속화되었지만, 재정적 조치에 의해 상쇄되지 않는 한 하반기에는 온건해지고는 있지만 여전히 높은 인플레이션, 두 자리 수의 기준금리(SELIC), 정치적인 노이즈로 인해 소프트해질 가능성이 크다 - 우리는 2022년에 GDP가 1.7% 성장할 것으로 보고 있다. 연간 인플레이션은 지난 4월 전년동기대비 12.1%로 정점을 쳤을 가능성이 크며, 우호적인 기저효과와 세금 삭감의 도움으로 인플레이션이 순차적으로 보다 진정되면서 올 한 해의 인플레이션은 약 8%에 근접하여 마감될 것으로 보인다. 브라질 중앙은행은 미세 조정된 8월의 금리 인상을 사전에 발표했으며, 예측기간의 전반에 걸쳐 기준금리(SELIC)가 고공 행진을 할 것임을 시사했다.

기준금리 전망

	2022 06-15	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.7	3.6	3.7	3.6	3.7
인도	4.9	6	5.5	6.25	5.85
브라질	13.25	13.75	13.4	12.25	11.9
러시아	9.5	8.5	9.1	7.5	8.15

출처: Amundi Institute

- **중국인민은행(PBoC):** 6월의 주택담보대출 금리는 2014년 이후 최저 수준으로 다시 급락했으며, 은행간 시장 금리는 극도로 낮게 유지되고 있다. 유동성과 자금조달 조건이 현실에서는 매우 크게 완화되었기 때문에, 이와 같은 상황은 중국인민은행의 추가적인 정책금리의 인하 가능성을 낮추고 있다. 우리는 10bp의 대출우대금리(LPR) 인하를 계속 예상하지만, 그 확신감을 낮아졌다. 이러한 금리 인하는 중국에서 대규모의 감염병 재확산이 다시 발생하는 경우 분위기/심리를 부양하는 방향으로 필요에 따라 활용될 것이다. 추가적인 금리 인하가 없더라도 우리는 중국인민은행은 2022년 나머지 기간 동안에 경기회복과 재정부양책을 떠받치기 위해서 완화적인 경지를 유지할 것으로 예상된다.
- **인도중앙은행(RBI):** 예상되었던 대로, 인도중앙은행 통화정책위원회는 6월에 통화정책 정상화를 계속하기로 만장일치로 결정했으며, 정책 금리를 50bp 인상하여 4.40%에서 4.90%로 올렸다. 회의록에서도 분명하게 나타나듯이, 포커스는 단호하게 인플레이션의 방향으로 전환되었으며, 통화정책위원회는 2023년 회계년도의 헤드라인 인플레이션 예측을 전년동기대비 5.7%에서 6.7%로 상향 수정(2차려 연속 상향 수정)했다. 우리의 내부 예측은 2023년 회계년도에 대해 여전히 전년동기대비 7.4% 이상이다. 우리는 실질적 중립금리에 도달하기까지 긴축화 정책이 계속될 것으로 예상하며, 따라서 이는 100-150bps의 추가적인 금리 인상이 있을 것임을 의미한다.
- **브라질중앙은행(BCB):** 보다 장기간 동안에 더욱 높은 금리 인상. 브라질통화위원회(COPOM)은 6월에 5월보다는 낮은 수치인 50bp(연준보다 낮은 수치) 인상하여 정책금리를 13.25% 올렸으며, 8월에도 이와 동일하거나 적은 수치의 또다른 금리 인상이 있을 것임을 시사했다. 경미한 매파적인 반전으로, 브라질통화위원회는 인플레이션을 목표물가수치로 끌어내리기 위해서는 금리가 예측 기간 동안이나 더 길게 긴축적인 수준으로 유지될 필요가 있다는 사실도 지적했다. 우리는 8월에 금리인상의 사이클이 13.75% 수준으로 끝나고 선의를 위한 정치적 개입의 사이클이 시작될 것으로 보고 있으며, 정책의 180도 변화는 2023년 2분기에나 일어날 것이다.
- **러시아중앙은행(CBR):** 러시아중앙은행은 지난 6월에 정책금리를 다시 150bp 인상하여 9.5%로 높였다. 5월 인플레이션은 4월의 전년동기대비 17.8%에서 17.1%로 둔화되었다. 이러한 인플레이션 하락의 주된 요인은 루블화 강세와 내수수요 둔화였다. 소비자물가지수(CPI)의 하락은 주로 비식품 항목에서 비롯되었지만, 식품과 서비스의 물가도 역시 둔화되었다. 가계 및 기업 모두의 기대인플레이션도 역시 하락세를 보이고 있다. 우리는 러시아중앙은행이 향후 6개월 동안에 추가적으로 100bp 인하하고, 그 이후 12개월 기간 동안에 정책 금리를 7.5% 근처로 끌어내릴 것으로 예상한다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
PBoC	7월 20일
CBR	7월 22일
RBI	8월 2일
BCB	8월 3일

출처: Amundi Institute

매크로 및 시장예측

거시경제적 예측

(2022년 7월 4일)

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
미국	5.8	2.2	1.5	4.7	7.8	3.6
일본	1.7	1.8	1.5	-0.2	1.9	0.3
유로통화권	5.3	2.4	1.3	2.6	7.5	4.1
독일	2.9	1.6	1.2	3.2	8.2	4.0
프랑스	6.8	2.3	1.3	2.1	6.0	4.1
이탈리아	6.6	2.6	1.0	2.0	7.3	3.9
스페인	5.1	4.2	1.4	3.1	8.0	3.3
영국	7.4	3.4	0.7	2.6	8.9	4.8
중국	8.1	3.5	5.4	0.9	2.1	2.2
브라질	4.6	1.7	1.2	8.3	10.1	5.7
멕시코	4.8	1.9	1.3	5.7	7.7	5.2
러시아	4.7	-10.0	1.3	6.7	14.8	7.9
인도	9.1	7.7	5.6	5.1	7.2	6.3
인도네시아	3.7	5.2	4.8	1.6	3.9	3.8
남아공	5.5	2.4	1.8	4.6	6.7	5.6
튀르키예	11.4	4.7	3.4	19.4	72.7	30.3
선진국	5.2	2.4	1.5	3.0	6.5	3.3
신흥국	6.9	3.7	4.3	4.3	8.3	5.5
전세계	6.2	3.2	3.1	3.8	7.6	4.6

기준금리 전망

선진국

	2022-06-15	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	1.63	3.4/3.6	4.38	3.7/3.9	4.83
유로통화권	-0.5	1.00	1.14	1.25	2.2
일본	0.00	0.05	-0.02	-0.1	0.18
영국	1.00	1.50	1.78	1.75	2.30

신흥국

	2022-06-15	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.7	3.6	3.7	3.6	3.7
인도	4.9	6	5.5	6.25	5.85
브라질	13.25	13.75	13.4	12.25	11.9
러시아	9.5	8.5	9.1	7.5	8.15

장기채권수익률 전망

2년물 채권수익률

	2022-06-15	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	3.37	3.4/3.6	3.73	3.2/3.4	3.73
독일	1.18	1.2/1.4	1.63	1.2/1.4	1.78
일본	-0.02	-0.10/0	-0.02	-0.10/0	0.01
영국	2.03	1.5/1.7	2.18	1.5/1.7	2.13

10년물 채권수익률

	2022-06-15	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	3.41	3.2/3.4	3.52	3.1/3.3	3.52
독일	1.75	1.2/1.4	1.85	1.2/1.4	1.90
일본	0.26	0.1/0.3	0.36	0.1/0.3	0.44
영국	2.53	2.1/2.3	2.64	2.1/2.3	2.69

통화 전망

	2022-06-17	Amundi 2022년 4분기	컨센서스 2022년 4분기	Amundi 2023년 2분기	컨센서스 2023년 2분기
EUR/USD	1.05	1.02	1.09	1.10	1.11
USD/JPY	135	130	128	123	127
EUR/GBP	0.86	0.86	0.86	0.85	0.86
EUR/CHF	1.02	1.00	1.05	1.06	1.07
EUR/NOK	10.50	10.41	9.75	9.89	9.60
	2022-06-17	Amundi 2022년 4분기	컨센서스 2022년 4분기	Amundi 2023년 2분기	컨센서스 2023년 2분기
EUR/SEK	10.68	10.64	10.29	10.43	10.09
USD/CAD	1.30	1.35	1.26	1.23	1.25
AUD/USD	0.69	0.67	0.73	0.76	0.75
NZD/USD	0.63	0.61	0.67	0.69	0.68
USD/CNY	6.72	6.95	6.70	6.50	6.55

출처: Amundi Institute

당사 예측에 대한 고지사항

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

방법론

– 시나리오

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

– 리스크

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

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT OUTLOOK



H2 2022 Investment Outlook - Life above zero: investors' journey at a time of rising rates (01-07-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - BLANQUE Pascal, Chairman of Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

ASSET CLASS VIEWS



Asset Class Return Forecasts - Q2 2022 (16-05-2022)

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

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

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

SHIFTS & NARRATIVES



Shifts & Narratives #20 - Stagflation and its roots in capital misallocation (9-06-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

Shifts & Narratives #19 - The fiscal illusion: no free lunch for investors (02-06-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

Shifts & Narratives #18 - The power of narratives for investors (02-06-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute - BEN SLIMANE Mohamed, CHERIEF Amina, LE GUENEDAL Theo, SEKINE Takaya, STAGNOL Lauren, Quantitative Research, Amundi Institute

INSIGHTS PAPERS



Insurers' buy and maintain portfolios and sustainable investment (05-07-2022)

DAUPHINE Gilles, Head of Credit and Insurance Business - Fixed Income - MUNERA Romain, Head of Buy & Maintain - MULLER Raphael, Head of Buy and Maintain third party client

ESG journey is set to accelerate in credit markets (20-06-2022)

D'ORSAY Amaury, Head of Fixed Income - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income - de FAY Alban, Head of Fixed Income SRI processes and Credit Portfolio Manager - Vannier Hubert, CFA, Head of Secured Assets

WORKING PAPERS



Credit Factor Investing with Machine Learning techniques (01-07-2022)

Amina CHERIEF - Mohamed BEN SLIMANE, Quantitative Research, Amundi Institute - DUMAS Jean-Marie, Head of Fixed Income Solutions - FREDJ Hamza, Fixed Income Solutions Portfolio Manager

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

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

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

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

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

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



Focus on Spain: macroeconomic projections and fixed income view (28-06-2022)

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist - MARASCIULO Cosimo, Deputy Head Alpha Fixed Income Euro - USARDI Annalisa, Senior Macro Strategist Cross Asset Research

Macroeconomic projections for the Italian economy and fixed income implications (28-06-2022)

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist - MARASCIULO Cosimo, Deputy Head Alpha Fixed Income Euro - USARDI Annalisa, Senior Macro Strategist Cross Asset Research

French elections results open a phase of political gridlock (21-06-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence, Amundi Institute

14-15 June FOMC meeting: Fed becoming worried about inflation expectations (17-06-2022)

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

A (stag?)flationary tantrum: assessing the current market sell-off (16-06-2022)

Vincent MORTIER, Group Chief Investment Officer - Monica DEFEND, Head of Amundi Institute

Navigating an inflationary environment in US and global equities (23-05-2022)

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

3-4 May FOMC meeting: 50bp interest rate hike is bullish for markets (09-05-2022)

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

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

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

THEMATIC PAPERS



ESG Thema #10 - There is no place like Earth: How investors can address biodiversity loss (6-07-2022)

MINTON Molly, ESG Analyst, Apparel and Consumer products - FOLL Julien, ESG Analyst

Emerging Market Green Bonds - Report 2021 (09-06-2022)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - LUND Susan, Vice President, Economics and Private Sector Development, IFC

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

Maury Chloé, ESG Analyst

INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



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

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

DISCUSSION PAPERS



The embarrassing legacy of financial capitalism: implications for investors (09-06-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

The myth of the fiscal free lunch: beware of the trap. An investor's viewpoint (02-06-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

**Amundi 간행물
알아보기**

research-center.amundi.com



Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Quant Investment Yield Real Estate
Strategies Allocation

중요 정보

본 문서는 정보 제공의 목적으로만 제공됩니다.

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

본 문서에 포함된 정보는 독자의 내부적 용도에만 사용될 수 있으며, 어떠한 형태로도 재생산되거나 재배포 될 수 없고, 어떠한 금융상품, 제품, 지표를 구성하는 자료로도 사용될 수 없다. 또한, 본 문서의 어떠한 내용도 세금, 법률, 투자의 자문을 제공하려는 의도가 없다.

별도로 언급하지 않는 한, 본 문서에 포함된 모든 정보의 출처는 Amundi Asset Management SAS이며 2022년 7월 4일 기준이다. 투자분산이 수익성이나 손실에 대한 보호를 보장하지는 않는다. 본 문서는 “있는 그대로”의 원칙하에서 제공되며, 이러한 정보의 이용자가 이러한 정보의 이용에 따르는 리스크를 전적으로 감수해야 한다. 과거 데이터와 분석은 향후 실적분석, 전망, 예측에 대한 지표나 보증으로 간주되지 않아야 한다. 시장 및 경제적 추이와 관련되어 표현된 견해는 해당 저자의 것이고 반드시 Amundi Asset Management SAS의 견해가 되지는 않고 시장 및 다른 조건에 따라 변경될 수 있으며, 국가, 시장, 부문이 예상한 것과 같은 성과를 낼 것이라는 어떠한 보장도 있지 아니한다. 이러한 견해들은 투자 조언, 증권 추천 또는 모든 Amundi 상품의 거래 예시로써 의존되지 않아야 한다. 투자는 시장, 정치, 유동성, 통화 리스크를 포함하여 각종 리스크를 동반하게 된다.

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

최초 사용 일자: 2022-07-08

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

사진 저작권: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - d3sign

대표 편집인

BLANQUÉ Pascal, *Chairman of Amundi Institute*

편집인

DEFEND Monica, *Head of Amundi Institute*

Amundi Institute 기여자

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

Amundi Investment Insights 기여자

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

개념정립 및 생산책임

BERGER Pia, *Communication Specialist*
PONCET Benoit, *Communication Specialist*

부편집인

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

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

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