

Research

제11호  
2021년  
11월

# CROSS ASSET

## 투자전략

CIO 견해

### 모래 구덩이에 빠진 시장: 지속되고 있는 인플레이션 리스크

글로벌 테마 견해

### 금융억압의 삼각형

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## 제11호 - 2021년 11월

차례

### 글로벌 투자견해

#### CIO 견해

##### 모래 구덩이에 빠진 시장: 지속되고 있는 인플레이션 리스크 p. 3

우리는 인플레이션이 중기적으로는 높게 유지될 것이라고 계속 믿고 있지만, 인플레이션의 일부 요소는 일시적이지 않을 것이라는 사실이 이제 분명해지고 있다. 이와 동시에, 성장과 관련된 측면에서는 경기모멘텀 둔화의 징후가 나타나고 있으며, 이는 스태그플레이션에 대한 논쟁을 유발시키고 있다. 이러한 환경에서, 우리는 실질금리를 면밀히 주시하면서 듀레이션에 대해 신중하고 유연한 견지를 선호하며, 크레딧 선별에 대한 포커스를 강화했다. 주식의 경우, 우리는 전반적으로 중립적 포지션을 유지하며 가치주/우량주가 인플레이션으로부터 포트폴리오를 보호할 것이라고 믿고 있지만, 바텀업 선별에 대한 포커스가 유지되어야 할 것이다.

#### 매크로

##### 에너지 공급부족:

##### 가장 커다란 영향을 받고 있는 유럽과 중국 p. 4

현재의 공급압박은 인플레이션으로 전가되는 방식으로 경제성장률에 영향을 미칠 수 있지만, 장기적인 고유가로의 전환 가능성은 당분간은 낮은 것으로 보인다.

#### 멀티에셋

##### 리스크 증가 및 강력한 기업이익을 감안하여 중립적 포지션을 유지할 것 p. 5

우리는 위험자산에 대해 중립적 포지션이고 전반적으로 적절히 분산된 투자를 추구하며, 주식에서는 균형 잡힌 견지의 유지, 가치주 종목의 선호, 가격결정력이 제한적인 종목은 피한다.

#### 채권

##### 크레딧 선별을 통한 인플레이션 연동의 수익성 확보 p. 6

건전한 기업의 회사채는 더욱 비싸질 것이고 저우량 회사채 종목은 더 싸질 것이기 때문에 크레딧에서 차별화가 더욱 커질 것이다. 따라서, 선별 및 고유 스토리 파악의 필요성이 높다.

#### 주식

##### 시장을 테스트하고 있는 에너지 위기 p. 7

비용 상승을 소비자에게 전가할 수 없고 이러한 상황이 주가에 영향을 받는 기업들과는 달리 가격을 인상할 수 있고 마진을 보존할 수 있는 기업들에게 시장은 수혜를 줄 것이다.

### 글로벌 테마 견해

#### 금융억압의 삼각형

p. 8

실질금리가 마이너스이고 명목금리는 매우 낮기 때문에, 금융억압의 국면에 진입하고 있다는 아이디어가 전면에 정기적으로 계속 등장하고 있다. 연준은 테이퍼링과 더불어서 통화정책을 정상화하기 시작했고, 투자자는 미국 재무성증권 수익률이 상승하는 것이 단지 일시적인 현상이라고 믿을 수도 있다. 실제로도, 우리는 15년전의 글로벌 금융위기 바로 직후에 금융억압의 레짐으로 진입했으며, 이러한 레짐의 강도는 코로나19와 기후 위기의 맥락에서 상승했다고 믿고 있다. 사실은, 금융억압은 통화정책의 기능 뿐만 아니라 규제와 정부 통제를 포함하며, 이는 움직이는 무게중심을 가진 삼각형을 형성한다. 금융억압은 원활한 에너지 전이를 확보하기 위한 합리적인 정책인 것으로 보인다.

### 시장 시나리오 및 리스크

- > Cross asset 디스패치: 시장 번곡점 감지하기 p. 10
- > 글로벌 리서치 클립 p. 11
- > Amundi 자산종목 견해 p. 12

### 거시경제적 현황

- > 선진국 거시경제적 전망 - 시장예측 p. 13
- > 신흥국 거시경제적 전망 - 시장예측 p. 14
- > 매크로 및 시장 예측 p. 15
- > Publications highlights p. 16

CIO 견해



Pascal BLANQUÉ,  
Group Chief Investment Officer



Vincent MORTIER,  
Deputy Group Chief Investment Officer

모래 구덩이에 빠진 시장:  
지속되고 있는 인플레이션 리스크

호 불호와는 상관없이, 인플레이션과 관련된 현 상태는 당분간 지속될 것이다. 10월에는 인플레이션이 예상보다 영구적일 수 있다고 인식되기 시작했으며, 국제통화기금(IMF)은 인플레이션 리스크의 국면으로 진입했다고 공식적으로 언급하고 중앙은행들은 인플레이션이 예상보다 더 지속되고 있다는 사실을 일부 인정했다. 우리의 견해로는, 이는 시장이 모래 구덩이로 빠져들고 있다는 주장에 추가적인 근거가 제시되고 있으며, 영구적인 인플레이션의 내러티브가 탄력을 받고 있다고 생각된다. 전세계에서 나타나고 있는 공급부족과 수요를 가속화시키는 주요 국가들의 전면적인 경제 재개로 인해서 공급과 수요 사이의 불일치가 커지고 있다. 공급 병목현상이 악화되고 있고, 에너지와 식품 가격의 급상승은 인플레이션 역동성을 더욱 악순환의 방향으로 견인하고 있다. 인플레이션 상승을 추가적으로 유발할 수 있는 또 다른 요인은 임금 요소이다. 우리의 견해로는, 물가의 영구적인 상승은 노동자들이 임금 인상을 요구하도록 몰아갈 것이다.

방정식의 I(인플레이션) 부분과 관련된 알려진 리스크를 감안하여 시장의 포커스는 G(성장률) 측면으로 되돌아갈 것이다. 우리는 스태그플레이션 공포를 확산시킬 수도 있는 경제성장률이 잠재성장률 근처나 그 미만으로 떨어지는 방향으로 향하고 있는가? 경제성장률과 관련하여, 모든 경제 지역들(미국, 유럽, 중국)은 일부 난제에 당면하고 있다.

우리의 기본 시나리오에서는 2022년에 진입하면서 관리된 경기둔화와 내년엔 다른 공개된 이슈가 발생하는 경우에 이에 대응하여 2022년 전체 연도의 경제성장률에 재할력을 주는 데에 도움을 주는 추가적인 재정적 지원이 있을 것으로 예상하고 있다. 장기적으로는 에너지 전환이 핵심적인 우선순위를 가질 것이며, 이는 추가적인 글로벌 재정 지원책을 다시 가속화시킬 수도 있다. 여기에서 유엔기후변화협약 당사국총회(COP26)는 정책시행의 향후 경로를 가능하기 위해 주시해야 할 핵심적인 시금석이 될 것이다. 시장 반응은 중앙은행들이 취할 조치에 달려 있으며, 중앙은행들에게는 이와 관련하여 실수를 할 수 있는 여유는 없다. 중앙은행들은 공급 측면의 인플레이션 요인들을 거의 해결할 수 없기 때문에, 우리는 중앙은행이 취할 조치는 매우 점진적일 것으로 생각한다.

이러한 시나리오는 다음과 같은 우리의 현재 견지를 확인시켜 주고 있다.

- **실질금리가 주시해야 할 핵심적 변수이다.** 경제성장률을 재평가하는 이러한 국면에서 명목금리는 경미한 상승세로 움직이고 제한적으로 유지되는 반면에 실질금리는 낮아지는 추이를 보일 것으로 예상된다. 이러한 국면은 채권에 대비하여 주식이 여전히 선호될 것이다. 이러한 국면의 후반(2022년 어느 시점)에는 명목금리가 상승하는 추이와 실질금리는 플랫폼하게 유지한 상태와 더불어서 캐치업이 있을 가능성이 크다. 이러한 국면은 주식과 채권 모두에서 변동성을 유발할 수도 있으며, 투자자는 추가적인 분산투자처가 필요하게 될 것이다. 세 번째 국면은 실질금리와 명목금리 모두에서 상승 추이가 나타나는 것이다. 이는 더욱 어려운 상황 전개로 될 수도 있지만, 우리는 이러한 상황이 조만간 나타나지는 않을 것으로 생각한다.
- **전반적인 듀레이션 견지는 숏듀레이션으로 유지되지만, 현재로서는 금리가 크게 상승될 것으로 예상하지는 않는다.** 펀더멘탈이 향상되고 있기 때문에 크레딧에 대한 선호도는 유지되지만, 유동성리스크가 상승할 것으로 예상되는 다음 국면에 대비하기 위해서 현재의 스프레드 수준에서는 선별이 핵심이다. 중국의 지방채는 수익률 추구에 의해 수요가 유지되고 있으며, 보다 일반적으로는 단기만기 바이어스의 신흥국 채권에서도 그러하다.
- **주식에 중립적 포지션을 유지하고 가능한 보다 나은 수준에서 진입 포인트를 추구해야 하지만, 리스크를 파악하고 경제성장률이 추가적으로 악화되고 및/또는 중앙은행과의 소통이 부실해지는 경우 등으로 인한 변동성 상승 국면에 대비하여 헤지를 유지해야 할 것이다.** 주식의 경우엔, 인플레이션과 금리 상승에 대해서 각각의 기업이 테스트되어야 할 것이다. 인플레이션에 실질적으로 견고한 사업 모델을 부각될 수 있는 기업의 가치주는 여전히 좋은 투자 종목이다. 이번 분기의 기업실적 발표 시즌은 향후 기업이익 전망의 가시성이라는 측면에서 가장 힘든 발표 시즌 중의 하나가 될 것이다. 기업이실적의 예상치에는 이미 악재가 반영되어 낮춰져 있기 때문에 이번 분기별 실적발표가 최악의 기업이익 발표 시즌이 되지는 않겠지만, 불확실성이 매우 높고 일부 에너지 압박은 가격에 반영되지 않았기 때문에 포워드 가이드스라는 측면에서 그 영향을 평가하는 것이 주요해질 것이다. 시장의 성장률 부분은 금리 상승에 대 취약성이 더욱 크게 유지된다. 이러한 금리 상승은 현 시점에서는 제한적이지만, 다음 국면에서는 이와 관련된 어려움이 가중될 것이며 투자자는 밸류에이션이 과잉적인 분야에서는 매우 신중한 견지를 포함할 수 있도록 대비해야 한다.
- **코로나바이러스 방역 상황의 개선 덕분에 경제 재개의 내러티브가 현재 부상하고 있는 신흥국의 경우에는 국가별 차별성 파악의 중요성이 더욱 커지고 있다.** 에너지 가격 상승에서 혜택을 받을 수 있는 러시아/인도네시아와 같은 국가들이 선호되는 반면에, 중국의 경기둔화에 대한 노출도가 큰 국가들은 취약한 것으로 보인다.

전반적으로 투자자 환경에서 불확실성과 리스크가 더욱 커지고 있으며, 단기적으로는 상방 잠재력이 거의 없는 것으로 보인다. 시장은 이러한 상황들 사이에서 그 중간에 갇혀 있다. 인플레이션 상승에 대한 공포가 장기 수익률의 상승으로 몰아가고 있지만, 중앙은행이 현저하게 긴축적인 정책의 도입에 주저하는 경제성장률이 위협을 받을 때에는 그 상승폭은 일정 정도 제한적이게 된다. 채권의 낮은 수익률을 감안하면 주식은 투자배분에서 그 위치를 유지하겠지만, 절대적 수치에서 이미 과장된 밸류에이션의 환경 하에서는 인플레이션과 장기 수익률의 모두 상승하면 각각의 기업 케이스를 재평가하는 결과로 이어지게 된다.

(B= 중앙은행, HC= 경화, FI= 채권(Fixed Income), EM= 신흥국 시장, DM= 선진국 시장, YTD= 연초 대비 현재까지, HY= 하이일드)

**전반적인 리스크 분위기**

리스크오프 리스크온

—  +

위험자산에 중립적 견지, 영구적인 인플레이션과 비대칭적 리스크의 관점에서 실질금리에 대한 경제심 상승 및 선별에 대한 강조 증가가 동반됨.

**이전 달 대비의 변화**

- ▶ 유로 핵심국 듀레이션에 대한 조정, 크레딧의 선별성 상승
- ▶ FX에 전술적 변경, GBP에 대한 신중성 상승
- ▶ TIPS에서 밸류에이션 의식.

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

CROSS ASSET  
RESEARCH 분석



Monica DEFEND,  
Global Head of Research



Lorenzo PORTELLI,  
Head of Cross Asset Research

## 에너지 공급부족: 가장 커다란 영향을 받고 있는 유럽과 중국

- 현재의 에너지 위기는 단기적인 압박,<sup>1</sup> 그린 에너지 전환과 둘러싼 불균형과 관련이 있다.
- 유럽과 중국은 가장 큰 천연가스 수입국이기 때문에 다른 지역보다 가장 심각한 타격을 받고 있다.
- 전세계적인 전력난이 2022년에 발생할 확률은 높지 않지만, 에너지 부문의 혼란은 인플레이션에 영향을 주고 성장과 수익 마진에 압박을 가하고 있다.

지난 여름 초 이후로 다양한 에너지 및 이와 관련된 원자재의 가격이 현저하게 상승되어 왔다. 상호 관련된 여러 요인(경기회복에 따른 계절적인 병목현상)들이 작동하고 있지만, 그 촉발요인은 강력한 글로벌 전력 수요였다. 국제에너지기구(IEA)에 따르면, 코로나로 인해 약 1% 하락한 2020년 이후에 글로벌 전력 수요는 2021년 약 5%에 근접하여 증가했으며, 2022년 이에는 약간 못 미치는 수준으로 상승할 것으로 예상되며, 이러한 수치는 지난 10년의 연간 평균(2.7%)의 거의 두 배에 해당된다. 이러한 모든 상황은 그린 에너지 전환과 주로 유럽연합과 중국에서 석탄 탄소 배출량을 제한하는 기후변화에 대한 글로벌 대처가 강화되는 시기에 발생했다.

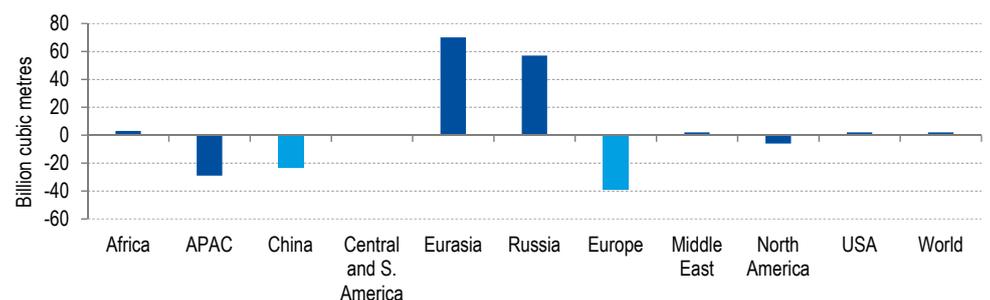
가스 생산이라는 측면에서 유럽과 아시아는 역사적으로 가장 큰 수입국이며 향후 수년 동안에 보충해야 할 공급부족량이 엄청나기 때문에, 유럽과 아시아는 불편한 위치를 점하고 있다. 증가된 공급 필요성은 두 곳의 주요 공급국(러시아, 노르웨이)에 전혀 충족되지 못하기 때문에 천연가스 수급압박은 유럽에서 현실화되었다. 중국의 경우, 매우 덥고 건조한 여름에 의해 악화된 에너지 수요는 놀라운 수준이었다. 일반적으로, 전력 소비의 65%는 석탄 발전에 의해 생산되고 17%는 수력 발전으로 공급된다. 하지만, 이러한 두 가지 발전 방식 모두에서 전력 생산의 공급이 제한되었다 - 석탄 발전의 경우에는 규제 개혁과 탄소 배출량 제한 목표로 인해 중국 국내의 생산이 저하되었으며, 수력 발전은 건조한 여름으로 인해 발전량이 줄어들었다. 그 결과, 중국의 천연가스 수요는 매우 강세를 보이고 있다. 그린 원자재의 공급 부족 및 잠재적 전력 대란 우려의 증가는 구리에서 알루미늄, 가스에서 석유까지의 여러 원자재의 가격을 끌어올리고 있다.

유럽과 아시아의 가스의 재고를 빠르게 늘리는 수준은 전례가 없는 수준으로 치솟았으며, 이 두 지역은 겨울이 다가옴에 따라 가스와 석유 재고를 최대한 회복하기 위해 애쓰고 있다. 다수의 국가들이 석탄과 가스의 대체재를 찾아야만 했기 때문에 치솟는 천연가스 가격은 석유 시장으로 전이되어서, 유가를 끌어올리고 있다. 석유 생산국들이 다양한 각종 반대의 이유를 들어 향후 수주 동안에는 생산량 증대에 주저하는 것으로 보이기 때문에 잠재적인 공급부족의 우려로 인해 성장을 둔화의 환경에도 불구하고 유가는 \$80 이상으로 올랐다. 미국의 석유 생산은 허리케인으로 인한 시추의 일시적인 중단과 셰일오일 생산의 침체로 인해서 글로벌 석유수요를 충족시키지 못했다. 미국의 석유 공급이 시장에서 밀려들어오지 않은 상황에서 현재의 가격에서 OPEC는 국가재정의 균형을 이루기 위해서 관련된 세수를 늘리고 있다. 반면에, 역사적으로 낮은 가스 재고량 수준에서 겨울로 진입하고 단기적으로 러시아와 노르웨이는 유럽연합으로 공급물량을 증가시킬 수 없기 때문에 주로 유럽의 에너지 부문이 압박을 받고 있다 - 실제로도 러시아의 유럽에 대한 가스의 공급물량은 코로나 위기 이전 수준보다 이미 높은 상태이다. **우리의 중심 시나리오에서는 겨울철의 전력난을 상정하고 있지 않지만, 에너지 가격의 상승은 인플레이션 상승, 가계 소비, 기업이익 감소 및 생산성 하락을 통해 유럽의 경제성장률에 타격을 줄 것이다.**

텍사스 중질유(WTI)의 가격은 당분간 \$80 선에서 유지될 것이며, \$80-100의 가격대의 고유가 시대로 구조적 전환되고 있다고 판단하는 것은 시기상조이다. 왜냐하면, 미국의 석유 생산이 2022년 전반기에 점진적으로 회복될 것이기 때문이다. 두 번째로, 예상하지 못한 수요 급증에 대응하여 OECF+ 회원국들이 생산을 증대할 가능성이 크다. 유가에 대한 장악력이 약해지고 이에 대한 통제 불능의 상태가 되는 경우에는, OECF+ 그룹은 이에 대해서 대응할 가능성이 크다. 세 번째로, 석탄에서 가스/석유로의 전환이 장기적으로는 이러한 시장을 떠받칠 것이라는 사실에도 불구하고, 경제성장이 이전 추이의 수준에서 낮아져 둔화됨에 따라 수요에서 경기사이클이 주는 기여가 2022년에는 줄어들 것이다. **이에 따라, 미국 에너지관리청(EIA)의 공식 전망과 마찬가지로, 우리는 유가가 2022년 말까지 \$80 이하로 떨어질 것으로 예상한다.**

현재의 공급압박은 인플레이션으로 전가되는 방식으로 경제 성장에 영향을 미칠 수 있지만, 장기적인 고유가로의 전환될 가능성은 당분간은 낮은 것으로 보인다.

### 천연가스: 공급부족/공급초과 (2020년 ~ 2021년)



Source: IEA = International Energy Agency; APAC includes China, Eurasia includes Russia, North America includes US numbers. Chart shows increase/decrease in production minus increase in demand from 2020 to 2021

EIA = 미국 에너지관리청.<sup>1</sup> 겨울철, 수요 증가, <sup>2</sup> OPEC+ 및 미국

멀티어셋

리스크 증가 및 강력한 기업이익을 감안하여  
중립적 포지션을 유지할 것



Matteo GERMANO,  
Head of Multi-Asset

우리는 위험자산에 대해  
중립적 포지션이고  
전반적으로 적절히 분산된  
투자를 추구하며, 주식에서  
균형 잡힌 견지를 유지하고  
가치주 종목을 선호하면서  
가격결정력이 제한적인  
종목은 피한다

경제성장은 계속 견조할 것이지만, 생산능력의 제약의 형태로 부상하고 있는 리스크가 존재하고, 이는 봉쇄조치로 인한 기저효과와 최근의 CPI 데이터와 결합되어 2022년 전반기에 대한 인플레이션 내러티브를 강화시키고 있다. 또한 중앙은행들에 대해서도 관련된 대응을 시행하라는 압박을 가하고 있으며, 11월 통화정책회의에서 테이퍼링을 발표할 가능성이 매우 높고 이와 관련된 신호를 낼 것이다. 반면에, 리스크 분위기는 팬데믹 상황이 개선됨에 따라 여전히 건설적이고 경기사이클 친화적이다. 핵심 수익률에서 일부 상향 움직임을 중국의 경기둔화에도 불구하고 금융조건은 완화적이다. 따라서, 투자자는 위험자산에 중립적 포지션을 유지하고 인내하면서도 액티브한 접근방식을 취해야 하며, 헤지를 유지하면서 더 나은 기회를 기다려야 할 것이다.

투자확신감이 높은 아이디어

주식 밸류에이션은 현재 낮은 금리에 의존하고 있으며, 이로 인해서 펀더멘탈과 부합되는 매력적인 수준의 가격으로 제안되는 '저점매수' 모드의 유지가 가능하게 되었다. 따라서, 선진국과 신흥국에 대해서 중립에 근접하는 포지션을 유지하는 반면에, 포워드 가이던스를 이해하고 가격결정력을 보유한 회사를 파악하기 위해서 분기별 실적발표에 포커스를 둔다. 현재 시장의 기업이익 기대성장률은 경제 데이터 서프라이즈와 분리되어 있다. 투입비용 상승에서 비롯된 마진 압박, 타이트한 노동시장, 공급 병목현상을 고려할 때에 이는 중요한 사안이다. 또한, 우리는 긍정적인 요인들과 그렇게 긍정적이지는 않은 요인들(스태그플레이션, 테이퍼링, 실질금리 상승, 중국의 경기약세) 사이에서 균형을 잡고 있다.

10년물 미국 재무성증권에 대한 우리의 기존 방어적인 견지는 유지되지만, 높은 채무와 인플레이션에도 불구하고 펀더멘탈이 수익률 상승을 가리키고 있기 때문에 이 종목은 전술적으로 관리되고 있다. 재정적자가 호전되는 상황에도 불구하고 2022년 미국 재무성증권 공급은 높게 유지될 것이며, 이는 우리의 견지를 추가적으로 뒷받침하게 될 것이다. 우리는 수익률의 최근 상승에도 불구하고 추가적으로 상승할 여지와 수익률곡선은 스티프팅하게 될 것이라고 믿지만, 그 움직임을 면밀하게 모니터링하고 있다.

UK 곡선의 스티프닝의 이유가 리플레이션에서 스태그플레이션으로 변경되었음에도 불구하고 우리는 UK 곡선이 스티프닝 된다는 기존 견해를

고수한다. 또한, 매력적인 캐리, 이탈리아 성장률의 잠재적인 경제 서프라이즈, 「차세대 유럽연합」(NGEU) 기금의 추동력 등을 감안하여 우리는 독일국채(Bund)에 대비한 이탈리아 국채(BTP)에 건설적 포지션을 유지한다.

선진국 국채의 수익률이 상승하는 시기에 중국국채는 글로벌 포트폴리오에서 강력한 분산투자처이다. 미국 재무성증권과는 달리, 중국국채의 수익률은 향후 6개월 동안에는 중국인민은행(PBoC)의 떠받침을 받아서 안정적으로 유지될 것이다. 하지만, 보다 광범위한 신흥국 채권지수(EMBI)에 대해서 우리는 중립적 포지션을 유지한다.

펀더멘탈의 향상, 긍정적인 기술적 요인, 단기금리의 고착을 유지시키려는 중앙은행의 정책이라는 관점에서 유럽 IG와 HY에서 수익 추구가 계속될 것이다. 채무불이행률(부도율)의 감소 추이, 악성채권비율의 개선, 우호적인 금융조건을 감안하여, 흥미롭게도 우리는 후순위채권과 하이일드가 매력적인 크레딧 세그먼트에 포함되어야 한다고 믿고 있다.

FX는 매력적인 상대적 가치 플레이를 제공한다. 예를 들면, 글로벌 경제성장의 안정화와 연준의 정책 정상화는 USD에 긍정적으로 작동하고 있으며, 투자자에게 USD/JPY 상승에서 혜택을 받을 수 있는 기회를 제공하고 있다. NOK는 변동성 증가로 인해 어려움을 겪을 수 있기 때문에 우리는 NOK에 대비한 EUR에 더 이상 부정적인 포지션을 취하지 않는다. 우리는 FX 캐리 트레이드 GBP/CHF 에 대한 기존 견해를 유지하며, GBP/EUR에 대한 신중한 견지를 취한다. 미국 달러화와 관련해서는, 미국과 유럽연합에 대비한 영국의 지정학적 고립 및 현재의 에너지 위기로 인해서 GBP는 압박을 받을 수 있다. 따라서, 우리는 GBP/USD에 이제 방어적 포지션을 취한다. 신흥국의 경우, 우리는 IDR이 이제 중국 경기둔화에서 비롯된 리스크오프 시장분위기에 영향을 받을 수 있다고 믿고 있다. 하지만, 우리는 EUR에 대비한 KRW와 CNH에 대한 기존의 긍정적인 견지 및 RUB/EUR에 대한 기존의 긍정적인 견지를 유지한다.

리스크 및 헤징

인플레이션에서 비롯된 비용 상승의 압박은 마진과 주가수익률(P/E ratio)에 잠재적으로 영향을 줄 수 있으며, 이는 높은 영향력을 가진 리스크로 파악되고 잠재적으로 가격에도 영향을 미친다. 이에 따라, 투자자는 주식 익스포저를 보호하는 수단을 유지해야 한다고 권고된다.

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

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

(GB = 중국국채, EM = 신흥국 시장, PBoC = 중국인민은행, FX = 외환, IG = 투자등급, HY = 하이일드, CB = 중앙은행, BTP = 이탈리아 국채, EMBI = 신흥국 채권지수)

채권

크레딧 선별을 통한  
인플레이션 연동의 수익성 확보



Amaury D'ORSAY,  
Head of Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,  
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,  
CIO of US Investment Management

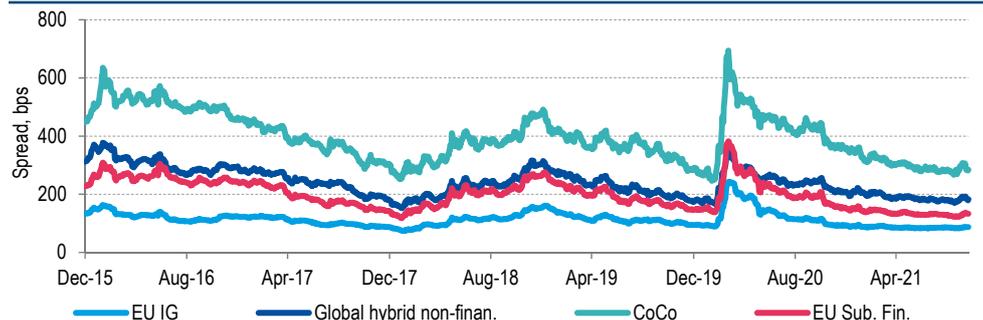
건전한 기업의 회사채는 더욱 비싸질 것이고 저우량 회사채 종목은 더 싸질 것이기 때문에 크레딧에서 차별화가 더욱 커질 것이다. 따라서, 선별 및 고유 스토리 파악의 필요성이 높다

코로나 위기에 대한 재정적 대응책과 경제 재개와 결합되어 악화된 높은 채무 수준과, 공급 부족, 인구구성 변화 등이 인플레이션을 끌어올리고 있다. 금융억압(시장 금리보다 낮은 수익률의 국채 발행)은 인플레이션이 통제될 때에는 의도된 기능으로 작동할 수 있지만, 금융억압은 인플레이션이 상승하는 현 시점에서는 자산가치에 문제가 될 수도 있다. 저금리를 유지하고 있는 일부 중앙은행조차도 인플레이션이 일시적이지 않다는 사실을 인정하고 있다. 우리는 연준(Fed)과 유럽중앙은행(ECB)이 테이퍼링을 시행하지만 보다 극단적인 조치는 자제할 것으로 생각하지만, 두 중앙은행 사이에서는 언박자 정책이 나올 수도 있다. 지금은 전반적으로 유동성은 높게 유지되고 있다. 최근의 수익률에서 방향 움직임에도 불구하고 듀레이션에 대한 긍정적인 견지는 피하고 액티브한 포지션을 취해야 할 것이다. 크레딧의 경우, 후순위채권과 신흥국 채권에 적절한 실질수익성을 제공하지만, 투자자는 레버리지에 유념하고 타이트한 벨류에이션을 감안하여 투자 케이스에 대한 면밀한 조사를 증가시켜야 할 것이다.

글로벌 및 유럽 채권(fixed income)

우리는 미국 국채, 유럽 핵심국/주변핵심국 국채, 영국 국채의 듀레이션에 대해 신중하면서도 액티브한 포지션을 유지하지만, 중국 국채에는 긍정적 포지션을 취한다. 우리는 이제 호주 국채의 플래트닝에 대비하여 캐나다 국채에서 스티프닝 잠재력이 있다고 보고 있다. 유럽 주변국 국채의 경우, 기존의 긍정적 견해가 유지(경미한 조정 동반)되며 이탈리아 국채는 리스크/보상의 양호한 절충을 제공한다. 크레딧의 경우, 펀더멘탈 매트릭스는 그 속도는 비록 느려졌지만 계속 향상되고 있고, 우리는 악성채권비율이나 채무불이행률(부도율)이 상승되지 않고 캐리는 적절하게 유지되는 것으로 파악한다. 투자자는 가격 인상을 소비자에게 전가시킬 수 있는 기업을 파악하기 위해 선별성을 증가시켜야 할 것이다. 하지만, 장기 채권(듀레이션 리스크)에는 신중한 포지션이며, 단기장기의 채권에 포커스를 둔다. 우리는 낮은 등급의 종목에 건설적인 포지션이지만, 이를 스프레드 압착의 카드를 플레이함에 있어서 부가적인 수익률의 잠재력과 균형을 맞추고 있으며, HY와 IG에서는 후순위금융체에 건설적이다. 탄소 강도와 ESG 성과는 주목해야 할 핵심적 요인이다. 에너지 위기는 탄소중립을 2050년까지 달성하려면 탄소 저질약 기술에 대한 투자가 강화되어야 한다는 우리의 견해를 재확인시켜 주고 있다.

스프레드는 타이트하게 유지되고 있지만, 선별적인 기회가 존재한다



Source: Amundi, Bloomberg, as of 20 October 2021

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

미국 채권(fixed income)

우리는 인플레이션이 글로벌적인 장기적 현상이며, 이는 미국 내의 경제활동참가율 저하, 중국의 출산율 하락, 노동인력 부족에 의해 견인되었다고 믿고 있다. 이러한 환경에서, 시장은 현재 관망 모드를 유지하고 있지만 핵심 수익률은 결국에는 상승 움직임이 될 것이다. 우리는 미국의 높은 채무 수준을 감안하여 재무성증권에 회의적이지만 유연한 포지션을 유지하며, 명목금리와 실질금리의 변동경로를 추적하고 모니터링 한다. 이와는 반대로, 우리는 물가연동국채(TIPS)에는 건설적인 포지션이지만, 그 벨류에이션과 제한적인 상승 잠재력을 주시하고 있다. 크레딧 펀더멘탈은 우호적이며, 우리는 투자자에게 포트폴리오 베타와 롱듀레이션 IG에 대한 익스포저를 제한하기 위해 매우 선별적으로 되어야 한다고 권고한다. 스프레드가 올해 이미 압착되었다는 사실을 감안하여, 우리는 고유리스크에 포커스를 둔다. 소비자 소득이 강세를 유지하고 있음을 감안하여 증권화된 크레딧(주택저당증권(RMBS)와 소비자 크레딧)은 상대적으로 매력적이다. 전반적으로, 우리는 주택 부문에 대해 경계 태세를 유지하고 비주택저당증권에서 선별적으로 가치가 존재한다고 파악하고 있다.

신흥국 채권

신흥국과 미국 사이의 경제성장률의 차이는 신흥국에 유리한 방향으로 움직이고 있는 반면에, 공급 측면의 병목현상과 높은 에너지 가격이 지속되고 있다. 따라서, 투자자는 중앙은행이 인플레이션을 관리하기 위해 조치를 취하고 있는 국가들(남미 및 러시아)을 살펴봐야 하며, 중앙은행이 이러한 조치를 하지 않는 국가들은 피해야 할 것이다. 세 번째 카테고리는 중국으로, 단기적인 약세를 보이고 있지만 선별적인 장기적인 기회는 유지되고 있다. 현지화표시 채권에 대한 우리의 투자확신감은 러시아와 같은 국가에 있다. 경화표시 채권의 경우, 우리는 IG에 대비한 HY에 대한 기존의 선호도를 유지하며, 신흥국 회사채에 대해서도 마찬가지이다.

FX

우리는 미국 달러화의 투자안전처의 지위를 감안하여 이 통화에 대해 단기적으로 건설적 견해를 유지하지만, 컨센서스 견해로서 이와 관련된 요인들을 주시하고 있다. 신흥국 FX의 경우, 우리는 선별적으로 (RUB, INR, MXN)에 긍정적인 포지션이지만, 연준의 분위기가 변화하면 이러한 기조가 변경될 수도 있을 것이다. 우리는 특히 CNY에 대해서 경계 태세를 유지한다.

주식

시장을 테스트하고 있는 에너지 위기



**Kasper ELMGREEN,**  
Head of Equities



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



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

비용 상승을 소비자에게 전가할 수 없고 이로 인해 주가에 영향을 받는 기업들과 달리, 가격을 인상할 수 있고 마진을 보존할 수 있는 기업들에 시장은 수혜를 줄 것이다

종합적 평가

현재의 시장에서 핵심 이슈는 인플레이션과 기업들이 여기에서 비롯된 마진에 대한 압박을 견딜 수 있는지의 여부이다. 기업은 물론 가계에도 영향을 주고 있는 에너지 가격 폭등의 관점에서는 더욱 그러하다. 우리는 유럽에서 현재의 상황이 장기적으로는 에너지 전환을 가속화시킬 것이라고 믿고 있다. 반면에, 일부 분야의 밸류에이션은 비싼 것으로 보이며, 이로 인해 높은 인플레이션과 금리 상승에 당면하여 이러한 기업들의 지속가능성에 의문이 제기된다. 투자자의 관점에서 살펴보는 경우, 우리는 이러한 요인들로 인한 결과가 광범위하기 때문에 투자자는 펀더멘탈(기업이익의 퀄리티와 성장성)에 우선순위를 두는 철저한 선별 프로세스를 유지하고 우량한 가치주를 선호하는 로테이션에 플레이하는 것을 모색해야 할 것이다.

유럽 주식

우리는 통화정책 정상화와 경제 재개에 대한 틸팅을 가지면서 균형 잡힌 견지를 유지하고, 이러한 견해를 산업주의 우량한 경기민감주와 금융주(가치주)를 결합하는 바벨형 접근법을 통해서 이행한다. 여기에서 경제 재개가 시장에서 가격에 완전하게 반영되지는 않았으며, 이에 따라 밸류에이션이 선별적으로 매력적이다. 반면에, 소비자 부문과 에너지 부문의 상황은 혼재된 상태인 것으로 보인다. 후자의 경우, 우리는 최근의 강력한 가격 상승으로 인해 우리의 견해에서 신중한 포지션이 증가되었으며, 분기별 기업실적 발표를 통해서 그 해답을 모색하고 있고, 특히 더욱 광범위한 그린 에너지 지형의 그린 투자에 대한 영향이라는 측면에서 더욱 그러하다. 우리는 청정에너지 투자에 유의미한 영향을 주고 촉진할 수 있는 ESG 향상 기업 접근법(ESG improver approach)을 바탕으로 에너지 부문에 투자해야 할 필요성이 있다고 생각한다. 바벨형의 다른 끝에 대해서 우리는 의료건강 및 이동통신 부문의 매력적인 경기방어주를 보유하고 있다. 전반적으로, 우리는 강력한 리스크/보상 제공하는 기회를 모색하고 비싼 성장주 종목은 피한다.

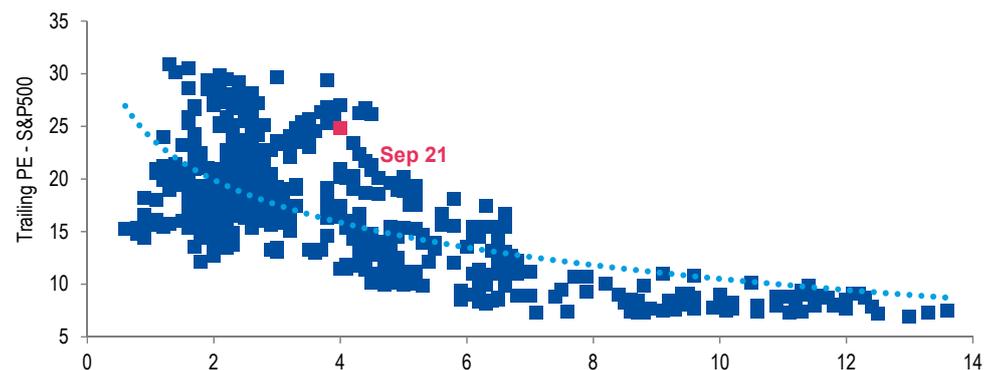
미국 주식

인플레이션은 향후 수분기 내에 고점을 찍더라도 주식 밸류에이션에 영향을 줄 가능성이 크며, 이는 투자자가 물가 상승에서 포트폴리오를 보호해야 할 필요성을 부각시킨다. 기저효과와 에너지 가격 상승과 더불어서 인플레이션을 끌어 올리는 핵심적 측면은 노동자의 임금 인상이며, 이는 이미 상당한 시간동안 진행되어 왔다(인구구성의 변화, 탈글로벌화, 중국). 우리는 가치주가 인플레이션에 견고한 포트폴리오에 기회를 제공한다고 믿고 있지만, 이러한 가치주에는 강력한 선별이 필요하다. 에너지주와 금융주는 일부 흥미로운 가치를 제시하고 있다. 투자자로서 우리는 에너지 생산에서 석탄과 석유의 퇴출에 공격적인 반면에, 우리의 자본은 이러한 움직임으로부터 혜택을 받는 과정에서 이러한 전환을 지원할 기업들에게로 치우쳐 져야 한다. 우리는 이것이 2050년까지 탄소배출량 중립을 달성할 수 있는 유일한 해결책이라고 생각한다. 이와 더불어서, 우리는 자사주매입과 주식배당을 통해 주주들에 대한 보상에 적극적인 금융주, 특히 은행주를 살펴보고 있다. 반면에, 우리는 물류 및 투입가격 리스크의 상승으로 영향을 받는 글로벌 부문의 경기민감주는 줄이고 있다. 우리는 비싼 성장주는 피하고 부실한 가치주는 피하지만, 상대적 가치에 포커스를 둔다.

신중국 주식

매력적인 상대적 밸류에이션과 코로나바이러스 영향의 감소는 신중국 주식을 떠받치는 중요한 요인이다. 하지만, 중국의 단기적인 경기 약세 및 (특히 남미 국가에서) 고유리스크 스토리와 같은 일부 리스크가 부상되고 있다 우리의 주요 투자확신감이 있는 국가는 러시아(에너지 및 원자재 수출국)와 인도(중국 상황에서 혜택을 받게 되는 내수 소비)인 반면에, 부문 수준에서는 경기소비재 및 통신 서비스 부문이 선호되고, 성장주에 대비하여 가치주/경기민감주를 증가시키는 선호도가 유지된다.

높은 인플레이션은 높은 밸류에이션의 적합성에 의문을 제기할 수 있다



Source: Amundi, Bloomberg, as of 20 October 2021. P/E ratio for S&P 500 Index

Core CPI YoY

글로벌 테마 견해



Didier BOROWSKI,  
Head of Global Views



Pierre BLANCHET,  
Head of Investment Intelligence

통화정책은 금융억압  
삼각형에서 단지 하나의 각에  
불과하다

### 금융억압의 삼각형

실질금리가 마이너스이고 명목금리는 매우 낮기 때문에, 금융억압의 국면에 진입하고 있다는 아이디어가 정기적으로 계속 전면에 등장하고 있다. 연준은 테이퍼링과 더불어서 통화정책을 정상화하기 시작했고, 투자자는 미국 재무성증권 수익률이 상승하는 것이 단지 일시적인 현상이라고 믿을 수도 있다. 실제로도, 우리는 15년전의 글로벌 금융위기 바로 직후에 금융억압의 레짐으로 진입했으며, 이러한 레짐의 강도는 코로나19와 기후 위기의 맥락에서 상승했다고 믿고 있다. 금융억압은 실질적으로는 통화정책의 기능 뿐만이 아니라 규제와 정부 통제를 포함하며, 이는 움직이는 무게중심을 가진 삼각형을 형성한다. 원활한 에너지 전이를 확보하기 위한 합리적인 정책인 것으로 보인다.

금융억압(financial repression)은 일반적으로 정부의 자금조달 비용을 줄이고 종국적으로는 공공부채를 감소시키기 위해 설계된 금리에 대한 제도적인 제약으로 설명된다. “억압”이라는 용어는 이와 관련된 제약조치들이 채권시장을 왜곡시켜서 국채 금리를 자유로운 금리시장보다 이루어지는 것보다 더 낮게 만들어 정부의 자금조달의 통로로 만든다는 사실에서 비롯된다. 재정정책을 위한 자금조달 비용을 낮춘다는 것은 저축자와 투자자의 수익성을 저하시킴을 의미한다.

#### 금융억압의 삼각형

금융억압으로 이어지는 조치들은 일반적으로는 중앙은행의 정책(양적완화, 낮거나 마이너스의 정책금리)과 주로 연관된 것으로 보이며, 이는 가장 눈에 잘 드러나는 부분이기 때문이다. **금융억압은 실질적으로는 통화정책, 금융규제 및 정부조치라는 세 개의 각을 가진 삼각형으로 정의될 수 있다.** 두 번째 각인 규제는 국채를 매수하고 보유해야 할 의무를 가진 엄매인 투자자 기반(주로 기관투자자)을 확보하기 때문에, 매우 중요한 역할을 한다. 예를 들면, 은행과 보험회사를 대상으로 하는 건전성 정책의 변경은 형편 없거나 마이너스의 수익성에도 불구하고 해당 금융사가 국채 보유량을 늘리도록 인센티브를 부여하고 있다. 자본 및 지급준비금 요건, 유동성 비율 및 레버리지 비율 등이 금융억압을 유발하는 대표적인 규제적인 제약이다. 금융억압 삼각형의 세 번째 각은 금융 흐름에 대한 정부의 직접적인 통제이며, 여기에서는 금리 상한선 부여, 금융 수익률 설정, 투자 강제 요건화 등이 이루어진다. 은행 부문에서 국가에

대한 직접 대출과 자본이동의 제약도 과거에 있었던 또 다른 예이다.

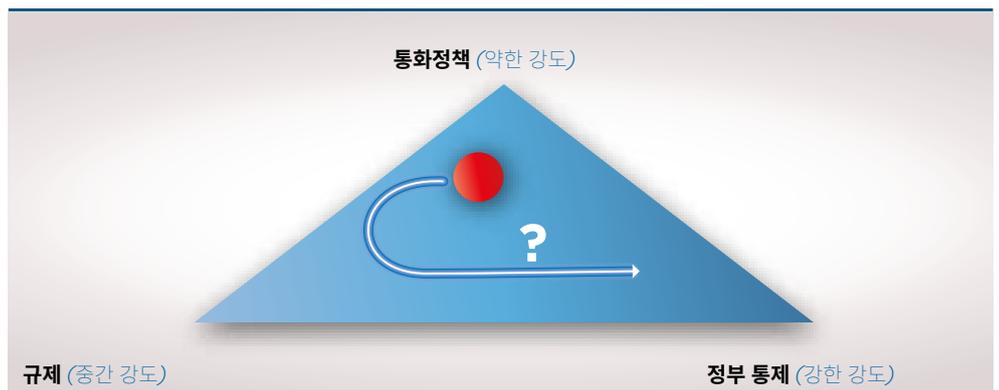
**세 개의 이러한 각은 그 강도와 효율성이 다르며, 그 영향력도 역시 다르다. 통화정책은** 약한 강도로 **규제**는 약한 강도와 강한 강도의 중간 정도로 간주될 수 있는 반면에 **정부 통제**는 그 정의상 강한 강도를 지니고 있다. 게다가, 금융억압은 반복적 메커니즘이 아니다. 서로 다른 시점에 각종 강도와 영향력으로 각각의 각에서 “켜기” 또는 “끄기”가 이루어질 수 있다. 오늘날 대부분의 선진국 경제에서 통화정책과 규제는 “켜기” 상태인 반면에, 정부 통제는 대체적으로 “끄기” 상태이다. **각각의 세 가지 각은 자체적으로 시행에 대한 그 근거를 가지고 있으며, 컨센서스에 의해 양호하거나 적어도 합리적인 선택인 것으로 여겨진다**(예를 들면, 양적완화는 긍정적인 것으로 간주됨). 금융억압의 역동성은 위기에 의해 생성된다. 따라서, 이는 금융적/경제적 위기의 사건이 발생한 이후에 이러한 삼각형에서 하나 또는 그 이상의 각이 “켜기” 상태로 전환되거나 부각된다. 따라서, 금융억압은 하나의 수준에서 정의되지 않아야 하며, 이러한 삼각형의 무게중심으로 정의되어야 한다.

#### “금융억압”: 정확한 개념을 표현하지 못하는 잘못된 단어 선택

금융억압은 2차 세계대전 이후에 유럽과 미국에서 공공부채를 관리하고 GDP에 대비하여 적절한 수준으로 감소시키기 위해서 광범위하게 사용되어 왔다<sup>1</sup>. 1980년대의 개혁을 통해서 금융시장과 은행부문에 대한 제약들이 제거되었다.

<sup>1</sup> The Liquidation of Government Debt, Carmen Reinhart and Belen Sbrancia, IMF Working Paper 2015

#### 1/ 금융억압은 삼각형의 무게중심에 위치한다



글로벌 테마 견해

통화정책과 규제만으로도  
경제의 탈탄소화에 대한  
투자를 유도하는 데에 충분할  
것이다

금융억압은 금융 자유화의 반대의 개념으로 1970  
년대에 그 용어가 만들어졌으며<sup>2</sup>, 모든 사람들이  
자유를 갈망하기 때문에 이에 따라 부정적인 함의를  
가지게 되었다. “억압”이라는 단어는 자유주의  
신조와 탈규제에서 기대되는 긍정적인 결과를  
나타내기 위해 사용되었다. 금융부문에 대한 제약이  
저축과 투자를 저해하고 금융 중개기업의 역량을  
제한하며 자본을 효율적으로 분배하지 못한다는  
것이 주된 주장이었다(그리고 여전히 이렇게  
주장된다). 금융억압은 장기적으로는 최적이지 아닌  
자본배분으로 이어지고 잠재성장률을 낮출 수 있다.

금융시장의 자율규제는 분명한 실패였기 때문에  
글로벌 금융위기는 규제, 감독, 통제에 대한  
아이디어의 유용성을 복귀시켰다. 유로통화권  
위기와 더불어, 공공부채의 지속가능성을  
유지하고 유로통화권의 파편화를 피하기 위해  
금리를 낮게 유지해야 할 필요성이 부상했다.  
주요한 위기가 발생하고 유래가 없는 소득불평등을  
낳은 30여년 동안의 금융자유화를 누린 이후에 10  
년전부터 금융억압이 다시 시작되었다.

코로나19와 기후변화는 역사적으로 높은 글로벌  
공공부채와 민간부채, 탈글로벌화 및 지속 가능하지  
않은 부의 불균형이라는 환경에서 새로운 과제를  
제시하고 있다. 따라서 금융억압의 개념이 다시  
어젠다로 되돌아왔다<sup>3</sup>. 에너지 전환에 자금을  
조달시키고 주요 지역들에서 산업적 자율성을  
재구축에 대한 필요성이 최우선시 되었지만,

여기에는 많은 자본과 장기간의 투자가 필요하다.  
우리는 “억압”이 후퇴하는 것이 아니라 ,  
탈탄소화의 달성을 위해 자본을 조달할 필요성이  
매우 중요할 것이기 때문에 규제의 각은 강화되고  
정부 통제의 각은 커지는 상태로 전환되면서 오히려  
실질적으로 더 심해질 것이라고 믿고 있다. 이러한  
“억압”은 저축수익률에 대비한 탄소중립이라는  
더 높은 목적을 달성하기 위해 부정적이지 않고  
긍정적으로 보일 가능성이 크다. 따라서, 우리는  
금리는 명목성장률에 대비하여 상대적으로 낮게  
장기간 동안 유지될 것이라고 가정한다.

에너지 전환을 위한 자금의 조달

금융억압은 인플레이션과 결합될 때 그 효과가 더  
커지며, 이러한 경우에 인플레이션 자체는 과잉적인  
통화량 증가, 확장적인 재정정책이나 민간부문의  
레버리지 과잉, 임금 급등, 공급 부족 등의 결과일  
수 있다. 이러한 요인들이 통화정책 및 규제라는 두  
개의 각과 결합되면 탈탄소화로의 효과적인 전환을  
담보하기에 충분할 것이다. 하지만, 정부가 직접  
관여하는 강도가 높은 버전의 금융억압도 배제될  
수는 없다. 정부가 직접 관여하는 금융억압에는  
시장혼란이 동반될 수 있으며, 이를 정당화하고  
실제로 이행하기 위해서는 또 다른 위기가 필요할  
수도 있다.

2021-10-18 작성 완료

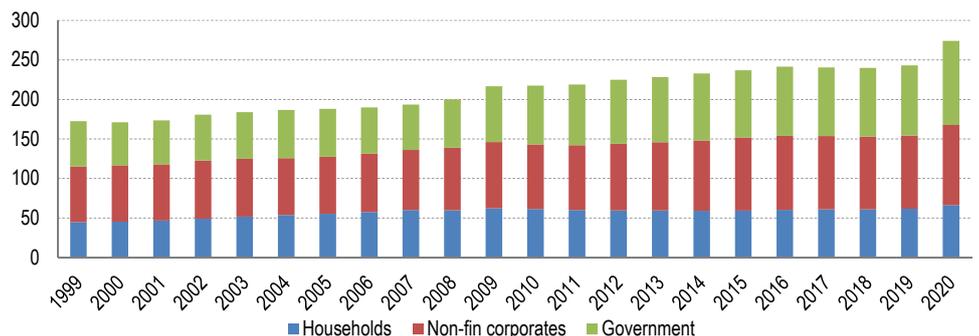
<sup>2</sup> Shaw, Edward S. *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press, 1973.  
McKinnon, Ronald I. *Money and Capital in Economic Development*. Brookings Institution, 1973  
<sup>3</sup> *Financial Repression is Knocking at the Door, Again*. Jafarov, Maino, Pani. IMF Working Paper 2019

2/ 마이너스 수익률 채권 (단위: 10억 USD)



Source: Bloomberg, Amundi Research, Data as October 2021  
Bloomberg Global Agg Negative Yielding Debt Market Value (USD bn)

3/ 글로벌 부채 (GDP의 %)



Source: Amundi Research, Data as of October 2021

CROSS ASSET 디스패치: 시장 변곡점 감지하기

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

● ● ● 경제적 배경

- 여름 동안에 강력한 확장세를 보였던 경제성장률은 약간의 둔화는 있겠지만 견고하게 유지될 것으로 보이며, 이는 경제가 코로나19 이전 수준으로 회복됨에 따라 고차 주기 및 소프트 데이터의 점진적인 안정화를 통해서도 나타나고 있다. 컨센서스는 하향 조정을 계속하고 있고, 잠재적인 상방 반전이라는 일부 매우 온건한 징후가 나타남에도 불구하고 경기서프라이즈는 부정적으로 유지되고 있다.
- 3분기말의 둔화 조짐을 겪었던 미국의 경제활동은 고차 주기 및 소프트 데이터에서 나타난 점진적 향상에 부합하는 방식으로 4분기에는 상승할 것으로 예상된다. 하드 데이터와 소프트 데이터에서 보이는 점진적인 상방 반전에도 불구하고 경기서프라이즈(CESI) 지수는 여전히 부정적인 영역에서 유지되고 있다. 컨센서스는 하방 추이의 경제성장률을 계속하여 전망하고 있지만, 아직은 긍정적인 영역에서 유지되고 있다.

● ● ● 펀더멘탈 및 밸류에이션

- 멀티플과 보다 일반적으로는 밸류에이션이 이번 분기의 기업실적 발표에서 테스트되고 있으며, 이를 통해 마진 감소에 대한 우려와 내년의 포워드 가이드스를 확인할 수 있을 것이다. 일반적으로, 대부분의 주식시장은 비싼 영역에 있고 긍정적인 성장률 기대감을 반영하고 있다. 분기별 기업실적 발표가 실망스러운 것으로 나온다면, 주가가 조정의 가능성이 크다.
- 중앙은행의 유동성 주입은 시장에서 여전히 높은 수준으로 필요하다는 주장은 견고하게 유지되지만, 테이퍼링의 개시는 투자자의 시장안주를 잠식할 것이다.



중립적 + 자산배분

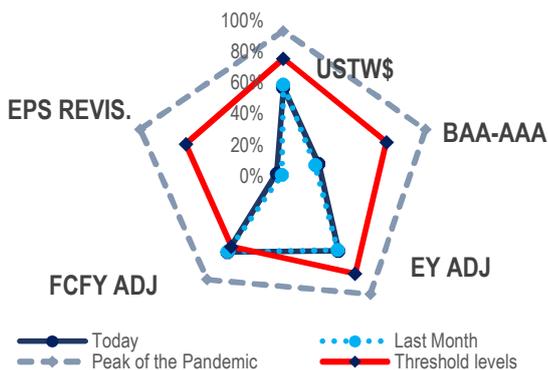
● ● ● 기술적 요인

- 우리는 지난 달과 마찬가지로 여전히 혼재된 환경으로 파악하고 있다.
- 역행투자 매트릭스(contrarian metrics)는 지난 달 몇몇의 시장은 (RSI를 살펴보는 경우) 과잉매도 수준에 접근했다고 나타내고 있으며, 그 수치는 비록 악화되었지만 10월에서 크게 변화하지는 않았다. RSI는 상승의 움직임을 보였지만, 과잉매수 수준에는 전혀 미치지 않는 상태를 유지하고 있다.
- 반면에, 대부분의 위험자산에서 모멘텀을 구축하는 데에 어려움이 있으며, 이는 불확실성의 상승과 다음 국면에 대한 낮은 가시성의 영향인 것으로 보인다.
- 기술적 요인은 본 분석을 작성하는 시점을 기준으로 방향성 바이어스가 부재한 혼재된 상태를 유지한다.

● ● ● 시장분위기

- 한 편으로는, 우리는 경제성장률 인식과 관련하여 어떠한 요인들도 크게 개선되지 않았다는 사실은 인정하지만, 다른 편으로는 대부분의 리스크 분위기 매트릭스는 여전히 상당히 경고한 형태를 띠고 있다는 사실도 계속 파악되고 있다.
- 우려의 수준이 계속 높아지고 있음에도 불구하고, 우리는 시장의 리스크 분위기가 온건하게 건설적이라는 견지를 고수한다. 금융조건은 대다수의 지역에서 완화적으로 유지되고 있는 반면에, ESP 예상 수정은 약간 악화되고 있지만 여전히 USD와 경기서프라이즈의 하락을 보상하는 것 이상 수준으로 반영되고 있다.
- 기관투자자들은 주식과 원자재에 확연한 리스크온 역동성을 여전히 가지면서 긍정적인 리스크 태도를 계속 보여주고 있다.

여전히 부양적인 Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST)



CAST 리스크 인식은 구조적인 리스크의 증가를 보여주지 못했다. EPS 수정이 누그러지기 시작(부정적인 데이터 서프라이즈로 그 격차를 줄임)했지만, 중앙은행들은 여전히 신용리스크 프리미엄을 낮게 유지하고 있고 USD 모멘텀이 경미하게 낮아졌다. 전반적으로, 우리에게 구조적 리스크 저감(structural de-risking)이 필요하다는 증거는 부족하지만, 다음 국면에 대한 가시성은 계속 악화되고 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 확산 수준과 더불어서 시장의 스트레스 조건을 예측하는 하나의 지수로 통합된다. 이 오각형은 5개의 전초징후를 시각화하며, 여기에서 적색 선은 경고 임계점을 나타낸다. 적색 선 위의 거리가 클 수록 리스크 인식이 높으며, 결국에는 방어적인 자산배분에 근접하도록 움직임 필요성이 높게 된다.

## 글로벌 리서치 클립

### 1 에너지 위기는 일시적일 것이다

- 천연가스 가격이 급등했으며, 이는 글로벌 원자재 인플레이션에 기여했다.
- 중국과 유럽은 가장 커다란 수요/생산의 불균형을 겪고 있다.
- 천연가스 가격은 급상승에도 불구하고 완전하게 통제를 벗어난 상태는 아니며, 전세계에서 궁극적으로는 천연가스의 공급 순과잉이 될 것으로 예상되기 때문에 천연가스의 공급흐름은 유럽과 아시아의 수입물량의 재조정이 나타날 것이다.

#### 투자 중요 함의:

- 중심 시나리오: 유럽과 중국에서 이번 겨울에 전력난이 있지는 않겠지만, 에너지 관련 압박은 지속될 것이다.

### 2 중국 경제성장률 예측의 하향 조정 및 신흥국 국가에 대한 영향

- 예상보다 약세로 나타난 3분기 GDP는 6개월 기간을 기준으로 긍정적이기보다는 보다 부정적인 촉발요인이 된다.
- 주택시장의 둔화와 탈탄소를 위한 생산감축으로 인해 우리는 중국 경제성장률 예측을 다시 하향 조정하였으며 경제성장률이 2021년 4분기에 기존의 추이로 회복될 것이라고 더 이상 예상하지 않는다.
- 코로나바이러스 무관용정책으로 인해 서비스 소비가 커다란 타격을 입었기 때문에 소비자물가지수(CPI) 인플레이션 압박은 침체된 상태를 유지하고 있다.

#### 투자 중요 함의:

- 중국의 경기둔화는 교역과 원자재 수출을 가장 많이 하고 있는 칠레와 페루에 가장 큰 영향을 줄 것이다.

### 3 신흥국 중단기 경제적 배경 현황

- CEMII가 추적되는 경기모멘텀은 신흥국 컴포넌트(특히 중국)에 의해 견인하여 예상보다 더욱 크게 악화되었다.
- 인플레이션은 영구적 특성이 더욱 높아졌으며, 이는 통화정책과 명목금리(및 실질금리)에 압박을 가하고 있다.
- 중기적/장기적인 경제적 배경: 무전형적인 통화정책 정상화: 잠재성장률에 근접하는 경제성장률 및 지난 10년에 가장 높은 인플레이션.

#### 투자 중요 함의:

- 단기적으로는 이러한 상황은 위험자산의 밸류에이션에 덜 우호적인 환경이며, 최근의 풀백(역주: 하락 돌파 후 다시 상승)에도 불구하고 시장은 이를 가격에 아직 반영하지 않았다.

### 4 G10 FX의 좁은 범위에서 트레이드

- 우리의 올해 말까지의 목표수치 대부분은 2021년 9월중에 달성되었으며, 경기민감국 통화는 우리가 이전에 예상했던 것보다 더 낮은 수준을 기록했다.
- 현재의 주요 FX 테마:

- 1) 통화정책의 분화는 낮은 수익률의 통화보다는 높은 수익률의 통화를 요구한다.
- 2) 글로벌 성장의 둔화는 캐리는 최고 퀄리티의 통화(예, USD)가 되어야할 필요성을 제시한다.
- 3) 리스크온/리스크오프 역동성은 이러한 움직임을 가속화시킬 가능성이 크다.
- 4) 분명한 방향성이 부재하다.

#### 투자 중요 함의:

- 분명한 방향성의 부재로 인해서 G10 FX를 좁은 범위에서 트레이드 하는 것은 USD가 낮은 수익률 통화에 대비하여 혜택을 받게 되고, 경기민감국 통화에 대비하여 안정화된다.

## 코로나19 현황 요약

Pierre BLANCHET, Head of Investment Intelligence

북반구가 겨울철로 접어들어 따라 코로나 확진자 수의 증가는 새로운 감염병 대확산에 대한 공포를 되살리고 있다. 중국에서는 비록 효과가 다소 떨어지는 백신이지만 대규모로 접종이 완료되었음에도 불구하고 확진자 발생이 늘어나고 있다. 서유럽의 경우, 프랑스와 독일을 포함한 여러 국가에서는, 비록 코로나 관련 사망자 수준은 제한적이지만, 주별 확진자 수의 증가가 나타나고 있다. 영국은 유럽 대륙 국가들보다 확진자 수는 3배 많고 중증환자 수는 8배 많게 나오는 특별한 추이를 나타내고 있다. 하지만, 중부유럽과 동부유럽과 관련된 주요한 우려는 백신접종 완료율이 낮게 유지되고 있고 감염율과 사망률이 전세계에서 가장 높은 지역이라는 사실이다. 루마니아, 불가리아, 몰도바는 이러한 새로운 대확산의 중심에 있는 국가들이며, 인구 100만명당 일일 사망자 수는 서유럽보다 10~15배 높다. 관계당국에 대한 신뢰 부족, 비효율적인 보건체계 및 정치적 불안정성이 높은 사망률로 전이되는 낮은 백신접종률(평균 20~30%)의 이유로 설명되고 있다. 신흥국들의 경우에는 세계보건기구(WHO)가 주도하는 코백스(Covax) 프로그램은 코로나바이러스의 확산을 제한시키기에 충분한 물량의 백신을 (아직까지는) 제공하지 못하고 있으며, 이는 선진국 경제에 더욱 큰 영향을 줄 수 있는 변종이 출현할 수도 있음을 의미한다.

AMUNDI 자산종목 견해

	자산종목	견해	1개월 변화	근거
주식 플랫폼	미국	=		연준이 지난 9월말에 테이퍼링에 대한 언급을 한 후에, 기대인플레이션과 채권수익률이 강세를 보였고 경제 재개는 이것의 상대적 성과를 재확인시켜 주고 있다. 하지만, 강력한 인플레이션 데이터로 인해 투자자는 물가 상승과 연방정부 부채의 상환선에서 비롯된 변동성에서 자신의 포트폴리오를 보호해야 할 필요성을 부각시켰으며, 세금 인상이 있을 수 있다는 사실도 유념해야 한다. 주식에 대해서는 전반적으로 중립적 포지션을 유지하지만, 밸류에이션이 높게 유지되고 있기 때문에 우리는 투자자가 포커스를 증가시켜야 한다고 믿고 있다.
	미국 가치주	+		핵심 수익률의 최근 상승은 인플레이션의 급등과 동반되었다. 우리는 가치주(금융주, 에너지주)는 인플레이션에 견고한 포트폴리오를 구성하는 강력한 방법이라고 믿고 있으며, 강력한 가격결정력을 보유하고 있는 퀄리티 기업일 경우에는 더욱 그러하다. 성장주에 대비한 가치주의 할인이 높은 상태이지만, 가치주의 장기적인 수익률은 종목 선정에 의해서 더욱 좌우될 것이다.
	미국 성장주	-		우리는 현재의 밸류에이션이 인플레이션 상승의 기대감 및 이에 따른 과잉적인 밸류에이션의 적합성에 의문을 제기하게 되는 (실질) 금리의 상승과는 부합하지 않는다고 생각한다. 이러한 측면에서 보면, 주가에서 낮은 할인율에 의존하고 있는 성장주는 변동성을 경험할 것이며, 이에 따라 방어적인 견지를 갖추어야 할 것이다.
	유럽	=		에너지 가격의 급등의 와중에도 유럽에서 경기회복은 계속되고 있지만, 일부 세그먼트의 밸류에이션은 극단적인 수준이며 기업들에게 비용 상승을 흡수하도록 압박을 주고 마진에 영향을 주는 인플레이션 상승도 이러한 극단적 밸류에이션은 정당화되지 않는다. 하지만, 높은 밸류에이션 분산율로 인해서 투자자는 선별에 우선순위를 두고 강력한 가격결정력을 통해 가격 압박을 견딜 수 있거나 현 단계에 발표된 기업실적을 넘어서는 지배적인 시장 포지션을 가진 가치주와 우량주들 모색해야 할 것이다.
	일본	=		일본은 더욱 경기민감적인 시장임을 감안하고 최근에 신규 확진자 수가 찾아들고 경제 재개가 진전됨에 따라 주식은 기업이익 캐치업에 의해 계속 뒷받침될 것이다. 엔화 약세는 이러한 추이를 추가적으로 떠받칠 것이다.
	신흥국 시장	=		우리는 신흥국에서 선별의 필요성이 높은 투자케이스라고 믿고 있으며, 신흥국들을 더 이상 '하나의 블록'으로 간주되지 않아야 할 것이다. 기업이익의 정상화와 백신접종 측면의 진전은 향후의 신흥국에 고무적인 상황을 만들어 주고 있지만, 일부 고위험도 존재하고 있다. 중국의 경우에 경제성장의 일부 약세와 잠재적인 규제강화 조치로 인해서 우리는 단기적으로는 신중한 포지션이지만, 중국은 균형이 잡히고 보다 질 높은 성장을 추구하기 때문에 장기적인 전망은 긍정적이다. 우리는 강력하게 수출이 증가하고 있는 러시아와 내수수요의 잠재력이 큰 인도와 같은 국가들을 선호한다.
채권 플랫폼	미국 국채	-		연방공개시장위원회(FOMC)의 9월 회의에서 연준의 테이퍼링 시행과 관련된 언급이 있는 후에 핵심 수익률이 상승하고 있다. 하지만, 공급 제약이 지속됨에 따라 인플레이션은 상승세를 유지하고 있다. 우리는 미국 재무성증권(UST)가 압박을 받을 수 있다고 믿지만, 경기회복에서 탈선시킬 수 있는 인플레이션의 리스크로 인해서 연준은 현저한 긴축정책을 마지못해 이행해야 할 수도 있다. 그 결과, 우리는 듀레이션에 신중한 포지션을 취하지만 유연함은 유지시킨다. 물가연동국채(TIPS)는 인플레이션에서 보호되는 수익을 제공하지만, 밸류에이션 우려가 존재한다.
	미국 IG 회사채	=		크레딧 펀더멘탈은 건설적이지만, 우리는 매우 선별적인 렌즈를 통해서 베타와 롱듀레이션 채권에 대한 익스포저를 제한할 수 있는 자산종목을 모색한다. 또한, 우리는 현재의 핵심 수익률 상승에서 비롯되는 리스크에 대해서도 주시하고 있다. 높은 소비자 소득과 저축으로 인해서 증권화된 크레딧과 주택자담증권은 매력적이지만, 연준의 잠재적인 테이퍼링 시행을 감안하여 우리는 주택시장에 대한 경계를 늦추지 않는다.
	미국 HY 회사채	=		우리는 수익률을 견인함에 있어서 시장 방향성의 역할이 줄어드는 국면으로 접어들고 있다. 이 세그먼트는 양호한 캐리를 제공하고 펀더멘탈은 우호적이지만, 우리는 거와 알목을 구별하고 높은 레버리지의 분야를 피하기 위해서 선별에 대한 의존을 점차 높이고 있다.
	유럽 국채	-/=		공급 병목현상과 에너지 환경에서 비롯된 압박으로 인플레이션은 상승하고 있으며, 이는 전체적으로 유럽 국채의 수익률 상승으로 반영되고 있다. 유럽중앙은행이 자산매입의 속도를 일부 낮추겠다고 암시하고 있으며, 우리는 유럽중앙은행이 현재의 완화적인 금융조건을 유지하기 위해 매진할 것이라고 믿고 있다. 따라서, 우리는 유럽 핵심국과 주변핵심국의 국채에 방어적이고 민첩한 포지션을 유지한다. 하지만 주변국 국채의 경우에, 경기회복과 차세대 유럽연합(NGEU) 기금의 뒷받침으로 인해 우리는 긍정적인 포지션을 취하지만, 정치적 리스크를 모니터링하고 있다.
	유로 IG 회사채	=/+		경미하게 둔화된 속도이지만 펀더멘탈이 계속 향상되고 있으며, 유동성은 높게 유지되고 있다. 하지만, 비용 상승을 소비자에게 전가시킬 수 있는 기업들을 모색하기 위해서 우리는 포트폴리오에서 선별성을 증가시켰다. 우리는 단기단기의 채권과 BBB 등급의 종목을 선호하지만, 비생산적인 인수합병에 관여될 수 있거나 추가적인 부채가 발생할 수 있는 높은 등급의 종목을 피한다.
	유로 HY 회사채	=		우리는 지금이 구조적 리스크 저감(structural de-risking)이 필요한 시기는 아니라고 믿고 있으며, 스프레드 압착을 플레이하는 것을 선호한다. 후순위금융채는 전체 크레딧에서 매력적인 수익률로 강력한 테마를 제시하고 있지만, 우리는 전반적으로 높은 수익률과 퀄리티 사이의 균형을 유지하고 있다.
	신흥국 채권 경화표시	=/+		경상수지계정의 향상과 선진국 경제성장률에 대비한 신흥국 경제성장률 차이는 긍정적이다. 우리는 경화표시 채권을 계속 선호하며, IG 대비해 강력한 펀더멘탈과 원자재 가격 상승에서 혜택을 받을 수 있는 국가의 HY에 대해 바이어스를 유지한다.
	신흥국 채권 현지화표시	=		단기적인 미국 달러화의 강세와 선진국에서 잠재적인 긴축정책은 자연적으로 현지화표시 채권에는 어려움이 되며, 이는 선별의 필요성이 부각시킨다. 우리는 통화인축이 거의 종료된 러시아와 같은 국가들에 포커스를 둔다. 아시아에서는 중국인민은행(PBoC)은 경제의 다른 부분에서 악영향이 전체로 전이되는 것을 피하기 위해 매진할 것이다.
	기타	원자재		
통화				통화정책 분화와 글로벌 경제성장의 둔화는 EUR, CHF, JPY와 같은 낮은 수익률의 FX에 대비하여 USD(높은 퀄리티 캐리)에 긍정적인 것이다. 하지만, 높은 수익률을 경기민감국 통화와 대비하여 USD는 안정화될 것이다. 장기적으로는 미국의 높은 재정적자와 부채는 달러화에 대해 압박을 줄 가능성이 크다.

범례



출처: Amundi, 2021년 9월 26일 기준, EUR 기반 투자자에 대한 상대적 견해. 본 자료는 특정 시기의 시장환경에 대한 평가를 나타내며, 향후 사건의 예측이나 미래 실적에 대한 보증을 의도하지 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/CC = 경화표시/현지화표시 신흥국 채권, WFI = 서브 텍스스 중질유, QE = 양적완화.

선진국

거시경제적 전망

2021년 10월 28일 기준 자료

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %				인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
전세계	-3.3	5.8	3.9	3.4	2.6	3.7	3.9	3.3
선진국	-5.1	5.0	3.5	2.0	0.8	2.9	2.8	2.1
미국	-3.4	5.7	3.3	2.1	1.3	4.4	3.7	2.8
일본	-4.9	2.4	2.6	0.9	0.3	-0.4	0.6	0.6
영국	-9.7	6.9	4.6	2.4	0.9	2.4	3.7	2.5
유로	-6.5	4.9	3.9	2.2	0.3	2.4	2.4	1.7
독일	-4.9	2.5	3.9	2.0	0.4	3.1	2.4	1.7
프랑스	-8.0	6.1	3.9	1.8	0.5	2.0	2.3	2.0
이탈리	-9.0	6.1	4.8	1.9	-0.1	1.8	2.3	1.7
스페인	-10.8	5.2	5.9	2.8	-0.3	2.6	2.4	1.7

출처: Amundi Research

- 미국:** 3분기에 둔화를 나타냈던 경제성장률은 델타 변이 확산세가 잦아들며 따라 상승세를 보일 것으로 예상된다. 고차 주기의 지표는 이동량과 경제활동이 다시 증가하고 있음을 나타내고 있으며, 이는 연말연시의 휴가 시즌을 앞두고 좋은 징후이다. 인플레이션은 임대로 상승, 에너지 비용의 증가, 강력한 수요에 불구하고 공급 측면의 이슈 등으로 견인되어 4분기에 추가적으로 상승할 것으로 보인다. 우리는 최근에 인플레이션 전망을 상향 수정했으며, 경제성장률에서는 약간의 베이스 포인트를 낮추었다. 재정정책이 이러한 전망에서 핵심적일 요인으로 유지되며, 바이든 행정부의 인프라 확충계획이 전면적으로 통과될 경우에는 업사이드 리스크를 가질 것이다. (현재의 우리 기본 시나리오에서는 이를 상정하고 있지 않음)
- 유로통화권:** 유로통화권의 여러 회원국에서 2분기 경제활동의 상승세가 예상보다 이르게 나타났으며 우리는 경기회복이 계속될 것으로 예상하지만, 가장 최근의 고차 주기 및 서베이 데이터에 나타난 수치와 부합하는 방식으로 경제성장률 상승속도의 둔화가 있을 것이다. 이러한 성장률 상승속도의 둔화는 계속되는 가격 상승의 압박과 더불어서 발생할 것이며, 이는 에너지 위기와 결합된 단기적인 공급 측면의 이슈가 반영될 것이다. 우리는 현재로서는 인플레이션에 대한 2차적 효과(임금 협상)를 상정하지는 않고 있다. 따라서, 우리는 2021년 인플레이션 예측을 상향 수정하지만, 내년에 들어서는 인플레이션이 점진적으로 완화될 것으로 여전히 예상하고 있다.
- 일본:** 후미오 기시다가 일본의 신임 총리로 취임했으며, 이는 부양적인 통화정책과 재정정책을 지속할 것이라는 전망에 힘이 실리고 있다. 일본은 백신접종 완료율이 70%를 넘어섬에 따라 국내적으로는 9월 이후로 긴급사태선언을 점진적으로 해제하기 시작했으며, 이는 민간소비 회복의 단초를 제공하고 있다. 하지만, 우리는 2021년에 가벼운 인플레이션 압박이 있다는 견해를 유지하며, 치솟은 에너지 가격의 전가는 제한적일 것으로 예상한다. 일시적 요인(휴대전화 요금 변경, 리베이션)의 효과가 사라짐에 따라 인플레이션은 2022년에 더 빠른 속도로 상승할 것이다.
- 영국:** 2분기에 영국 경제는 강력하게 확장되었다. 3분기 동안에도 영국 경제는 제한조치의 추가적인 종료에서 혜택을 받을 가능성이 크지만, 봉쇄조치 완화의 마지막에서 비롯될 부양효과는 지난 4월 및 5월의 수준으로 반박될 가능성은 크지 않다. 고차 주기의 데이터에서 모멘텀의 약세를 가리키는 것처럼 실제로도 경기회복은 그 동력을 일부 상실하고 있는 것으로 보인다. 공급 측면의 이슈, 에너지 위기 및 임금 상승의 징후로 인해서 우리는 2021년 4분기와 2022년의 인플레이션 예측을 상향 수정했지만, 우리는 인플레이션이 내년 하반기에 목표수치 수준으로 완화될 것이라고 여전히 예상한다.

기준금리 전망

	2021 10-28	Amundi 컨센서스 +6개월	Amundi 컨센서스 +12개월	Amundi 컨센서스 +12개월	Amundi 컨센서스 +12개월
미국	0.13	0/0.25	0.19	0/0.25	0.49
유로	-0.50	-0.50	-0.48	-0.50	-0.40
일본	-0.04	-0.1	-0.03	-0.1	-0.02
영국	0.10	0.5	0.77	0.75	1.10

출처: Amundi Research

- 연준(Fed):** 자산매입의 축소가 이르면 11월부터 시작될 것이며, 자산매입 프로그램의 완전 종료는 2022년 중반이 이루어질 것으로 보인다. 연준은 6월까지 자산매입을 매월 150억 달러씩 축소할 것으로 예상된다. 재무성증권 매입은 현재의 매월 800억 달러 수준에서 매월 100억 달러로 감소할 것이다. 주택저당증권(MBS) 매입은 현재의 매월 400억 달러에서 매월 50억달러로 줄어들 것이다. 인플레이션 예측은 상향 수정되어, 근원 개인소비지출 물가지수(Core PCE)는 이제 2022년 2.3%, 2023년 2.2%가 될 것으로 예상된다. 인플레이션이 첫 번째 금리인상의 시기와 추가적인 금리인상의 속도가 결정적인 요인이 될 가능성이 크다. 만약 코어 인플레이션 2022년 상승의 서프라이즈를 계속 보인다면, 첫 번째 금리인상은 2022년 4분기에 발생할 수 있다.
- 유럽중앙은행(ECB):** 우리는 유럽중앙은행이 팬데믹 긴급매입 프로그램(PEPP)을 월별 700억에 근접한 속도로 올해 말까지 계속하고, 프로그램에 할당된 나머지 물량은 내년 1분기에 모두 소진하거나 원활한 월별 매입량의 조정을 위해 전반기 동안에 점진적으로 줄일 것으로 보인다. 유럽중앙은행은 12월에 2022년도 경기부양전략을 발표할 예정이며, 우리는 유럽중앙은행은 지난 2년동안에 그러했듯이 금리에 대한 안정적인 전망과 역사적 기준으로 지속적인 속도의 자산매입을 바탕으로 순 발행물량을 흡수한다는 관점으로 양적완화를 조정하면서 대체로 비둘기파적인 견지를 유지할 것으로 예상한다.
- 일본은행(BoJ):** 광범위하게 예상되었던 것처럼, 일본은행은 10월 회의에서 기존의 정책을 변경하지 그대로 유지했다. 새롭게 발간된 「분기별 전망보고서」(Quarterly Outlook Report)에서 일본은행은 코로나19와 관련된 복합적 요인들로 인해서 기대했던 소비 회복이 지체되었기 때문에 2021년 회계년도 GDP 성장률 예측을 경미하게 하향 수정했다. 코어 CPI 인플레이션도 일회적인 기준설정 변경으로 인해서 역시 크게 하향 수정되었다. 점중완료율이 70%를 넘김에 따라, 우리는 소비자 수요와 인플레이션이 점진적으로 상승할 것으로 예상한다. 하지만, 코어 인플레이션 수치는 2022-23년의 일본은행 목표수치 2%를 하회할 가능성이 크며, 이는 정책 정상화를 지연시킬 것이다.
- 영국중앙은행(BoE, 영란은행):** 지난 회의에서 예상하지 못했던 파격적인 금리 포워드 가이드를 제시했던 영국중앙은행의 최근 언급에서는 기대인플레이션을 고착시킨다는 주요 목적으로 조만간 관련된 조치를 시행해야 할 필요성에 대한 메시지를 강화했다. 우리는 이제 통화정책위원회(MPC)가 이전에 생각되었던 것보다는 이르게 은행금리를 인상하고, 올해말(11월과 12월 사이)에 될 수 있음) 까지 15bps 인상을 단행하고 내년 2월 회의에서 추가적인 25bps 인상이 있을 것으로 예상한다. 향후 매크로 추이에 따라서는 내년 8월 통화정책위원회에서 추가적인 25bps 인상이 뒤따를 수도 있다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
Fed FOMC	11월 3일
BoE MPC	11월 4일
ECB 정책위	12월 16일
BoJ MPM	12월 17일

출처: Amundi Research

신흥국

거시경제적 전망

2021년 10월 28일 기준 자료

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %				인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
전세계	-3.3	5.8	3.9	3.4	2.6	3.7	3.9	3.3
신흥국	-2.0	6.4	4.3	4.3	3.9	4.2	4.7	4.1
중국	2.3	7.7	4.7	4.8	2.5	0.8	2.1	1.8
브라질	-4.1	5.1	0.7	1.5	3.2	8.2	7.5	5.3
멕시코	-8.3	6.0	2.7	2.0	3.4	5.6	4.8	3.8
러시아	-3.1	4.2	2.6	2.5	3.4	6.5	5.6	4.2
인도	-7.1	8.2	6.3	6.4	6.6	5.0	5.9	5.6
인도네시아	-2.0	3.5	4.7	5.1	2.0	1.6	2.9	2.8
남아공	-6.9	4.6	2.7	2.3	3.2	4.5	4.8	4.8
터키	1.6	7.8	4.4	4.0	12.3	17.7	14.9	11.3

출처: Amundi Research

- **중국:** 우리는 중국의 GDP가 2021년과 2022년에 각각 7.7%, 4.7%로 성장할 것으로 예상하며, 이는 이전 달의 예상수치 8.3%, 4.9%에서 하락한 수치이다. 사회적 거리두기 규칙의 완화에도 불구하고, 주택시장 경기둔화 및 국가발전개혁위원회(NDRC) 에너지 사용통제 등을 포함한 다양한 요인들이 결합되어 경기회복에 대한 압박이 계속되고 있다. 서비스 소비와 인프라 투자는 반등할 가능성이 크며, 이는 경기둔화의 일부분을 상쇄시킬 것이다. 인플레이션 측면을 살펴보면, 광범위한 공급계약의 요인을 감안하면 생산자물가지수(PPI) 상승의 데이터가 나올 가능성이 크다. 소비자물가지수(CPI)는 난항을 보이고 있는 소비회복으로 인해 침체된 상태를 유지할 것이다.
- **브라질:** 코로나 상황이 상당히 안정화된 것으로 보이고 전체로써 브라질 경제는 코로나 위기 이전 수준으로 돌아왔지만, 경기사이클적인 매크로 움직임은 훨씬 커다란 어려움을 야기하고 있는 것으로 보인다. 경제활동은 높은 인플레이션, 금리 상승, 높은 수준의 정치적/재정적 불확실성과 같은 다양한 약재에 직면해 있다. 인플레이션 압박은 글로벌 에너지 가격 상승과 이를 가중화시키는 데에 커다란 역할을 하는 FX 약세와 더불어서 줄어들지 않고 있으며, 이는 정책금리를 두 자리 수로 이끌었다. 반면에, 브라질 정부는 높은 인플레이션으로 견인된 점증하는 사회적 요구에 대응하기 위해서 최근의 제출된 법안에 따르면 지출 상한선을 넘어서는 추가적인 예산을 편성하고 있다. 이에 따라 시장은 이러한 뉴스에 거칠게 반응하고 있으며, 이는 악순환의 움직임에 모멘텀을 추가하고 있다.
- **터키:** 대부분의 신흥국 중앙은행들의 방향과는 반대로 터키중앙은행(CBRT)은 지표금리(Reference Rate)를 18%에서 16%로 인하했다. 통화정책위원회의 최근 변경으로 인해 시장에서는 금리 인하가 예상되었지만, 터키중앙은행은 기존에 추정되었던 것보다 두 배의 폭(-100bps)으로 되었지만, 실제로는 -200bps)으로 금리를 내렸다. 현 시점에 터키는 다른 국가와 동일한 압박을 인플레이션(9월 전년동기대비 19.6%)에서 받고 있고 있으며, 일반적으로는 이러한 상황에서는 긴축적 통화정책을 유발하게 된다. 200bps 인하는 우리의 2021년 4분기 예상과 부합되며, 이제 추가적인 인하될 여지가 생겼고 이르면 2022년에 금리인하가 (우리의 예측인 100bps보다 큰 폭으로) 있을 가능성이 크다.
- **CEE-3:**(헝가리, 체코, 폴란드) 이 지역의 2021-22년 경제성장률은 약 4% 이상을 유지할 것으로 예상된다. 공급망 부족 지속, 유럽연합 기금배정의 지연, 코로나바이러스 관련 불확실성 등으로 인해 2021년 하반기에 경기모멘텀은 둔화되고 있다. 공급(예: 에너지) 및 수요(경기회복 및 타이트한 노동시장) 모두에서 비롯된 인플레이션 압박으로 인해, 금리인상 사이클을 계속(HNB: 15bps, CNB: 75bps) 하거나 시작(NBP: 40bps)했다. 인플레이션은 2022년 전반기말까지는 목표수치를 상회할 것으로 예상된다. 인플레이션 압박이 지속되고 계속되는 재정적 지원으로 활성화되는 강력한 성장으로 인해서 우리는 내년에도 추가적인 금리 있을 것으로 예상된다.

기준금리 전망

	2021 10-28	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
인도	4.00	4.25	4.15	4.75	4.45
브라질	7.75	10.75	8.9	10.75	8.90
러시아	7.50	8.00	6.80	7.50	6.15

출처: Amundi Research

- **중국인민은행(PBoC):** 중국인민은행은 4분기 중기유동성지원창구(MLF) 만기 마감일전에 지급준비율(RRR)을 인하하는 대신에 중기유동성지원창구의 해당 만기 금액을 단순히 롤오버 시킬 것이라고 암시해 왔다. 우리는 10월에 추가적인 50bps의 지급준비율 인하가 있을 것이라는 기존의 예상을 철회하며, 정책금리 인하는 없을 것이라는 우리의 견해는 유지한다. 탄소중립 프로젝트나 중소기업(SME)에 대한 우대금리의 타깃형 재대출 프로그램이 현 단계에서 시행될 가능성이 더 커졌다. 주택 정책에서 경미한 변경도 고려되고 있다. 중국인민은행은 시중은행에 거시건전성 정책의 과잉적용을 시정하라고 촉구하고 있다. 개발업체에 대한 대출배정의 지연 및 장시간의 부동산 담보대출 승인 기간이 완화될 가능성이 크다.
- **인도중앙은행(RBI):** 10월의 통화정책위원회 회의에서 인도중앙은행은 정책금리를 4.0%에서 동결시켰으며, 3.35%의 환매고정이자율으로 비대칭적 금리회랑(asymmetric corridor)을 남겨 두었으며, 비둘기파적인 정책기조도 유지했다. 발표된 유일한 변화는 올 회계년도에 적절한 재정적 여지를 확보하기 위한 10월 21일자로 양적완화 프로그램(G-SAP)의 종료였다. 정상화의 프로세스가 환매고정이자율의 3.75%로 인상(+40bps)과 더불어서 조만간(12월 21일) 시작될 것이며, 그 이후 2022년 4월에는 정책금리의 인상도 뒤따르게 된다. 2022년의 인플레이션은 인도중앙은행의 목표수치 상한 범위 근처에서 움직일 것이다.
- **브라질중앙은행(BCB):** 브라질중앙은행은 10월에 금리를 150bps 인상했으며(7.75%로 올림), 12월 다음 회의에서 이와 비슷한 수준의 또 다른 금리 인상이 있음을 사전에 발표했다. 이와 더불어, 재정적 우려(브라질 정부는 긴급한 사회적 요구를 완화시키기 위해서 필요한 재정적 여지를 만들기 위해서 공격적인 재정 기준(fiscal anchor)인 지출상한선을 초과/조정할 것이라고 발표함)의 상승과 인플레이션의 추가적인 상방 리스크에 대한 대응으로 브라질중앙은행은 정책금리를 “훨씬 더 추가적”으로 인상할 필요성이 있다고 언급하면서 포워드 가이드를 긴축적으로 만들었다. 우리는 브라질중앙은행이 기준금리(SELIC)를 내년에 두 자리로 올릴 것으로 보고 있으며, 공격적으로 거의 5년 동안에 최고 수준인 약 11%가 될 것이다.
- **러시아중앙은행(CBR):** 10월 22일에, 러시아중앙은행은 정책금리를 75bps 인상하여 7.5%로 올렸다 - 이러한 금리 인상의 폭은 시장에서 예상했던 것보다 컸다. 러시아중앙은행은 내수수요의 성장이 공급능력보다 더 빠르고 이는 기대인플레이션의 상승으로 이어지고 있다고 언급했다. 러시아중앙은행은 향후의 추가적인 금리인상의 가능성을 남겨 두었다. 가계 기대인플레이션은 10월에 지난 5년 동안에서 최고로 높아졌으며, 기업의 기대물가도 지난 수년 동안의 최고치에 근접했다. 러시아중앙은행은 올해말 인플레이션이 이전의 예측치보다 높아진 7.4-7.9% 사이가 될 것이라고 예상하고 있으며, 2022년말까지 4-4.5%로 하락할 것으로 보고 있다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
PBoC	11월 22일
RBI	12월 8일
BCB	12월 8일
CBR	12월 17일

출처: Amundi Research

매크로 및 시장예측

거시경제적 예측

(2021년 10월 28일)

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %				인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
미국	-3.4	5.7	3.3	2.1	1.3	4.4	3.7	2.8
일본	-4.9	2.4	2.6	0.9	0.3	-0.4	0.6	0.6
유로통화권	-6.5	4.9	3.9	2.2	0.3	2.4	2.4	1.7
독일	-4.9	2.5	3.9	2.0	0.4	3.1	2.4	1.7
프랑스	-8.0	6.1	3.9	1.8	0.5	2.0	2.3	2.0
이탈리아	-9.0	6.1	4.8	1.9	-0.1	1.8	2.3	1.7
스페인	-10.8	5.2	5.9	2.8	-0.3	2.6	2.4	1.7
영국	-9.7	6.9	4.6	2.4	0.9	2.4	3.7	2.5
중국	2.3	7.7	4.7	4.8	2.5	0.8	2.1	1.8
브라질	-4.1	5.1	0.7	1.5	3.2	8.2	7.5	5.3
멕시코	-8.3	6.0	2.7	2.0	3.4	5.6	4.8	3.8
러시아	-3.1	4.2	2.6	2.5	3.4	6.5	5.6	4.2
인도	-7.1	8.2	6.3	6.4	6.6	5.0	5.9	5.6
인도네시아	-2.0	3.5	4.7	5.1	2.0	1.6	2.9	2.8
남아공	-6.9	4.6	2.7	2.3	3.2	4.5	4.8	4.8
터키	1.6	7.8	4.4	4.0	12.3	17.7	14.9	11.3
선진국	-5.1	5.0	3.5	2.0	0.8	2.9	2.8	2.1
신흥국	-2.0	6.4	4.3	4.3	3.9	4.2	4.7	4.1
전세계	-3.3	5.8	3.9	3.4	2.6	3.7	3.9	3.3

기준금리 전망

선진국

	2021-10-28	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	0.13	0/0.25	0.19	0/0.25	0.49
유로통화권	-0.50	-0.50	-0.48	-0.50	-0.40
일본	-0.04	-0.1	-0.03	-0.1	-0.02
영국	0.10	0.5	0.77	0.75	1.10

신흥국

	2021-10-28	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
인도	4.00	4.25	4.15	4.75	4.45
브라질	7.75	10.75	8.9	10.75	8.90
러시아	7.50	8.00	6.80	7.50	6.15

장기채권수익률 전망

2년물 채권수익률

	2021-10-22	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	0.48	0.45/0.60	0.82	0.7/0.9	1.12
독일	-0.64	-0.70/-0.50	-0.59	-0.70/-0.50	-0.55
일본	-0.10	-0.20/-0.10	-0.12	-0.20/-0.10	-0.10
영국	0.68	0.50/0.70	0.83	0.7/0.8	0.84

10년물 채권수익률

	2021-10-22	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	1.66	1.6/1.8	1.80	1.8/2.0	1.93
독일	-0.10	-0.3/-0.1	-0.03	-0.3/-0.1	0.03
일본	0.10	0/0.20	0.13	0/0.20	0.18
영국	1.17	1.0/1.2	1.27	1.2/1.4	1.32

통화 전망

	2021-10-22	Amundi 2022년 2분기	컨센서스 2022년 2분기	Amundi 2022년 4분기	컨센서스 2022년 4분기
EUR/USD	1.16	1.14	1.17	1.14	1.18
USD/JPY	114	113	112	116	112
EUR/GBP	0.85	0.85	0.85	0.83	0.85
EUR/CHF	1.07	1.07	1.10	1.08	1.12
EUR/NOK	9.73	9.91	9.90	9.21	9.73
EUR/SEK	9.98	10.11	10.00	9.88	9.80
USD/CAD	1.24	1.27	1.24	1.21	1.22
AUD/USD	0.75	0.73	0.75	0.77	0.76
NZD/USD	0.72	0.70	0.72	0.71	0.73
USD/CNY	6.39	6.45	6.50	6.50	6.40

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. 출처: Amundi Research

## PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

### INVESTMENT OUTLOOK



#### **H2 2021 - Inflation blows on markets, and investors need to act (28-06-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Global Head of Research

### ASSET CLASS VIEWS



#### **Asset Class Return Forecasts - Q3 - 2021 (05-08-2021)**

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 #10 - China is finally emerging from the US's shadow (15-10-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

#### **Shifts & Narratives #9 - Adapting equity portfolios to a regime of higher inflation (01-10-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MIJOT Éric, Head of Developed Markets Strategy Research

#### **Shifts & Narratives #8 - Post-summer check-up on the regime shift (16-09-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

### INSIGHTS PAPERS



#### **Emerging Markets Charts & Views - Why EM could be back in focus in 2022 (14-10-2021)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

#### **Real assets favoured in a post-Covid-19 world, but higher fragmentation requires scrutiny (06-09-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - CARREL-BILLIARD Dominique, Global Head of Real & Alternative Assets - BERTRAND Marc, CEO, Amundi Real Estate - CUNY Stanislas, Head of Direct Private Equity - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - LODEWYCKX Guy, Head of Private Markets Multimanagerment - POISSON Matthieu, CIO - Infrastructure - VALLIERE Thierry, Head of Private Debt

#### **European commercial real estate: play the re-opening with quality assets (23-08-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - BERTRAND Marc, CEO, Amundi Real Estate - CARREL-BILLIARD Dominique, Global Head of Real & Alternative Assets - ANTONINI Patrizia, Amundi Strategy - Business Intelligence - BARON Thomas, Research and Strategy Analyst - Amundi Immobilier - BERTINO Claudia, Head of Amundi Investment Insights Unit - KIM Jung, Senior Quantitative Analyst - PANELLI Francesca, Investment Insights Unit Specialist

### WORKING PAPERS



#### **The Recent Performance of ESG Investing, the Covid-19 Catalyst and the Biden Effect (20-10-2021)**

LEPETIT Frédéric, LE GUENEDAL Theo, BEN SLIMANE Mohamed, CHERIEF Amina, STAGNOL Lauren - Quantitative Research - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer

#### **Liquidity Stress Testing in Asset Management - Part 3. Managing the Asset-Liability Liquidity Risk (06-10-2021)**

RONCALLI Thierry, Quantitative Research

## PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

### INVESTMENT TALKS



**Evergrande and its spill-over effects: ongoing adjustments, but inflection point may be close (25-10-2021)**

MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - HUANG Claire, Senior EM Macro Strategist, Global Research - BOYCHUK Andriy, Head of EM Research

**Higher rates provide a second chance to play US value opportunities (12-10-2021)**

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

**China in the spotlight: what markets (24-09-2021)**

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

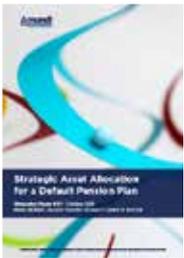
**German election remains open, with an eye on the green transition (22-09-2021)**

KRUSE Thomas, CIO Germany - PERRIER Tristan, Global Views Analyst

**Main themes for investing in Chinese equity over the summer and beyond (10-08-2021)**

MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - HUANG Claire, Senior EM Macro Strategist - McCONWAY Nicholas, Head of Asia ex-Japan Equity with the contribution of LEMONNIER Patrice, Head of EM Equity and DELBO' Debora, Senior EM Macro Strategist

### DISCUSSION PAPERS



**Strategic Asset Allocation for a Default Pension Plan (07-10-2021)**

BRIÈRE Marie, Amundi Research

**Inequality - what is at stake (2-4) - Pro-Piketty and Anti-Piketty - A review of the literature in 20 topics (07-06-2021)**

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

**Inequality - what is at stake (1/4) - Globalisation, growth, financial liberalisation and inequality (07-06-2021)**

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

### THEMATIC PAPERS



**ESG Thema #4 - Investing in the Circular Economy : Closing the loop (20-09-2021)**

LUCET Lorna, ESG Analyst, Circular Economy Expert - MINTON Molly, ESG Analyst, Apparel and Consumer products

**ESG Thema #3 - How can investors contribute to Net Zero efforts? (22-09-2021)**

LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement, and Voting - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology - JAULIN Timothée, Head of ESG Development & Advocacy, Special Operations - CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - Mathieu JOUANNEAU, ESG Solutions and Data Specialist - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation - ELBAZ Joan, Business Solutions and Innovation

**Stakeholders in the Just Transition - N°3 Territories and local communities (10-09-2021)**

BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Division and ESG, Executive Committee Member - BECQUEY Pauline, Managing Director of Finance for Tomorrow - ELBAZ Joan, Business Solutions and Innovation - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation - BREEN Nathan, Investment Solutions Associates - BINET Pierre-Alix, Head of Programs and Strategic Development at Finance for Tomorrow

## Amundi Research Center



**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 Real Estate  
Strategies Allocation

### 고지사항

본 분서는 정보 제공의 목적으로만 제공됩니다.

본 분서는 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 SAS으로 2021년 10월 28일 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 관련하여 표현된 견해는 해당 저자의 것이고 반드시 Amundi Asset Management SAS의 견해가 되지는 않고 시장 및 다른 조건에 따라 변경될 수 있으며, 국가, 시장, 부문이 예상한 것과 같은 성과를 낼 것이라는 어떠한 보장도 있지 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 관여한 모든 이는 직접적, 간접적, 특별적, 사교적, 징벌적, 결과적 또는 다른 유형의 손해(이익 상실 포함, 이에 한정되지는 않음)에 대해서 책임이 있지 않다.

최초 사용 일자: 2021년 11월 2일

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

사진 저작권: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Andrew Ostrovsky

### 대표 편집인

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer

### 편집인

DEFEND Monica, Global Head of Research

### 부편집인

BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Head of Global Views

### Global Research 기여자

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

BERARDI Alessia, Head of Emerging Macro and Strategy Research

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist

BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Head of Global Views

CESARINI Federico, Head of DM FX, Cross Asset Research Strategist

DI SILVIO Silvia, Cross Asset Research Macro Strategist

DROZDZIK Patryk, Senior EM Macro Strategist

GEORGES Delphine, Senior Fixed Income Research Strategist

HUANG Claire, Senior EM Macro Strategist

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

USARDI Annalisa, Cross Asset Research Senior Macro Strategist

VANIN Gregorio, Cross Asset Research Analyst

VARTANESYAN Sosi, Senior Sovereign Analyst

### Amundi Insights Unit 기여자

BERTINO Claudia, Head of Amundi Investment Insights Unit

CARULLA POL, Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Deputy Head of Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit

### 개념정립 및 생산책임

BERGER Pia, Research

PONCET Benoit, Research