

Research

제01호
2022년
1월

CROSS ASSET 투자전략

CIO 견해

오미크론 불확실성, 인플레이션 확실성

글로벌 테마 견해

질문과 답변

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

제1호 - 2022년 1월 차례

글로벌 투자견해

CIO 견해

오미크론 불확실성, 인플레이션 확실성 p. 3

중국에서 다시 부상된 코로나19에 대한 우려, 규제강화 정책시행 및 경기약세는 시장에서 일부 변동성을 유발했지만, 우리는 리스크 중립적인 포지션을 유지하면서 알파 생성에 대한 포커스를 늘리고 (특히 크레딧에서) 시장 방향성에 대해서는 포커스를 줄였다. 또한, 인플레이션을 관리하기 위해서 중앙은행이 테이퍼링 계획을 가속화시킴에도 불구하고, 우리는 중앙은행들이 대체적으로 완화적인 기조를 유지할 것으로 생각한다. 투자자는 가치주/우량주를 모색해야 하지만, 기업들이 투입가격의 상승을 소비자에게 전가시킬 방안을 찾고 있기 때문에 가격결정력을 확보하고 있는 기업을 포착하는 것이 핵심이다. 이와 더불어서, 실물자산 익스포저는 유통성리스크를 견딜 수 있도록 투자자에게 인플레이션 보호를 제공할 수 있다.

매크로

PPI에서 CPI로 전가: 톱다운 견해와 바텀업 견해 p. 4

투입가격 상승에서 비롯된 마진 압박으로 인해 기업의 가격결정력이 우리가 모니터링 해야 할 핵심적 측면이면서, 2022년 투자결정에 대한 길잡이가 될 것이다.

멀티에셋

우량한 크레딧과 주식에서 진입포인트를 모색할 것 p. 5

전반적인 중립적 견지를 바탕으로, 우리는 (예를 들면 IT 크레딧에서) 최근의 시장 움직임에서 혜택을 보기 위해서 (리스크 증가에 반대되는) 리스크 로테이션을 선호한다.

채권

연준, 인플레이션 수수께끼, 오미크론 먹구름 p. 6

2022년이 시작됨에 따라 연준에서는 매파적인 견지가 강화되고 있지만, 전반적인 정책기조는 온건한 상태를 유지할 가능성이 크다.

주식

거대한 격차의 특성에 플레이하기 p. 7

시장은 거대한 격차의 특성을 나타내고 있다 - 가치주 vs 기술성장주; 대형주 집중 및 이에 대한 과대평가 vs 나머지 종목; 가격결정력을 가진 기업 vs 나머지 기업. 이는 바텀업 선별을 위한 비옥한 기반을 제공한다.

글로벌 테마 견해

질문과 답변

p. 8

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

시장 시나리오 및 리스크

> 중심 및 대안 시나리오	p. 11
> 상위 리스크	p. 12
> Cross asset 디스패치: 시장 변곡점 감지하기	p. 13
> 글로벌 리서치 클럽	p. 14
> Amundi 자산종목 견해	p. 16

거시경제적 현황

> 선진국 거시경제적 전망 - 시장예측	p. 17
> 신흥국 거시경제적 전망 - 시장예측	p. 18
> 매크로 및 시장 예측	p. 19
> 당사 예측 / 방법론에 대한 고지사항	p. 20
> Publications highlights	p. 21

CIO 견해

오미크론 불확실성, 인플레이션 확실성



Pascal BLANQUÉ,
Group Chief Investment Officer



Vincent MORTIER,
Deputy Group Chief Investment Officer

바이러스 주기의 재확산 단계로 진입, 높은 인플레이션 수치에 대한 중앙은행의 대응, 중국 헝다그룹의 불가피한 파산은 시장에서 일부 변동성으로 이어졌지만, 이러한 이슈들이 주요한 시장 혼란을 유발하지는 않았다. 성장과 인플레이션 내러티브 사이에서 싸우는 와중에 ‘악재가 시장에는 호재’라는 믿음이 시장분위기를 계속 지배하고 있다. **현 시점에서 오미크론 및 그 영향에 대해 판단을 내리는 것은 분명히 너무 성급하다.** 투자자는 바이러스 재확산 사이클을 다시 한번 더 강화될 것이라고 인식해야만 할 것이다. 이 코로나 신규 변이는 공급망의 취약한 부분에 영향을 주어 인플레이션 압박을 가중시킬 수도 있다. 중요한 점은, 현재 자기 충족적인 공급망을 갖추어야 한다는 내러티브의 심리적 요인이 존재한다는 사실이다. 2022년에 진입함에 있어서 이러한 요인은 분명한 리스크이다.

그럼에도 불구하고, 우리의 수준이 적색 구역에 있지는 않지만 연준은 분위기는 매파적인 기조가 높아졌으며 파월 의장은 테이퍼링 프로세스의 속도를 높이기 시작했다. 연준이 통화부양책을 감소시키는 방향으로 전환되었음에도 불구하고, 2022년에는 연방기금금리가 ‘중립적’ 금리(통화정책이 경제성장을 촉진하지도, 또는 제한하지도 않는 수준인 금리)에서 훨씬 미만인 상태에서 완화적 정책이 유지될 것이다. 실제로, 주식시장의 반응은 연준이 인플레이션을 관리하지만 경제성장을 저해하지는 않을 것이고 이러한 상황은 단지 일시적일 것이라고 시장이 믿고 있음을 예시하는 방식으로 나타나고 있다. 하지만, 우리는 이러한 상황이 그렇게 단선적이지는 않을 것이라고 생각한다.

타이트한 노동시장(임금상승의 압박)과 강력한 소비자 수요를 감안하면, 잠재적으로 수요 측면의 압박이 나타날 수 있다고 생각된다. 따라서, 연준은 살얼을 판 위를 걷고 있다 - 한 편으로는, 정치적 시점에서 인플레이션은 지속 가능하지 않은 반면에, 다른 한 편으로는 금융조건의 과도한 긴축은 시장 혼란을 유발할 수 있기 때문에 마찬가지로 지속 가능하지 않다. 연준은 관련된 조치를 취할 것이지만, 2022년의 테이퍼링과 금리인상에 있어서는 대응을 늦추는 행보(뒷북을 치는 자세)를 취하면서 금리를 매우 낮은 수준으로 유지할 가능성이 크다.

뉴스라는 측면에서 세 번째 항목은 중국이다 - 헝다그룹과 자자오예그룹이 공식적으로 파산되었다. 지금까지는 이러한 파산으로 인해 커다란 여파가 나타난다는 징후는 보이지 않는다. 중국정부는 지난 수주 동안에 부동산 부문을 적극적으로 지원해 왔으며, 헝다그룹의 구조조정에 대해서 주된 역할을 하고 있다. 이러한 정책기조는 2021년에 비교하여 2022년에 훨씬 더 건설적인 것으로 보이며, 우리는 이것이 투자에 있어서 중요성을 가지는 요인이 될 것이라고 믿고 있다. 이러한 배경을 바탕으로 우리는 투자자가 다음과 같은 일부 사항을 핵심적으로 고려해야 한다고 제시한다.

- **불확실성 상승과 정책실수의 리스크는 위험자산에 대해서 중립적 견지가 필요함을 가리키고 있다.** 실질금리가 매우 침체된 상태를 유지하고 기대인플레이션이 잘 고정되어 있는 한, 주식은 TINA(There Is No Alternative, 투자 대안이 없는 상황)를 기반으로 계속 선호될 것이다. 최근의 저점매수(buy the dip, 바이더딤) 움직임은 높은 밸류에이션과 실질이익 수익률의 하락에도 불구하고 시장 분위기는 여전히 강세를 유지하고 있다는 신호를 내고 있다. 따라서, 투자자들은 인플레이션 상승의 환경을 헤쳐 나갈 수 있는 부문과 기업을 선별적으로 선택해야만 할 것이며, 커다란 밸류에이션갭을 감안하여 성장주에 대비하여 가치주를 선호해야 할 것이다.
- **채권(fixed income)의 경우,** 연준의 테이퍼링/금리 관련 움직임이 있는 이후에, 2년물 재무성증권 수익률은 연방공개시장위원회(FOMC)의 예상되는 금리인상의 속도가 가격에 완전히 반영되었지만, 중장기물의 수익률에는 이것이 가격에 반영되지 않았다. 우리는 수익률곡선의 베어리시 스티프닝의 리스크를 발견한다. 이는 우리의 듀레이션에 대한 부정적인 견해를 강화시킨다. 크레딧의 경우, 최근의 스프레드 상승은, 특히 시장의 퀄리티 부분(IG)에서의 스프레드 상승은 익스포처를 추가할 수 있는 일부 여지를 제공할 수 있지만, 매우 신중한 포지션으로 숏듀레이션 부분에서 그러하다. 적절한 경제성장의 시나리오, 완화적 재정정책, 대응을 늦추는 행보를 취하는 중앙은행 및 수익률에 대한 글로벌 수요의 지속은 크레딧을 떠받치는 상태를 유지시키고 있으며, 특히 인플레이션 상승 압박을 견딜 수 있고 극단적인 레버리지에서 어려움을 겪지 않고 있는 세그먼트에서 더욱 그러하다.
- **신흥국의 경우,** 투자자는 정책대응의 무동조화(asynchrony)에 플레이하는 기회를 모색해야 할 것이다. 신흥국은 인플레이션을 심각하게 받아들이거나 그렇지 않은 국가 및 중앙은행들 사이에서 분열된 세계이다. 인플레이션 압박의 상승에 대해 일부 신흥국(브라질, 멕시코, 러시아, 남아공) 중앙은행들은 대체적으로 신뢰성 높은 대응을 보여왔다. 통화정책에서 이러한 연준과의 분화되어 나가는 상황은 2022년에 중요한 투자함의를 가지게 될 것이며, 이는 인플레이션 리스크를 이미 냉각시키는 신뢰성 높은 방식으로 작동하여 신흥국 채권에 혜택을 줄 것이다. 주식의 경우, 중국은 올해에 긍정적인 서프라이즈가 될 수도 있다.
- 마지막으로, 실물자산이 인플레이션 보호 및 실질수익의 향상에서 잠재력을 제공할 수 있기 때문에 **우리는 유동성리스크를 견딜 수 있는 투자자에 서는 선별적으로 실물자산 익스포처를 추가할 필요성을 재확인한다.**

2022년의 경우에, 우리는 팬데믹 3년차에 진입하고 있다 - 금융시장에서는 중앙은행의 대규모 부양책을 주입 받고 있기 때문에 모든 새로운 뉴스를 빠르게 받아들이는 데에 익숙해지면서 이미 엔데믹(풍토병)의 국면으로 진입했다. 중앙은행이 팬데믹과 관련된 조치들을 재조정하고 인플레이션이 예상보다 더 고착되며 장기적인 기대감이 도전을 받음에 따라 이러한 새로운 엔데믹 국면이 무엇을 의미하는지와 관련하여 올해는 변화 및 리얼리티 점검의 한 해가 될 것이다.

전반적인 리스크 분위기

리스크오프 ← 리스크온

— +

위험자산에 대한 중립적인 패러다임 내에서, 우리는 채권(fixed income)에 대한 접근에서 크레딧 민감도를 온건하게 낮추면서 올 해를 경계심을 바탕으로 시작한다,

이전 달 대비의 변화

- ▶ 바텀업 렌즈를 통한 크레딧 익스포처의 조절.
- ▶ 브레이크이브의 축소, 여전히 경미하게 긍정적.
- ▶ 중국 국채의 축소.
- ▶ 가치주에서 투자 아이디어 모색.

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

CROSS ASSET
RESEARCH 분석



Monica DEFEND,
Global Head of Research

PPI에서 CPI로 전가(pass-through):
톱다운 견해와 바텀업 견해

성장과 인플레이션에 따른 레짐 전환과 통화정책의 순차적 이행이 우리의 2022 Investment Outlook – Investing in the great transformation에 포함된 두 가지의 핵심 요인이다. 여기에서는 생산자물가지수(PPI)에서 소비자물가지수(CPI)로의 전가(pass-through), 기업 마진에 미치는 효과 및 투자 범주로서 가격결정력의 중대성에 대해서 세밀하게 분석되고 있다.

시장 참여자와 중앙은행은 이제 ‘일시적/구조적’ 인플레이션 환상에서 깨어나고 있으며, 여러 요인들(1) 고용비용지수, 2) 단위노동비용(ULC), 3) 수입물가, 4) PPI의 상승 궤적을 바탕으로 하여 우리는 기존의 ‘인플레이션 레짐’ 골을 2022년 3분기까지 확대하고 있다. 이러한 요인들이 우리의 인플레이션 레짐의 택소노미(taxonomy)와 연관된 투자 중요 함의를 규정하는 축이 되었다. PPI-CPI 격차는 기업 마진에 영향을 줄 것이기 때문에 2022년에 이에 대한 특별한 관심이 필요하다. 부문별 및/또는 개별 기업별의 산업적 가치망에 따른 투입가격과 실질적인 가격결정력 사이의 차이는 2022년에 표면으로 부각될 가능성이 크다.

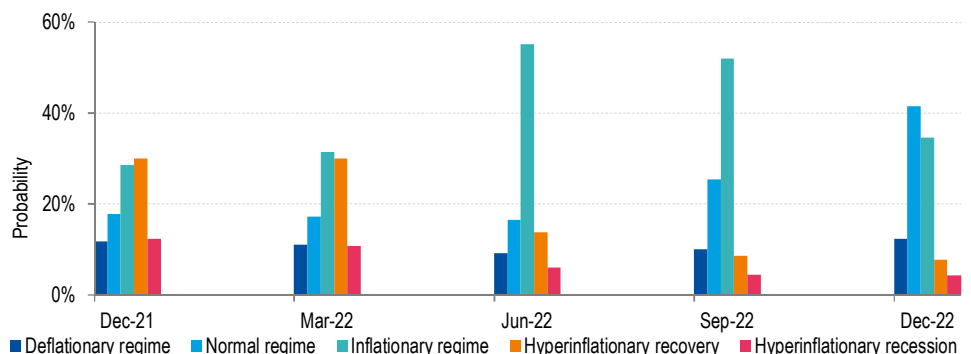
톱다운의 관점에서, PPI에서 CPI로의 전가(pass-through)는 최근의 분기별 기업실적에서 발표된 수치에서는 확연하게 드러나지는 않았고, 비록 있더라도 단지 경미하게만 나타났을 뿐이다. 일반적으로 ‘전가’(pass-through)는 매출 감소, USD 평가절상, 저금리, 마진 축소 및 이에 따른 수익 및 이익의 형성에 대한 기대감 하락이 동반되면서 나타난다. 과거에는 PPI에서 CPI로의 전가는 기술 발전과 관련된 생산성 향상, 글로벌화, 해외 생산, 거래가중치(TW, trade weighted) USD 평가절하 등으로 완화되었지만, 2022년에는 다른 경우가 될 가능성이 크다. 중앙은행의 무동조화(asynchrony)는 USD 강세로 이어질 것인 반면에, 거래가중치 USD 평가절상이 제한적이고 마이너스의 실질금리를 바탕으로 하여 금융조건이 온건하게 유지될 것이라고 가정하면서 우리는 한 자리 수의 EPS 성장률²을 예상한다. 요약하자면, 우리는 단위노동비용(ULC)의 온건한 상승 및 PPI 상승으로 유발된 일부 압박이 있을 것으로 보고 있다. 오미크론 변이는 공급망 병목현상을 해소를 지체시킬 뿐만 아니라, 여전한 불확실한 전망으로 인해서 이와 관련된 구조적 결정(즉, 리쇼어링)을 방해할 수도 있다. 톱라인(top-line, 매출)의 둔화,

마진 하락, 부양적 유동성 조건의 감소는 모두 하방의 리스크이며, 이는 우리의 2022년 전반기 ‘인플레이션에 대한 호의적 무시’의 시나리오⁴에 도전하게 될 것이다. 더구나, 다른 선진국들에 비해 상대적으로 미국은 투입비용을 소비자에게 전가시키는 데에 있어서 보다 큰 유연성을 보이고 있다. 특히, (발라사-새뮤얼슨의 프레임워크에 기반하여) CPI/PPI 비율 생산성의 의안분석(proxy)을 사용하는 경우에, 2021년에 나타난 USD 강세가 일부 설명될 수 있다.

바텀업 관점에서, 우리는 시장 참여자들(새로운 투입가격에 신속하게 적응하여 이에 대한 거의 즉각적인 생산의 조정을 신뢰함)과 인플레이션을 인정하고 실제로 업계 가치망에 대해 실질적 조정이 이루어지는 사이에는 시간적 지체가 있는 것으로 믿고 있다 이러한 조정이 시행되고 새로운 역동성을 통합하는 데에는 더 오랜 시간이 소요된다. 디플레이션의 요인이 컸던 15년 시기를 겪은 후에, 이제 CEO/CFO들은 2022년 예산 프로세스에서 가격 상승의 협상과 재교섭이 필요한 이러한 환경에 적응해야만 한다. 우리가 파악한 입증되지 않은 증거에 따르면, 지금까지는 공급망의 리쇼어링과 단기적 조정(예: 베트남이나 인도네시아에서 스포츠화 생산의 타국 이전)은 해결되기 쉽지 않은 사안인 것으로 보인다. 부문별 수준의 경우, 우리는 유럽에서 소비자, 소재 및 산업(특히 수송) 부문은 최소한의 투입가격 전가가 있었던 것으로 파악하고 있다. 소매(식품 및 비식품) 부문은 마진 압박의 리스크를 받고 있다. 반면에, 소비자, 사치재, 포장 및 일부 기술 부문은 강력한 가격결정력을 보여주고 있다. 제약 부문은 이와는 전혀 다른 상황이다 - 가격에 대부분 규제되고 있는 상황을 감안하면 이 부문은 가격결정력이 거의 가지지 못하지만, 아직까지는 투입가격 상승에 당면하지는 않고 있다. 결론적으로 요약하자면, 인플레이션 레짐이 대부분의 2022년 동안 지배할 것이다. PPI에서 CPI로의 전가는 기업이익 형성을 저해할 가능성이 크며, 이에 따라 가격결정력이 핵심적 사안이 될 것이다. 2022년 전반기에 위험자산에 대한 가시적인 하방 요인이 있음이 파악되고 있으며, 이는 우리가 올해 진입함에 있어서 주식 익스포저를 줄여서 중립적으로 포지션한 이유를 정당화시켜 주고 있다.

투입가격 상승에서 비롯된 마진 압박으로 인해 기업의 가격결정력이 우리가 모니터링 해야 할 핵심적 측면이며, 2022년 투자결정에 대한 길잡이가 될 것이다

2022년 대부분의 시기 동안에 발현될 것으로 예상되는 인플레이션 레짐



Source: Amundi Research, 20 December 2021. PPI - Producer Price Index, a measure of inflation at company level. CPI - Consumer Price Inflation, a measure of inflation faced by end-consumers. ¹Including in the basket, a larger exposure to EM currencies than DXY; ²We forecast operating EPS for S&P500 growth at 7%, 12M forward earnings; ³3% appreciation over the next 6M; ⁴When we recommend staying cautious.

멀티어셋

우량한 크레딧과 주식에서 진입포인트를 모색할 것



Matteo GERMANO,
Head of Multi-Asset

새로운 코로나바이러스 변이와, 연준의 매파적인 견지, 인플레이션 압박으로 인한 경제성장에 대한 어려움의 와중에도 글로벌 확장이 계속되고 있으며, 이러한 상황은 우리가 가진 기존의 스태그플레이션 견해를 확인시켜 주고 있다. 이는 주식 모멘텀의 일부 전술적 약세와 결합하여 공격적인 리스크온 견지를 취하는 것을 막고 있다. 하지만, 대응을 늦추는 행보를 유지하고 있는 중앙은행은 어떠한 구조적인 리스크 저감(structural de-risking)도 보장해 주지는 않는다. 따라서, 투자자는 리스크 분위기 약세에 영향을 받을 수 있는 분야에서 로테이션 하여 벗어나서, 시장전위로 제시되는 전술적이면서도 장기적인 기회를 (예를 들면, 크레딧에서) 모색해야 할 것이다. 이는 **전반적으로 리스크 중립적인 사고방식을 바탕으로 이루어져야 하며, 액티브하고 적절한 투자분산의 접근법에 기반해야 한다.** 투자자는 주식/크레딧 익스포처를 보호하기 위해 충분한 헤지를 유지해야만 한다.

투자확신감이 높은 아이디어

선진국과 신흥국 주식의 경우, 우리는 기존의 중립적 견지를 고수하면서도 리스크 수준을 증가시키지 않으면서 저점매수(buy-the-dip) 견해를 유지한다. 우리는 경기회복에서 뒤쳐져 있고 매력적인 가치를 가지고 있는 일본과 같은 일부 시장에서 나타난 최근의 조정에서 투자자가 선별적으로 혜택을 받기 위한 좋은 진입포인트가 무엇인 지에 대한 논의와 탐구도 진행하고 있다. 미국의 경우, 비대칭적인 리스크를 최소화하는 목적에 있어서, 우리는 미국 주식의 상향 움직임에서 이익을 확보하는 효과적인 방식을 파생상품이 제공할 수 있다고 생각한다. 그 외의 경우, 우리는 미국 연준의 매파적인 견지로서의 정책 전환에서 영향을 받을 수 있는 중국 및 다른 신흥국의 단기적 경기약세에 대해서도 유념하고 있다. 대신에, 우리는 견조한 장기적 기회를 제공할 수 있는 분야에 포커스를 둔다.

채권(fixed income)의 경우, 우리는 미국과 유럽에 대해서 섹슈레이션 견지를 유지하지만, 이에 대해서는 유연한 포지션을 취한다. 우리는 이제 5년물 독일국채에 대해 특히 신중한 포지션이다. 오미크론 변이의 우려로 인한 수익률의 최근 하락은 과민반응이었으며, 특히 유럽 핵심국 수익률곡선에서 하락은 극단적이었다. 따라서, 5년물 및 그 이하의 단기물은 중앙은행의 빨라진 통화정책 정상화가 더 이르게 가격에 반영되었기 때문에, 이러한 국채의 곡선은 수익률의 급작스러운 가격반영에 의해 가장 커다란 타격을 받았다. **두 번째로, 우리는 이탈리아 경제성장이 장기적 펀더멘탈에서는 강세라고 생각하지만, 새로운**

바이러스 변이의 영향 가능성에 있어서는 일부 단기적인 불확실성이 존재한다. 그 결과, 우리는 이탈리아 국채(BTP)에 신중한 포지션을 경미하게 증가시켰다. 대신에, 투자자들은 전반적인 리스크예산을 일정하게 유지하는 것을 목적으로 EUR IG 크레딧에서 전술적 기회를 모색해야 할 것이다. 유럽중앙은행 지원과 후호적인 기술적 요인(2022년 전반기의 제한적 공급)은 수익원으로 유지되고 있는 크레딧(IG, HY)을 계속 떠받치고 있지만, 우리는 선별적인 포지션을 취한다. 이와 더불어서, EUR IG의 최근 시장 리스크 저감이 정당화되지는 않는다. **세 번째로, 우리는 중국국채에 대한 건설적인 포지션을 줄였으며,** 이는 일차적으로 달러화에 대비한 현지화 FX와 중국의 대출시장에서 발생한 혼란과 관련된 하방 리스크에서 비롯되었다. 하지만, 우리는 중국국채가 장기적으로는 글로벌 포트폴리오에서 투자분산의 혜택을 제공한다는 견해를 유지한다. 우리는 신흥국 채권(본드)에 대해서는 중립적 포지션을 유지한다. FX의 경우, 글로벌 경제환경의 변화는 상대적 가치 접근방식을 계속 떠받치고 있다. 우리는 영국의 코로나 시국의 변화와 같은 여러 사건들에 대해 모니터링 하고 있는 반면에, 스위스 프랑화가 G10 유니버스에서 가장 과대평가된 통화로 유지되고 있기 때문에, 우리는 CHF에 대비하여 GBP에 경미하게 긍정적인 견해를 유지한다. 영국의 경제적 환경의 악화, 영속화 된 공급부족, 브렉시트 관련 이슈로 인해서 영국에 대한 우리의 투자확신감은 강력하지 않다. 이러한 요인들은 에너지 가격 및 인플레이션의 상승과 결합되어 EUR 및 USD에 대비한 GBP에 대해 우리의 기존 방어적인 견해를 유지하도록 만들었다.

신흥국의 경우, 매력적 밸류에이션, 낮은 대외 취약성 및 러시아 중앙은행의 매파적인 견지로 인해 러시아 루블화는 탄력적이기 때문에 RUB/EUR 에 대한 우리의 기존 건설적 견해를 유지하지만, 러시아와 유럽/미국 사이의 지정학적 긴장관계를 관련하여 경계 태세를 유지한다. 아시아의 경우, 중국이 아시아 교역에서 가지는 중요성 상승과 글로벌 경제에서 역할 증가를 감안하여 우리는 CNH/EUR에 대한 기존의 건설적 견해를 유지한다.

리스크 및 헤징

인플레이션 상승 레짐과 정책실수는 확률이 높은 리스크로 유지되고 있다. 우리는 투자자가 테일리스크(역주: 예측할 수 없는 이례적이고 극단적인 변화)로부터 보호하기 위해서 선진국 주식과 미국 HY에서 헤지를 유지하는 것을 권고한다.

전반적인 중립적 견지를 바탕으로, 우리는 (예를 들면 IT 크레딧에서) 최근의 시장 움직임에서 혜택을 받기 위해서 (리스크 증가에 반대되는) 리스크 로테이션을 선호한다

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, 자산종류 평가 대한 견해는 기대 방향(+)과 투자확신의 강도(+*/+**/+)를 반영하고 있다. 본 평가는 변경될 수 있다.

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

채권

연준, 인플레이션 수수께끼, 오미크론 먹구름



Amaury D'ORSAY,
Head of Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

2022년이 시작됨에 따라 연준에서는 매파적인 견지가 강화되고 있지만, 전반적인 정책기조는 온건한 상태를 유지할 가능성이 크다

코로나바이러스 확산 사이클의 변화, 경제성장의 둔화 및 인플레이션(수요 측면 또는 비용 상승)이 연준의 대응을 결정하게 될 것이다. 인플레이션이 테이퍼링 계획을 가속화시키고 2022년 금리인상의 기대감을 높였기 때문에, 정치적 압박과 '재정정책 우위' 내러티브와 더불어서 인플레이션이 연준이 결정을 내리는 데에 있어서 핵심적인 요인이 되었다. 그럼에도 불구하고, 장기금리 기대감이 변화하지 않았기 때문에 우리는 연준이 인플레이션을 일시적인 것으로 간주(하지만, 연준은 참조에서는 이러한 견해를 제거함)하고 있다고 믿는다. 따라서, 연준의 조치는 인플레이션의 '호의적 무시' 내러티브 이내에서 유지될 것이다. 투자자에 있어서, 이러한 상황은 크레딧에서 수익을 모색해야 하지만, 포트폴리오 베타를 증가시킬 필요성은 없음을 의미하며, 특히 스프레드가 넓어진 분야에서 더욱 그러하다. 신흥국 및 유럽 주변국 채권에서 바둑업 접근방식과 밸류에이션 바이어스를 통한 알파 생성에 포커스를 두어야 할 것이다.

글로벌 및 유럽 채권(fixed income)

우리는 미국 및 유럽 핵심국/주변핵심국의 듀레이션에 대해서 신중하지만 유연한 견지를 유지하지만, 중기적으로는 이탈리아를 통해 주변국 채권에 건설적 포지션을 유지한다. 브레이크이븐의 경우, 우리는 미국(이제 건설적 포지션을 낮춤)과 유럽(더 이상 긍정적인 포지션은 아님)에 대해서 밸류에이션을 모니터링하고 있다. 그 외의 경우, 우리는 온건한 건설적 견해를 통해 크레딧에서 캐리를 모색하지만, 투자자는 금융, 산업, 경기민감 부문에서 (IG와 HY의) 후순위채권과 같은 투자확신감을 중심으로 중기만기에 대한 고유 익스포저 의존성을 늘려야 한다고 믿고 있다. HY의 경우, 스프레드 압착 테마에 선별적으로 플레이 할 수 있는 기회가 존재하지만, 유동성이 모니터링(1월 유동성의 개선 여부) 되어야 할 것이다. 하지만, 우리는 리레버리징/차입매수(LBO)와 관련될 가능성이 큰 롱듀레이션 증권과 종목은 피한다. 또한, 우리는 소비자, 수송, 화학 부문에도 관여하지 않는다. 전반적으로, 우리는 핵심 금리, 임금, 원자재 가격의 인상이라는 환경에서 승자인 종목을 찾고 있다.

미국 채권(fixed income)

다수의 경기부양책이 있고 모멘텀이 나타나고 있기 때문에, 우리는 미국 경제가 실질적으로 둔화될 것이라는 리스크는 낮다고 믿고 있다. 하지만, 타이트한 노동시장, 공급망 병목현상, 강력한 소비자 수요의 와중에 인플레이션과 코로나 리스크가 지속되고 있다. 연준에 대한 정치적 압박과 결합된 이러한 상황과 인플레이션이 일시적이지 않다는 인식은 미국 중앙은행이 테이퍼링을 가속화시키도록 부추기고 있다. 우리는 핵심 금리의 온건한 상승이 있을 것이라고 예상하며, 이로 인해 듀레이션에 대해 방어적인 포지션을 유지한다. 하지만 물가연동국채(TIPS)의 경우, 우리는 최소한의 익스포저만을 유지한다. 대신에, 우리는 발행사 수준에서 밸류에이션과 펀더멘탈이 매력적인 기업 크레딧에서 알파 생성을 모색하지만, 유동성이 핵심적 관건이다. 또한, 우리는 IG와 HY 익스포저를 관리함에 있어서 파생상품이 선별적인 기회를 제공하고 있다고 믿고 있다. 이와 더불어서, 강력한 기업이익 성장과 높은 저축률은 주택시장을 계속 떠날 것이며, 이는 우리의 증권화 투자 (securitized investments)에 대한 긍정적인 견해를 뒷받침한다.

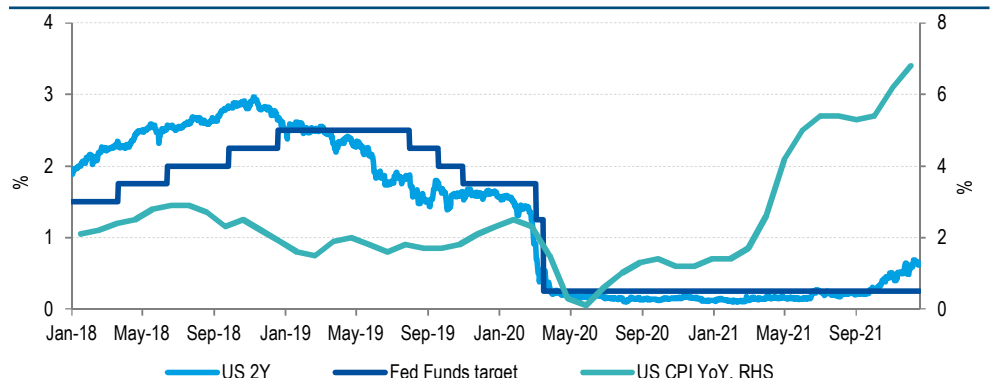
신흥국 채권

신흥국 채권(bond)은 상대적 밸류에이션이 선별적으로 매력적인 관심 분야로 유지된다. 하지만, 미국에서 금리인상, 중국의 상황(기업 구조조정) 및 이와 관련된 영향의 글로벌 시장으로의 잠재적인 전파로 인해 신흥국 채권과 FX에 일부 어려움이 있다. 우리는 경화표시 채권을 선호하면서 IG에 대비하여 HY에 바이어스를 유지하지만, 특히 현지화표시 채권에 대해서는 선별적인 포지션이다. 하지만, 우리는 브라질과 터키에 (고유리스크로 인해) 신중한 포지션을 취한다.

FX

우리는 USD에 긍정적인 포지션을 유지하지만, 코로나 상황과 관련된 불확실성과 브렉시트의 잠재적인 경기약세의 와중에 영국중앙은행(BoE, 영란은행)이 단행한 최근의 금리인상에도 불구하고 우리는 GBP를 하향 수정했다. 신흥국의 경우, 중국인민은행(PBoC은 RMB 평가절상의 일시 중단 의도를 시사했다. 그 외의 경우, 우리는 IDR, INR, RUB에 건설적인 포지션이지만 지정학적 긴장상황을 모니터링 하고 있다.

연준의 매파적 분위기에 불구하고 인플레이션을 사이의 분리



Source: Amundi, Bloomberg, as of 17 December 2021. CPI data is monthly.

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

주식

거대한 격차의 특성에 플레이하기



Kasper ELMGREEN,
Head of Equities



Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

시장은 거대한 격차의 특성을 나타내고 있다 - 가치주 vs 기술성장주; 대형주 집중 및 이에 대한 과대평가 vs 나머지 종목; 가격결정력을 가진 기업 vs 나머지 기업. 이는 바텀업 선별을 위한 비옥한 기반을 제공한다

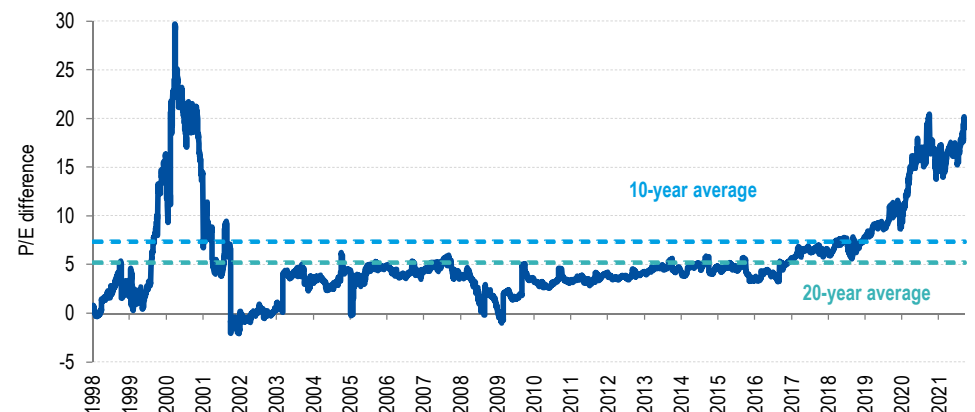
종합적 평가

우리는 신년에 진입한 시점에 수요 환경(강력한 고용률, 임금 상승, 축적된 저축)은 견조하게 유지하고 유럽(그린딜)과 미국의 긍정적인 재정부양책에 의해 떠받혀지고 있다고 믿고 있다. 반면에, 오미크론 변이가 과도한 밸류에이션이 있는 세그먼트에서 일부 차익 실현으로 이어지고 코로나 시국은 계속해서 변화되고 있다. 시장집중도도 역시 높은 상황임을 감안하면, 시장의 작은 부분이 커다란 이익에 대해서 가지는 책임이 점차 커지고 있다. 따라서, 밸류에이션 분산율이 높은 시기에 승자의 주식 종목을 포착함에 있어서 선별이 핵심적 사안이다. 하지만, 이렇게 함에 있어서도, 투입가격 상승의 소비자로의 전가가 영구적으로 일어날 수는 없다는 사실도 인식하고 있다. 따라서, 시장 포지셔닝을 통해 시연된 가격결정력, 지식재산권 등을 찾아보고 있으며, 균형을 유지한다.

유럽 주식

우리는 가치주와 방어주 세그먼트의 선별적인 주식 선택에 대해 기회를 제공하는 시장(예: 의료건강)에서 균형을 유지한다. 반대쪽 끝에서는, 우리는 경기민감주(건설 슈퍼사이클에 노출되어 있는 산업주)와 금융주(은행주)에 포커스를 유지한다. 또한, 매력적인 밸류에이션으로 트레이드 되고 높은 이익배당 수익률을 제공하는 경제 재개와 관련된 주식 종목도 선호한다. 하지만, 롱듀레이션 주식, 기술주(경미하게 방어적 포지션을 낮춤), 경기소비재주에는 신중한 포지션이지만, 시장전위로 나타나는 기회에 주목하고 있다. 우리의 전반적인 견지는 통화정책 정상화 방향으로 바이어스를 가지지만, 우리는 기업 마진에 단기적 이상에서 미치는 인플레이션의 영향과 코로나 시국의 변화를 계속해서 평가하고 있다. 이렇게 함으로서, 우리는 재무제표 강점, 재무적으로 유의한 ESG 매트릭스의 향상 잠재력 및 ESG 프리미엄이 가격에 반영되기 이전인 기업에 대한 투자의 잠재력에 주안점을 둔다.

극단적 수준의 성장주 가치



Source: Amundi, Bloomberg, as on 17 December 2021. 12 month forward price/earnings ratio of MSCI World Growth

미국 주식

연준은 양적완화 축소를 가속화시키고 있지만, 전체적인 S&P에 비교한 상대적 성과가 닷넷 버블의 고점 수준에 도달한 테크 부문과 같은 일부 시장 세그먼트에서는 여전히 낙관적 분위기가 만연해 있다. 일부 소수 대형주의 성과가 시장을 지배하고 있기 때문에 이는 핵심적 리스크 중의 하나(편중 리스크)이다. 반면에, 기업들은 사상 최고의 마진을 내고 있지만 우리는 가격결정력에 의존적인 이러한 마진의 지속 가능성에 대한 포커스를 증가시켰다. 공급 병목현상이 완화되는 경우에는, 제한적인 가격결정력을 가진 기업들에게는 마진 잠식이 나타날 수 있다. 성장주에 대비하여 상대적 가치가 극단적이라고 생각하는 가치주가 선호하면서 우리는 선별적인 포지션을 유지한다. 이와 더불어서, 투자자는 시장이 무시하고 있는 인플레이션 리스크에 덜 노출된 분야로 포트폴리오를 틸팅해야 할 것이다. 따라서, 우리는 시장 방향성 보다는 주식종목의 선별에 우선 순위를 두고, 기업별 동인요인에 포커스를 둔다. 부문별 수준의 경우에, 우리는 초우량주, 경기민감 가치주를 선호하지만, 높은 모멘텀 주식/성장주 종목과 롱듀레이션 주식에는 신중한 포지션이다. 또한, 실질금리 상승이 잠재적으로 시장 분위기에 영향을 줄 수 있기 때문에 우리는 전통적인 리스크오프 부문(필수소비재주와 유틸리티주)에 대해서도 방어적 포지션이다.

신중국 주식

이질적이 신중국 세계의 매력적인 상대적 밸류에이션은 바텀업 관점에서 기회를 제시한다. 중국의 단기적 경제전망은 경기둔화의 범위와 관련한 불확실성에 의해 먹구름이 낀 반면에, 2022년에 접어들어 중국정부의 견지는 2021년에 비교하여 보다 경기부양적으로 된 것으로 보인다. 우리가 가장 선호하는 시장은 러시아(에너지와 원자재에 대한 구조적 수요), 인도(중국 경기둔화에서 많은 혜택을 받지만 비싸지고 있음), 헝가리이다. 부문별 수준에서, 우리는 경기소비재주와 에너지주를 선호하며, 성장주에 대비하여 가치주에 대한 선호를 유지한다.

글로벌 테마 견해

질문과 답변

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

2022년 유럽의 핵심 정치적 일정은?

예정된 다수의 총선 일정은 중간 수준의 불안정성을 가져올 것이다. 하지만, 이러한 선거를 통해서 등장할 수 있는 새로운 인물들이 현재의 유럽 대형 국가의 정부에서 일반적으로 나타나고 있는 친유럽적이고 시장 친화적인 견지에서 급작스러운 변화로 이어질 가능성은 낮다.

이러한 측면의 주요한 정치적 상황전개에서 2021년에 다음과 같은 주요 사안들이 이미 발생했다.

1. 이탈리아가 「차세대 유럽연합」(NGEU) 경제복구 기금을 활용하고 기대하는 개혁을 수행할 지의 여부에 대해 신뢰를 유지하는 도구로써 시장 및 북유럽 국가 모두에서 그 시급적으로 간주되었던 작년 2월의 마리오 Дра기(전 유럽중앙은행 총재)의 내각 재구성.
2. 3당 연립정부(「사회민주당」+ 「녹색당」+ 자유시장 친화적인 「자유민주당」)로 이어졌던 박빙의 작년 9월의 독일 총선, 전임(메르켈) 정부보다 유럽 통합에 보다 적극적인 태도를 가진 것으로 간주되고 있음.

2022년 전반기에는 이탈리아와 프랑스에서 주목할 만한 정치적 행사가 예정되어 있다.

1월로 예정된 이탈리아 대통령선거(의회에서 투표로 선출)는 일부 노이즈를 발생시킬 수 있지만, 급격한 변화를 유발하지는 않을 것으로 보인다. 현 단계에서는 사전 협정을 통해 레르지오 마타렐라 대통령의 후임자를 원만하게 선임하기 위해 정당 사이에서 과반 의석의 합의에 이를 수 있을 지의 여부는 불분명하다. Дра기 현 총리가 차기 대통령이 되기 위한 의석을 확보할 가능성(실제로도, Дра기 총리는 대통령직을 수락할 수 있음을 암시함)이 높은 반면에, 현직 총리가 대통령으로 역할을 변경하는 경우에는 신임 정부의 구성이 필요하게 되며, 이는 정부의 권력 장악력의 약세와 2023년으로 예정되어 있던 의원 선거가 조기 총선으로 이어질 수 있는 리스크를 동반하게 된다. 하지만, 경기회복과 유럽에서 바라보는 이탈리아 국가 이미지에서 매우 중요한 현 시기에 대다수의 이탈리아 정치세력은 연속성을 우선시할 가능성이 크며, 가장 가능성이 높은 시나리오는 다음과 같다. 1/ Дра기 현 총리가 신임 대통령이 되고, 대다수의 정당은 신임 총리가 현재와 동일한 방향의 정책을 계속하는 것에 동의한다. 2/ 새로운 신임 대통령 선출에 최종적으로 동의하고(또는, 마타렐라 현 대통령이 기존의 은퇴 선언을 번복하는 경우에 재선출에 동의함), Дра기 총리를 유임시킨다. 이러한 두 시나리오는 시장/유럽 정책의 관점에서 긍정적인 상황으로 간주될 것이다.

프랑스의 선거 일정(4월 10일 및 24일의 대통령 선거와 6월 12일 및 19일의 입법부 선거)도 급격한

변화로 이어질 가능성은 낮다. 지금까지, 가장 가능성이 높은 두 가지의 시나리오는 엠마뉴엘 마크롱 현 대통령이 재선출되거나 우파 주요 정당 후보인 발레리 페크레세가 신임 대통령으로 선출되고, 입법부 선거에서는 중도 우파나 온건 우파 또는 이들의 연립정부가 구성되는 결과로 이어지는 시나리이다. 마크롱 대통령과 페크레세 후보의 정책공약 세부내용은 프랑스 경제에 장기적으로는 상이한 영향이 있을 수 있지만, 두 사람 모두가 강력한 유럽통합 프로젝트(마크롱 대통령이 경미하게 더 지지하고 있는 것으로 보임)를 지지하고 있는 것으로 간주되고 있다. 극우 정당들이 여론조사에서 강세를 보이고 있으며 그 중의 한 후보는 대통령선거에서 결선에 진출할 가능성이 있고 좌파 정당은 매우 약세로 분열된 상태이기 때문에, 대통령선거가 진행되는 과정에서 일부 시장 스트레스가 온건하게 발생할 가능성이 있다. 하지만, 극우 정당이 결선 투표에서 승리할 가능성은 매우 가능성이 낮다. 또한, 우익 정당들은 프렉시트(프랑스 유럽연합 탈퇴)를 공약에서 제외시켰으며, 이는 2017년의 대선보다는 시장 관점에서 동반되는 리스크가 줄어들었음을 의미한다.

주목해야 할 또 다른 정치 행사는 1월 30일의 포르투갈 조기총선이다. 작년 9월 「사회당」 소수 집권정부가 제안한 예산안이 의회에서 부결된 후에 이번의 조기선거는 발표되었으며, 이로 인해서 무엇보다도 「차세대 유럽연합」(NGEU) 기금의 활용을 더욱 어렵게 만들었다. 가장 최근의 여론조사에 따르면, 안토니오 코스타 현 총리의 「사회당」이 가장 앞서 있지만 과반에는 미치지 못하는 것으로 나타났으며, (최근까지도 포르투갈에서 주요 정치적 세력이 되지 못했던) 극우 정당의 강력한 약진도 나타나고 있다. 하지만, 포르투갈이 유럽연합 추천 개혁안의 이행(「사회당」이 극좌 정당과 의회에서 동맹을 맺었음에도 불구하고 개혁 공약을 철저히 하지 않았음)이라는 측면에서 강력한 실적을 보여주었으며 대부분의 정당이 일반적으로 친유럽적인 견지를 가진다는 사실을 감안하면, 이번 조기선거나 커다란 시장 스트레스를 발생시킬 가능성은 낮을 것으로 보인다.

비유화 통화권의 유럽연합국의 경우를 살펴보면, 유럽연합의 다수의 다른 회원국과 정책적 차이로 종종 갈등을 일으켰던 빅토르 오르반 헝가리 총리는 온건중도 우파의 친유럽 페테르 라르키제이 야당연합 대표로부터 강력한 도전을 받고 있기 때문에 헝가리 총선(정확한 선거일은 4월이나 5월에 확정될 예정임)은 헝가리 정치지형에 커다란 변화를 가져올 수도 있을 것이다.

2022년에는 유럽 자본시장통합(CMU, Capital Market Union)에 진전이 있을까?

2021년 전반기 동안에 자본시장은 기업의 자금조달을 위한 공급을 증가시켰다. 유럽연합 ESG 채권시장은 빠르게 성장했다. 하지만, 주식 격차는 유지되고 있고 증권화 시장은 축소되었다.

자본시장은 유럽에서 너무 파편화된 상태를 유지하고 있다. 좋은 소식은 자본시장통합(CMU)이 진전되고 있다는 사실이다. 작년 11월 25일에 유럽연합 집행위원회는 유럽연합 전체에서 자본을



Pierre BLANCHET,
Head of Investment Intelligence



Didier BOROWSKI,
Head of Global Views



Tristan PERRIER,
Global Views

글로벌 테마 견해

조달하는 기업 역량을 향상시키는 종합적인 조치를 발표했다. 실무에서 이러한 조치는 투자자들이 기업/거래 데이터에 대한 접근성을 개선시키고, 장기적 투자를 고무시키고, 회원국 사이의 펀드 매수를 촉진시키고, 유럽연합 기업들과 투자자 사이의 연결성을 향상시키고, 투자자의 투자기회를 확대하도록 만드는 것이다. **따라서, 2022년에는 자본시장통합의 심화가 가시권에 들어오게 된다.** 유럽연합 집행위원회는 2020년 9월의 실천계획에 부합하는 방식으로 2022년에 추가적인 자본시장통합 조치(기업도산에 대한 이니셔티브 포함)가 뒤따를 것이라고 발표했다.

이는 유럽연합에는 스위트 스팟(sweet spot)이다 - 새로운 정치적/제도적 환경, 「차세대 유럽연합」(NGEU)의 시행, 재정규칙의 개정(작년 10월의 Cross Asset의 [분석](#) 참조), 자본시장통합의 심화가 결합되어 폴리시믹스(정책조합)에서 더 커다란 유연성의 확보를 가능하게 하고 금융적 일관성을

가속시킬 수 있게 한다.. 그리고 유로통화권의 회복탄력성을 배양시키고 저축 배분을 개선하게 될 것이다.

올해 유럽의 정치적 상황은 독특하다. 유로화 탄생 이후 최초로 유로통화권의 가장 커다란 세 곳의 국가들의 리더는 유럽의 제도적 이슈(CMU, BU, 재정규칙)에 매우 친숙하다. 프랑스가 올해 전반기 동안에 유럽연합의 순환 의장국을 맡음에 따라, 마크롱 프랑스 대통령은 이러한 유럽 의제를 추가적으로 밀어붙일 수 있는 기회를 가지게 된다. 마크롱 대통령이 이러한 기회에서 성공하는 경우, 「차세대 유럽연합」(NGEU)가 향후 수년 동안에 영구적인 제도로 정착할 수 있는 더 좋은 기회가 되고 그린/디지털 전환을 촉진시킬 것이다. 또한, 외국인 투자자 분위기도 도움이 되어서, 유럽으로 자금 유입을 유지하는 데에 기여하게 될 것이다.

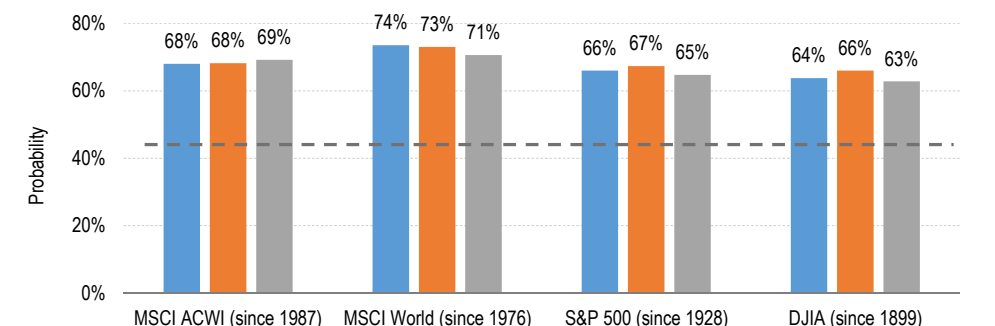
2021년에 강력한 성과를 보인 주식시장은 2022년에 하락할 가능성이 더 커질까?

2021년에 주가지수는 강력한 성과를 내었으며, 다수의 투자자들은 시장수준과 2022년에 급격한 조정의 리스크를 우려하고 있다. 하지만, 주식시장이 한 해 동안에 좋은 성과를 내면 그 다음 해에는 하락한다는 것은 진실인가? 이에 대한 간단한 대답은 ‘아니요’이다. 주요 주식지수(MSCI World, MSCI AC World, S&P 500, 또는 Dow Jones Industrials)의 연간 수익률을 살펴보면, 2년 연속으로 플러스의 성과를 내는 확률은 70% 근접하며, 지수들 사이에서 이러한 확률의 분산도는 매우 좁음이 확인된다. 1년차 성과가 8% 이상이라는 조건을 부여하는 경우에는 2년차에 플러스가 되는 확률이 경미하게 하락한 66%가 되며, 1년차 수익률이 15% 이상인 경우에도 2년차에서 모든 지수가 플러스인 확률은 60% 이상인 것으로 나타났다¹. 따라서, 한해 동안에

좋은 성과를 낸 주식 시장이 그 다음 해에 하락할 가능성이 크다는 우려는 통계적으로 근거가 없다. 실제로는 긍정적인 모멘텀이 계속될 가능성이 훨씬 높다. 이는 **모멘텀의 힘**(즉, 가속력)에서 비롯된다. 이것이 주식이 2022년에 플러스 성과로 마감될 것이 확실한 것은 아니지만 2021년의 강력한 성과가 그 자체로 베어리시한 포지션이 되어야 할 근거가 되지는 않는다는 사실을 의미한다. 코로나 리스크, 밸류에이션, 중앙은행의 매파적 견지로 전환 등과 같이 주식시장을 2022년에 하락시킬 수 있는 수많은 다른 요인들이 존재한다. Amundi는 올해 초에 이 자산 종목에 대해서는 중립적인 포지션이다. 하지만, 주식이 올해 하락한다고 하더라도, 이것이 작년에 크게 상승했다는 이유만으로 그렇게 되지는 않을 것이다...

¹ 이러한 예는 다음과 같다. 1987년 이후로 MSCI World 지수는 (총 46년 중에서) ‘플러스 지수를 기록’한 연도 수는 34년이었다. 이 중에서, 이전 연도에 플러스의 지수를 기록한 뒤에 그 이후의 연도에도 플러스를 기록한 연도 수는 25년이었다. 따라서 이 특정한 지수의 역사적 샘플에서 2년 연속으로 플러스를 기록할 확률은 73.5%(25/34)이다. 이 지수가 +8% 초과한 성과를 기록한 연도 수는 (총 46년 중) 26년이었다. 이 중에서, 이전 연도에 +8% 초과한 성과를 기록한 뒤에 그 이후의 연도에도 플러스를 기록한 연도의 수는 19년이었다. 따라서 이 특정한 지수의 역사적 샘플에서 2년 연속으로 플러스 성과를 기록할 확률은 73.5% (25/34).

1/ 1년차에 플러스 성과를 낸 이후에 2년차에도 연속으로 플러스 성과를 내는 확률



■ Positive Perf in Y2 after + Perf in Y1 ■ Positive Perf in Y2 after > +8% Perf in Y1 ■ Positive Perf in Y2 after > +15% Perf in Y1
Source: Amundi Research - Data as of 15 December 2021

실질금리가 왜 이렇게 마이너스인 상태이며, 이것이 이슈가 되는 이유는?

실질금리는 금리(예를 들면, 10년물 본드의 수익률)와 연간 인플레이션 사이의 차이로 일반적으로 정의된다. 피셔 방정식으로 알려져 있는 실질금리의

명목금리와 물가상승률의 관련성은 올해의 본드 채권 구매력을 나타낸다. 이론적으로, 본드시장은 실질적 및 미래의 경제성장률과 인플레이션을

글로벌 테마 견해

가격에 반영한다. 따라서, 실질금리는 성장전망과 시간선호를 반영하게 된다.

본 분석을 작성하는 시점을 기준으로, 미국 재무성증권 10년물의 실질금리는 5.4%이며, 독일국채 10년물의 실질금리는 -5.3%이다. 이러한 수치는 향후 10년 동안에 경제성장률이 마이너스가 될 것임을 제시하고 있다. 또한, 투자자들은 인플레이션이 지속 가능하다고 믿고 있지 않음을 부각시키고 있다. 인플레이션 포워드²사용하면, 이러한 수치들은 미국 재무성 증권의 경우에는 -1%, 독일국채는 -2.2%로 조정될 수 있다. 클레블랜드 연방준비위원회는 인플레이션 데이터, 인플레이션 스왑, 서베이 기반의 기대인플레이션 측정(향후 30년 동안의 인플레이션율을 추산함)을 포함한 더욱 복합적인 모델을 사용하여 미국 재무성증권 10년물 실질금리 시리즈를 발표하고 있다. 클레블랜드 연방준비위원회에 따르면, 현재의 실질금리는 마이너스임이다. 최근의 역사에서 이러한 마이너스 실질금리는 글로벌 금융위기 이후 및 연준의 무한적인 양적완화(기한이 정해지지 않은 특성으로 인해 붙여진 제3차 양적완화의 별칭) 동안에만 발생했다. 시장 역사의 기한을 넓혀서 살펴보면, 두 차례의 석유파동 시기(즉 인플레이션이 매우 급격하게 상승하던 시기)와 1950년대 초(연준이 금리를 통제하던 시기)에도 마이너스였다. 현재의 실질금리 수준은 1970년대

석유파동의 시기와 유사하다.

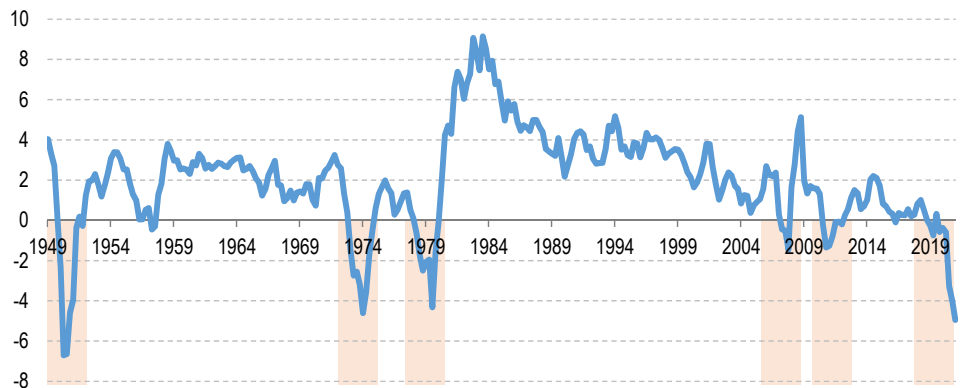
실질금리가 마이너스인 주요한 이유로는 두 가지일 수 있다 - 인플레이션이 시장 기대감보다 훨씬 빠르게 상승하고 있기 때문이거나, 또는 중앙은행(여기에서는 미국 연준)이 금리를 상한선을 두거나 양적완화를 통해서(또는 이러한 두 가지 조치를 결합하여)적어도 금리 조정을 제약시키기 때문이다. 투자 안정성이나 규제적인 이유로 투자자가 국채로 유입된 것도 역시 금리를 끌어내리고 있다. 마이너스 금리는 단지 수년 동안에만 지속되었고 그 이후에는 금리가 플러스대에서 급격하게 상승하는 경향이 있다는 사실을 언급할 필요가 있다.

마이너스 실질금리는 연금저축에 타격을 주고 저축자를 인플레이션에 견고한 자산에 투자하도록 만든다 - 마이너스 금리는 자금조달의 비용을 낮추며 위험자산 밸류에이션을 떠받치고, 고성장과 같은 롱듀레이션 자산이 자산가격 거품 등과 같은 더 많은 시스템리스크를 발생시켜서 결국은 금융시스템을 저해할 수도 있다.

1975년, 1980년, 2008년 및 그 정도는 덜 하지만 2021년에서 나타난 것과 같이, 실질금리는 급격한 움직임을 보이면서 제로로 되돌아가는 경향이 있다. 실질금리는, 현재 낮은 수준을 감안하면, 본드시장의 변동성을 분명 증가시킬 것이며, 위험자산에 대한 일시적인 투매를 유발할 수도 있다.

² USD 및 EUR 기준의 5Y5Y 인플레이션 포워드의 시장가격

2/ 1949년 이후의 미국 실질금리
(미국 재무성증권 10년물 고정만기 수익률에서 CPI 인플레이션을 차감한 수치)



Source: Refinitiv Datastream, Amundi Research, December 2021

조 바이든 대통령의 ‘더 나은 미국 재건법’이 의회를 통과하지 못한다면?

장기간 동안의 협상에도 불구하고 조 바이든 대통령의 대표공약인 “더 나은 미국 재건법”(BBB) 법안은 통과에 필요한 상원 의원의 과반수를 여전히 확보하지 못하고 있다. 보수성향의 맨친 민주당 상원의원은 새로운 사회적 투자와 기후변화 관련 투자를 포함하고 있는 이 법안에 반대하면서, 입법과정의 절차를 중단시켰다. 법안 패키지의 어떠한 형태가 궁극적으로 살아남을지는 분명하지는 않지만, 현재의 형태와 규모(1.75조 달러)가 유지될 가능성은 낮다. 따라서, 가장 가능성이 큰 시나리오는 패키지의 규모가 1.2조~1.5조 달러로 줄어는 것이다.

우리의 예측에 따르면, 이미 통과된 초당적인 「인프라 계획법」만이 시행되는 경우 2022년과 2023년에 각각 3.7% 및 2.1%의 경제성장률이 예상되는

반면에, 「더 나은 미국 재건법」이 초안의 형태 및 규모로 함께 시행되는 경우에는 2022년과 2023년의 경제성장률을 각각 4.5%와 2.6%로 끌어 올릴 것으로 보인다.

단기적인 영향은 자녀세액공제와 같은 일부 팬데믹 관련 지원패키지가 2022년말에 종료된다는 점이다. 현재의 법 규정에 따르면, 지원패키지 대상 가구는 6세 미만의 자녀 각각에 대해서 매달 최대 300달러를 수령한다. 자녀세액공제의 종료는 중저소득 가구에 대한 재정적 이전소득의 급격한 삭감을 의미하며, 이는 소비와 코어 인플레이션에 부정적인 영향을 줄 것이다. 따라서, 이는 연준의 예상하는 기대인플레이션을 완화시킬 수도 있다.

2021-12-21 작성 완료

중심 시나리오 및 대안 시나리오 (12~18개월 기간)

월별 현황

우리는 시나리오의 기존 내러티브와 확률에 변화를 주지 않았다. 중심 시나리오에서는 코로나가 관리되는 가능하지만 수 차례의 대유행을 일으키는 풍토병이 될 것이며, 재정지원책이 현저한 수준을 유지하고 통화정책과 연계될 것이며, 2023년에 경제성장률이 잠재성장률로 수렴할 것이라고 가정하고 있다. 우리는 오미크론 변이가 유럽의 경기회복에 일시적으로 영향을 줄 것이라고 가정한다.

다운사이드 시나리오 15%	중심 시나리오 70%	업사이드 시나리오 15%
스태그플레이션으로 향하는 경기하락 재개	험난한 노정, 지역별 분화	포용적이고 지속가능한 성장
분석	분석	분석
<ul style="list-style-type: none"> ● 여러 리스크가 경기하향세를 촉발시키고, 이러한 경기하향세의 깊이는 그 충격의 특성과 강도에 따라 달라질 것임. ✳ 글로벌 수요의 하락과 노동시장의 악화됨에 따라 가격 상승의 압박이 줄어들. ◎ 통화적 및 재정적 완화조치가 재개되고 있으며, 이는 금융억압이 추가적으로 강화될 가능성이 있음. ◎ 인플레이션이 이후에 재부상하여 중앙은행은 자신의 가이드선에서 이탈하고 신뢰성을 상실함. - 잠재적인 유발요인에는 중국경제의 경착륙, 코로나19 재확산, 금융적 충격, 기대인플레이션의 디앵커링, 기후변화 관련 자연재해, 정책실수 등이 포함됨. 	<ul style="list-style-type: none"> ✳ 코로나19는 간헐적인 대유행을 동반하는 풍토병이 될. ✳ 2021-22년에 캐치업을 이루는 경제성장률이 2023년에 기존 추이로 수렴함. 중국의 경기둔화, 오미크론의 부정적인 영향 및 인플레이션 가속화로 인해 2022년 전반기에 소프트패치. ✳ 공급 측면의 병목현상과 임금 상승 압박으로 인한, 지속적인 인플레이션 압박. ◎ 통화정책의 무동조화: 빠른 테이퍼링 및 올해 2번의 금리인상이 예상되는 미국 연준, 가벼운 금리인상 사이클이 예상되는 영국중앙은행, 양적완화를 재조정하고 있는 유럽중앙은행, 완화적 바이어스를 가지고 있는 중국인민은행. 금리가 더 장기간 동안 낮게 유지됨. ◎ 재정정책: 일부 지원책의 종료되지만, 에너지 전환에 대해서는 공적인 자금지원이 필요할 것임. ✳ 기후변화가 원자재 사이클을 혼란시키고 스태그플레이션 추이에 가중시키는 방식으로 경제성장과 인플레이션에 침투함. 	<ul style="list-style-type: none"> ✳ 바이러스 변이에도 불구하고 예상보다 빠르게 팬데믹이 잦아들. ● 잉여적인 저축과 임금 상승이 소비를 촉진시켜 기업 마진의 잠식을 상쇄함. ● 기술 발전과 구조적 개혁을 통한 생산성 향상. ✳ 포용적 성장 및 효과적인 불평등 해소. ✳ 관리가 유지되는 인플레이션. ◎ 투자 강세와 저축 감소에 의한 금리 상승. ◎ 중앙은행 통화정책 정상화가 시장에 의해 잘 수용됨. ● 강력한 경제성장과 재정규율로의 점진적인 전환을 통해 지속 가능한 부채 유지. - 잠재적 유발요인에는 우량한 정책(예: 구조개혁, 효과적인 백신접종 프로그램, 분권화를 통한 포용적 금융)을 포함함.
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 	<ul style="list-style-type: none"> - 높은 밸류에이션과 성장을 감속으로 인한 리스크 조정 예상수익률의 하락 - 미국 재무성증권 및 유로통화권과 신흥국의 수익률곡선의 제한적인 스티프닝 - 금, 연계채권, 주식을 통한 인플레이션 헤지 - 신흥국(EM): 단기적으로 신중한 포지션, 장기적인 수익 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 인플레이션 연동채권을 선호할 것

✳ 코로나19 관련 토픽

✳ 기대성장률과 기대인플레이션

◎ 통화정책 및 재정정책

▲ 경기회복 계획 또는 금융조건

● 민간 및 공공 채권발행인의 지급불능(부도)

● 경제레짐 또는 금융레짐

✳ 사회적 또는 기후관련 토픽

상위 리스크

월별 현황

오미크론 대확산은 이미 팬데믹 2.0의 일부였기 때문에, 우리는 2022년 중심 시나리오에 대한 이번 달의 상위 리스크에 어떠한 변화도 주지 않았다. 우리는 코로나19 관련 리스크를 경제적 리스크의 일부분으로 간주한다. 리스크는 헤징 전략의 파악이 용이하도록 그룹화되어 있으며, 이러한 그룹화된 리스크들은 분명한 연관관계를 가지고 있다.

경제적 리스크 20%

- 팬데믹 2.0
 - 대규모 백신접종에도 불구하고 코로나의 새로운 대유행이 북반부에서 발생하고 있다.
 - 백신 효능이 제한적이 변이의 발생은 경기회복을 저해한다(새로운 봉쇄조치 또는 이동제한조치).
- 공급망 혼란이 계속되고, 투입비용 상승압박은 기업이익 리세션으로 이어짐.
- 중국 부동산 시장이 붕괴되어, 경제성장 전망이 낮추어 짐.
- 수요 급증으로 견인된 석유 및 가스 충격 및 자본적지출 삭감이 인플레이션 상승을 가속화시킴.
- 통화정책 실수
 - 기대인플레이션이 상승함에 따라, 연준과 주요 선진국 중앙은행들이 자금조달 조건을 너무 이르게 긴축하여, 인플레이션을 궁극적으로 하락하지만 경기회복에 악영향을 주게 된다.
 - 중앙은행의 소통 실수가 불확실성 확대로 이어진다.
- 기후관련 자연재해가 성장 가시성과 사회적 균형을 저해함.

금융적 리스크 20%

- 기대인플레이션의 디앵커링이 채권시장 전위 및 통화긴축 강화로 연결됨.
- 중앙은행의 유통성 주입과 정부 지원이 종료된 후에, 펀더멘털의 향상에도 불구하고 **기업 지급불능 리스크 상승.**
- 국제 위기
 - 평시 기준으로 GDP 대비 비율이 사상 최고 수준에 도달한 공공부채를 가진 대다수의 국가들은 신용등급의 하락 및 금리 상승에 취약하게 된다.
 - 신흥국 시장의 약세는 국제수지 위기를 유발하고 채무불이행의 리스크를 증가시킬 수 있다.
- 광범위한 그린워싱(위장환경주의)와 ESG 투자 거품이 에너지 전환 자금조달을 저해함.
- USD 불안정성 및 준비통화 지위의 점진적 상실의 불안정한 통화시장으로 이어짐.

정치적/지정학적 리스크 20%

- 미국/유럽 vs. 중국/러시아
 - 아프가니스탄 철군 이후의 미국의 영향력 상실 및 Nato 동맹국의 불신 상승
 - 중국과 러시아에 강경노선을 취하고 있는 미국
 - 유럽연합은 자신의 경제적 이해에도 불구하고 미국의 노선을 따를 수 있음
 - 남중국해나 대만 해협에서의 우발적 충돌
 - 우크라이나 국경에서 군사 행동
- 코로나 위기와 에너지 가격 상승을 배경으로 한 프랑스나 이탈리아에서 유럽 포퓰리스트 지지세 상승. 유럽연합 파편화 증가.
- 신흥국 정치적 불안정성 견인 요인:
 - 바이러스 위기 관리의 혼란
 - 「아랍의 봄」에서 나타났던 것과 유사한 새로운 사회적 소요의 발생으로 이어지는 식품 및 에너지 가격의 상승
- 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.

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

- 석유, 위험자산, AUD CAD 또는 NZD, 신흥국 현지통화표시 CCY

+ CHF, JPY, 금, CDS, 옵션, Min Vol

- 석유, 위험자산, 프런티어 시장, 신흥국

+ 선진국 국채, 현금, 금, USD, 변동성, 방어적

- 석유, 크레딧 및 주식, 신흥국 채권지수

CROSS ASSET 디스패치: 시장 변곡점 감지하기

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

경제적 배경

- 3분기의 강력한 경기확장이 있는 후에, 팬데믹 상황의 악화는 경제활동의 현저한 둔화 증가로 이어지고 있다.
- 4분기 경제성장률 하락도 고차 주기 데이터와 소프트 지수의 둔화에 의해서 확인되고 있다. 가장 최근의 12월 간접 서베이에서 확인되듯이 서비스 부문은 이러한 둔화에 가장 노출된 상태를 유지했다.
- 하지만, 심각한 공급망 혼란과 강력한 인플레이션 압박에도 불구하고 제조업 활동은 견고한 속도로 계속 확장되고 있다.
- 경제 서프라이즈는 안정화되었으며, 이는 소프트 데이터 서프라이즈에 의해 뒷받침되고 있다. 이와는 반대로, 하드 데이터 서프라이즈는 안정적이며 부정적으로 유지되고 있다.
- 개선은 되고 있지만 독일과 스페인의 CESI 지수는 마이너스로 유지되고 있는 반면에, 이탈리아와 프랑스에서는 상향 추이가 계속되고 있고, 소프트 데이터 서프라이즈에 의해 뒷받침되듯이 미국에서는 플러스를 유지하고 있다.



중립적 +
자산배분

기술적 요인

- 기술적 요인은 명확한 방향성이 부재한 상태에서 혼재된 환경을 계속 보여주고 있다.
- 위험자산의 중기적 추이는 견고하게 유지되고 있지만, 단기적 모멘텀 신호는 덜 부양적으로 되었다.
- 오미크론 변이로 인해서 불확실성의 상승되었다.
- 역행투자 메트릭스(contrarian metrics)는 최근의 시장조정 동안에 해소되었다. 대다수의 위험자산은 더 이상 과잉매수 되지 않고 있다. 하지만, 이러한 신호가 고립되어 발생되고 있다면, 주식과 크레딧 모두에서 과장된 밸류에이션임 감안하여 우리는 롱포지션을 개시하기에는 충분하지 않다고 믿고 있다.
- 저점매수의 내러티브가 작동하고 있는 것으로 보인다. 하지만, 적극성이 강해지고 있는 중앙은행과 더불어 악화 중인 환경은 변동성 상승을 제시하고 있다.

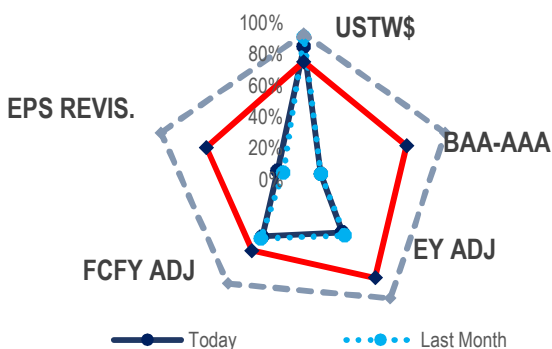
펀더멘탈 및 밸류에이션

- 우리는 금리가 단기적으로는 낮게 유지될 것이라고 간주하고 있지만, 경기둔화와 연준 테이퍼링의 영향을 감안하면 멀티플과 EPS 기대감은 너무 시장안주적인 경향이다.
- 유동성이 위험자산의 가장 강력한 동인이 되어왔다. 인플레이션 압박이 중앙은행이 통화 정상화를 시작하도록 만들기 때문에, 이러한 유동성이라는 떠받침은 이제 점차 사라질 것이다.

시장분위기

- 새로운 바이러스 변이는 성장에 대한 우려를 추가시킨 반면에, 인플레이션은 더욱 지속적인 성격을 띠고 있으며, 이는 중앙은행이 자산매입과 정책금리를 정상화하는 것을 고려하도록 강제하고 있다.
- 우리는 리스크 매트릭스 툴킷에서 구조적인 리스크 저감(structural de-risking)의 증거는 부족하다고 확인하지만, 과거와는 다른 무엇인가가 부상하고 있다고 생각한다.
- 금융조건은 글로벌 수준에서 온건한 긴축하라는 신호를 내기 시작했으며, 이는 신흥국 금융조건에서 먼저 나타나고 있다.
- 우리는 “리스크오프” 환경에서 거리가 여전히 멀지만, 기관투자자는 대부분의 차원(주식, FX, 본드)에서 리스크 익스포저를 줄였다.

여전히 부양적인 Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST)



Source: Amundi Research, Data as of 14 December 2021

CAST 리스크 인식은 구조적인 리스크의 증가를 보여주지 못했다. EPS 전망조정 악화는 제한적으로 유지되고 있으며, 크레딧 리스크프리미엄(우리는 Moody의 Baa-Aaa 스프레드를 대체지표로 활용함)는 낮게 유지되고 여전히 완화된 금융조건 기능을 제공하고 있다. 하지만, USD는 리스크오프가 확연하게 요구되는 분야이며, 이것이 나머지 분야로의 전파 여부가 면밀하게 모니터링해야 할 필요가 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 확신 수준과 더불어서 시장의 스트레스 조건을 예측하는 하나의 지수로 통합된다. 이 오각형은 5개의 전초징후를 시각화하며, 여기에서 적색 선은 경고 임계점을 나타낸다. 적색 선 위의 거리가 클 수록 리스크 인식이 높으며, 결국에는 방어적인 자산배분에 근접하도록 움직임 필요성이 높게 된다.

글로벌 리서치 클립

1 미국 인플레이션이 상향 수정되었으며, 이제는 인플레이션 레짐이 2022년까지로 연장되고 낮은 수준으로 수렴은 2023년으로 미뤄질 것으로 예상된다

- 2022년 추산 CPI 4.4%(vs 분기별 평균 3.8%), 비교 기준(4분기)의 상승되고 인플레이션의 지속성이 확인됨
- Amundi의 CPI 예측은 컨센서스보다 경미하게 높은 2022년 4.2%로 추산되고 있다. 따라서, 우리는 현재의 인플레이션 레짐이 2022년까지 연장되고 “정상적인” 인플레이션 레짐으로의 수렴이 2022년 4월부터 시작되어 2023년 전반적으로 확산될 것으로 예상된다
- 최악 경우 시나리오: 코로나19의 대확산이 계속되어 공급(비용 상승)과 수요(점진적 잠식)를 저해하고, 이는 중앙은행을 구석으로 몰아갈 수도 있음

투자 중요 함의:

- 인플레이션 레짐이 이제 2022년의 중심 시나리오이며, 이는 1) 중앙은행이 통화정책 조정에서 더 커다란 압박을 받게 되고, 2) 명목수익률(및 실질수익률)에서 상방 잠재력이 있고, 3) 최근의 풀백에도 불구하고 아직 시장에서 가격이 반영되지 않고 있는 위험자산의 밸류에이션에 대한 떠받침이 줄어들게 된다는 점을 함의하고 있다.

2 2022년 연준의 금리인상 예측 변경: 6월 한 차례의 금리인상(25bps)이 있고, 그 이후 3분기/4분기에 또 다른 금리 인상이 있을 것이다

- 빨라진 테이퍼링(3월 종료)와 이에 따라 조만간 금리인상의 가능성이 열림에 따라 인플레이션은 긴축정책을 가속화시키고 있다
- 우리는 연방기금금리(FFR) 인상의 회수가 일지라 시장 경제활동참가율과 연계될 것이라고 믿고 있다.
- 우리는 6월 한 차례의 금리인상이 있을 이후에 3분기나 4분기에 또 다른 금리인상이 있을 것으로 예상된다.
- 미국 곡선의 스텔렌드는 롱엔드에 비해 보다 민감성이 높다. 우리는 2년물의 6개월 목표수익률을 0.80/1%(이전 목표수익률 0.45/0.60%였음), 12개월 목표수익률을 1/1.20%(이전 목표 수익률 0.70/0.90%)로 수정했지만, 10년물에 대한 목표수익률은 변경하지 않았다.
- 이러한 연방기금금리 인상은 효과적인 정상화라기보다는 기회 제공의 신호이다.
- 오미크론은 게임체이저이지만, 연준의 예측에는 포함되어 있지 않다

투자 중요 함의:

- 미국에서 고용 격차가 좁혀짐에 따라 우리는 미국 재무성증권 5년물 및 10년물에 대한 기존의 스텔레이션 콜을 고수한다

3 리스크 분위기는 여전히 “리스크온”이지만 점진적으로 악화되고 있고, 위험자산에 제공되던 지원이 줄어들었다

- 리스크 분위기는 여전히 “리스크온” 모드이지만, 지난 번 라운드의 USD 평가절상은 신흥국 금융조건에 유의미한 긴축을 유발했다
- 신흥국 시장의 금융조건은 주로 USD 강세로 인해서 최근에 긴축을 경험하는 범위가 넓어지고 있다.
- 따라서, 리스크온이 유지됨에도 불구하고 리스크 분위기는 더욱 빠르게 악화되고 있는 기본적인 특성을 가지고 있다.
- 리스크 분위기의 완만한 변화는 사이클 초기 국면의 막바지에 접근하고 있다고 우리가 후반 사이클 체제로 접근하고 있다는 신호를 내고 있다
- 크레딧 조건과 금융조건은 경제성장을 둔화가 이슈가 되고 있다는 사실과 부합되는 2020년 10월 수준으로 복귀했지만, 유동성은 시장에서 롱익스포저를 유지하고 있는 투자자에게 가장 중요한 사안이다
- 현재의 환경은 전반적인 리스크온 견지를 방지하면서도 아직까지는 모든 리스크의 종료 콜을 요구하지는 않고 있다
- Moody의 스프레드 상승은 HY에 이미 압박을 주고 있다

투자 중요 함의

- 경제성장률 하락, USD 강세, 크레딧 스프레드의 증가 및 임금 상승은 2021년 전반기에 EPS의 심각한 하향조정에 분명한 리스크를 부여하고 있으며, 이러한 상황은 가격에 아직 반영되지 않았다

4 신흥국 매크로 모멘텀: 남미와 중앙유럽·동유럽·중동·아프리카에 대비하여 아시아에서 온건한 상승

- 신흥국 매크로 모멘텀은 여전히 부정적인 반면에, 최근 들어서는 최초로 우리는 선호하는 지역에 변화를 주어 남미와 중앙유럽·동유럽·중동·아프리카(CEE/MEA)에 대비하여 아시아에 우호적이다
- 전반적으로는 내수수요 및 주로 대외수요의 온건화는 성장예측을 낮추는 결과로 이어질 것이다
- 우리는 중국의 GDP 성장률이 향후 2년 동안에 5% 약간 못 미치는 수준을 유지할 것으로 예상된다. 신흥국의 성장률은 2022년과 2023년에 4% 이상이 될 것인 반면에 인플레이션은 평균 4% 이상을 상회할 것이다

글로벌 리서치 클립

5 중국 정책은 더욱 빠르게 완화적인 방향으로 전환되고 있다

- 전반적으로 중국 자산과 글로벌 경제성장에 긍정적

- 최근에 지급준비율(RRR)을 50bps 인하한 중국인민은행(PBoC)의 정책기준은 그 포커스가 성장 안정성과 내수수요로 전환되었다.
- 이러한 정책기준은 2021년에 비교하여 2022년에 훨씬 더 건설적이기 때문에, 이제는 금리인하가 가능성이 더 큰 것으로 보인다.
- 중국 공산당정치국의 2022년 정책기준은 작년보다 훨씬 건설적이다. 리더십은 공급 측면의 개혁이 과도하게 이루어졌다고 결정되어, 정책기준은 포커스가 성장 안정성과 내수수요에 다시 집중될 수도 있다. 주택 부문의 경우에는, 이러한 정책기준에서는 “적절할 주택 수요를 더욱 잘 충족”하도록 요구하고 있다.

투자 중요 함의:

- ST에서 RMB의 약세, 6개월 6.55 및 12개월 6.4
- 국채의 안정적인 목표수익률 2.8%-2.9% (금리 인하가 있는 경우 일부 베이스 포인트의 수익률 하락)
- 예상보다 훨씬 건설적인 주식에 대한 포지션 (특히, CSI 300 Dividend에 경우)

6 유럽연합 - 스위트 스팟

- 유럽연합 집행위원회가 유럽연합 전체에서 자본을 조달하는 기업 역량을 향상시키는 종합적인 조치를 발표함에 따라, 유럽 자본시장통합(CMU, Capital Market Union)가 진전되고 있다
- 독일(솔츠), 프랑스(마크롱), 이탈리아(드라기) 사이의 이해관계 수렴을 통한 유로통화권의 정치적 결속력의 강화
- 재정규칙에 대한 추가적인 개혁, 「차세대 유럽연합」(NGEU)을 통한 투자 지출 및 은행업 통합에 대한 독일의 제안

투자 중요 함의

- 유로 통화권에 대한 긍정적인 외국인 투자자 심리 (주변국 본드 및 주식),
- 유로화의 회복력과 국제화
- 그린 전환 및 디지털 전환에 대한 자금조달

7 코로나19 오미크론의 영향에 따른 유로통화권 2022년 GDP 예측의 하향 수정

- 일부 유로통화권 국가들에서 도입된 억제조치와 발표된 새로운 봉쇄조치는 11월 현황의 예측에서는 반영되지는 않았었다.
- 우리는 경제성장률 예측을 2021년 4분기와 2022년 1분기에 누적 0.4 퍼센티지 포인트를 낮추었다.
- 평균 경제성장률 예측: 2021년 5.0%, 2022년 3.8% 및 2023년 2.2%
- 또한, 인플레이션 수치와 PPI에 관점에서 우리는 2021년 4분기 및 2022년 평균에 대한 인플레이션 예측을 상향 조정한다
- 연간 평균 헤드라인 CPI율 예측: 2021년 2.5%, 2022년 2.9% 및 2023년 1.7%

코로나19 현황 요약

Pierre BLANCHET, Head of Investment Intelligence

코로나19 보건위기는 오미크론 변이의 전세계 빠른 확산과 더불어 또 다른 국면으로 이동했다. 최근의 연구에 의하면, WHO는 오미크론 확진자는 1.5-3일 동안에 두 배가 되고 240개 국가 중에서 64개 국가에서 이제 증가하고 있는 것으로 나타나고 있다. 작년 9월 이후로 글로벌 확진자 수의 비중이 이미 증가하고 있는 유럽은 지금까지 이러한 새로운 대확산의 근원지가 되고 있다. 대다수의 유럽 국가에서 확진자 수의 급증이 일어나고 있으며, 영국은 사상 최고 수준의 감염자가 발생(백만명 당 1천명 이상의 일별 확진자 수¹)하고 있다. 본 분석을 작성하고 있는 시점을 기준으로, 미국 전역에서 오미크론 확진자는 신규 확진자의 3/4를 차지하고 있다.

오미크론 변이가 그 감염력이 델타 변이보다 훨씬 크지만, 관련된 연구에 따르면 그 위험력은 더 크지 않고 중증으로 인한 입원율도 빠르게 상승하지는 않고 있다. WHO에 따르면, 예비적 증거에 의하면 오미크론의 감염도 및 전파력에서 백신의 효과와 효과가 감소할 수 있는 것으로 나타났다. 하지만, 백신 생산업체는 오미크론 변이에 대한 백신의 효능이 있다고 주장하고 있다.

선진국 정부들은 면역을 향상시키고 중증 증상으로 진행되는 감염자의 수를 감소시키기 위해 국민들에게 부스터 접종을 권고하고 있다. 하지만, 과학자문위원회는 부스터 접종만으로는 오미크론은 억제하기에는 불충분하다는 데이터가 있다고 제시하고 있다. 유럽의 여러 곳에서 이제 이동성 제한이 시행되고 있고, 대다수의 연별 공공 행사가 취소되고 있다. 네덜란드는 전국적인 강력한 봉쇄조치를 다시 시행하고 있다. 독일과 프랑스는 유럽연합 이외의 지역의 여행자에 대한 새로운 입국 규칙을 도입하고 있다. 유럽 전역에는 “데자 뷰”라는 섬뜩한 느낌과 코로나 피로감이 현저하게 부각되고 있다.

¹ 당사의 전세계 데이터 기준 - 2021년 12월 21일

AMUNDI 자산종목 견해

	자산종목	견해	1개월 변화	근거
주식 플랫폼	미국	=		일부 세그먼트의 타이탄 밸류에이션 및 높은 편중 리스크라는 관점에서 우리는 중립적인 포지션을 유지한다. 하지만, 우리는 강력한 선별 역량을 통해 인플레이션에서 포트폴리오를 보호할 수 있게 하는 종목을 모색하고 있다. 이와 더불어서, 공급 병목현상이 해소되면 강력한 가격결정력을 보유한 기업들만이 기업이익을 지속할 수 있을 것이라는 사실도 우리는 인지하고 있다.
	미국 가치주	+		계속되고 있는 경제성장의 관점에서 가치주 종목은 성과를 내겠지만, 이러한 성과는 시장 방향성이라기 보다는 선별에 의해서 이루어질 것이다. 흥미로운 사실은, 우량가치주 분야가 ESG 스페이스에서 인플레이션에 견고하게 만드는 기회를 제시하고 있다는 점이다.
	미국 성장주	-		롱듀레이션 주식의 밸류에이션은 미래의 현금 흐름의 가격 반영에 크게 의존적이기 때문에 롱듀레이션 주식은 핵심 금리의 상승에서 더 많은 영향을 받을 가능성이 크다. 이러한 세그먼트의 밸류에이션은 이미 고가이고 펀더멘탈에 의해 정당화되지 않으며, 금리의 어떠한 상황 움직임도 손상을 줄 수 있다.
	유럽	=		현재의 기업 기대이익은 보수적이고 2022년의 강력한 성장 업사이드 긍정적인 서프라이즈를 제공할 수도 있지만, 알 수 없는 핵심적 요인은 팬데믹이다. 초기의 평가에 따르면 새로운 변이의 온건한 영향인 것으로 나타나고 있으며, 이는 경기회복의 이탈이 아니라 지연이 될 리스크가 있음을 보여주고 있다. 밸류에이션의 분산도가 높은 상황을 감안하면 선별의 범위가 높아져야 할 것이다.
	일본	=		공급 이슈가 해소되고 재정부양책과 엔화 약세로 인해서, 여태까지는 경기회복에서 소외된 국가였으며 매력적인 상대적 밸류에이션으로 거래되고 있는 일본은 대외 수요의 상승에서 혜택을 받을 것이다.
	중국	=		중국은 선별적인 기회를 제공하고 있지만, 건축과 같은 분야의 경기둔화 확대에 대한 불확실성, 규제 및 코로나 무관용 정책 등에 의해 단기적인 전망에 먹구름이 끼었다. 우리는 중국정부가 불평등성의 감소에 도움을 주는 공동부유를 확산시키는 의도에 계속 주목하고 있다.
	신중국 시장	=		중기적인 견해에서 2022년의 기대성장률이 반등하고 매력적인 밸류에이션을 바탕으로 신중국 주식은 투자자에게 기회를 제공한다. 우리는 러시아(에너지와 원자에 대한 구조적인 수요)와 인도와 같은 시장을 선호한다.
채권 플랫폼	미국 국채	-		최근 연준의 매파적인 언급들은 듀레이션에 대한 우리의 부정적인 견해를 강화하고 있으며, 이는 핵심 수익률의 온건한 상승과 수익률곡선의 베리어시 스티프닝을 나타내고 있다. 하지만, 우리는 이것이 광범위한 완화적 금융조건의 유지에 의해 균형을 이룰 것이라고 믿고 있으며, 투자자는 방어적이고 유연한 포지션을 유지해야 할 것이다. 물가연동국채(TIPS)의 경우, 밸류에이션으로 인해서 우리는 이제 긍정적인 포지션을 낮추었다.
	미국 IG 회사채	=		핵심 수익률의 상승으로 롱듀레이션 IG의 잠재력이 영향을 받을 수 있음을 감안하여 우리는 롱듀레이션 IG에 신중한 포지션이다. 하지만, 우리는 알파에 더욱 포커스를 두게 됨에 따라 밸류에이션과 펀더멘탈의 관점에서 매력적인 종목을 모색하고 있다. 또한, 우리는 공공기관발행의 부동산저당증권(agency MBS)과 소비재 및 주택담보증권에 수익을 모색하고 있지만, 구조 및 관련 담보물의 질과 관련하여 선별적 포지션을 증가시켰다.
	미국 HY 회사채	=		우리는 HY의 유동성 상황에도 유념하고 있지만, 기업이익이 강력하고 현금 흐름은 긍정적이라고 믿고 있다. 하지만, 우리는 신중한 포지션을 유지하고, 선별에 대한 의존도를 높이면서 수익률을 퀄리티와 균형을 이루는 것을 목표로 한다.
	유럽 국채	-/=		유럽중앙은행이 점진적으로 양적완화를 축소하는 최근의 움직임을 감안하여 우리는 유럽 및 유로 핵심국 듀레이션에 대해 신중한 접근방식으로 유지한다. 유럽중앙은행 정책, 정치적 상황, 「차세대 유럽연합」(NGEU) 계획의 뒷받침되어 예상되는 경기회복을 감안하여 우리는 유로 주변국 국채인 이탈리아 국채를 면밀하게 모니터링 하고 있다.
	유로 IG 회사채	=/+		계속되고 있는 경기회복과 크레딧 펀더멘탈 개선에 대한 희망을 바탕으로 우리는 투자자가 고퀄리티 종목과 후순위채권에 대한 고유익스포저를 높이는 것을 모색해야 한다고 믿고 있다. 하지만, 수익률 상승과 코로나 상황의 변화로 유발된 불확실성에 대처하기 위해 경계를 유지해야 할 필요성이 있다.
	유로 HY 회사채	=		높은 수익률은 바둑업 관점에서 선별적인 기회를 제공하지만, 우리가 2022년에 진입함에 따라 유동성을 모니터링하고 있다. 또한, 우리는 온건한 환경에서 악성채권비율과 도산율의 전개상황에도 주목하고 있다.
	중국국채	=/+		우리는 단기적인 약재에 주목하고 있지만, 정책입안자들이 경기둔화를 감안하고 있고 정책이 경기부양적으로 전환되고 있다. 온건한 인플레이션을 바탕으로 중국인민은행은 비둘기파적으로 유지되고 있기 때문에, 우리는 긍정적인 바이어스를 가지면서 중립적인 포지션이다.
	신중국 채권 경화표시	=/+		연준의 긴축적 정책시행이 신중국 채권에 리스크를 주고 있지만, 우리는 매력적인 수익률을 바탕으로 IG에 대비하여 HY에 대한 바이어스를 유지한다. 우리는 신중국 세계 전반에 걸쳐 인플레이션 내러티브에 대해 면밀하게 모니터링 하고 있다.
	신중국 채권 현지화표시	=		우리는 전반적으로 신중한 포지션을 유지하며, 2022년 신중국 FX에서 전술적 풀백(역주: 하락 돌파 후 다시 상승)을 모색하고 있다. 회사채의 경우, 대안적인 옵션과 비교하여 스프레드는 매력적인 것으로 보인다. 우리는 원자재 주도의 국가와 부문을 선호한다 - 우리는 강력한 달러화에서 전반적인 뒷받침을 받아서 수출국이 더 나은 유인력과 수익성이 있다고 생각한다. 하지만, 우리는 브라질과 터키에 신중한 포지션을 취한다.
기타	원자재			잠재적인 새로운 봉쇄조치에서 유발되는 수요 우려에도 불구하고 원자재에 대한 전반적인 견해는 건설적으로 유지된다. 공급 이슈와 병목현상은 당분간 지속될 수 있으며, 이는 기본 금속과 천연가스의 가격을 떠받칠 것이다. 하지만, 금의 경우에는 중앙은행 정책 및 실질금리가 주목해야 할 핵심 변수로 유지된다. 석유는 OPEC와 지정학적 이슈에 의해 견인될 것이다.
	통화			우리는 USD가 강세를 유지할 것으로 예상하며, 낮은 수익률의 통화는 매파적인 연준의 압박에서 규형을 유지할 촉매요인이 부족할 것이라고 믿고 있다. 우리는 EUR/USD 6개월 목표수치를 1.14에서 1.10로 변경했지만, 12개월 목표수치는 1.14의 수준으로 계속 유지한다.

범례



출처: Amundi, 2021년 12월 20일 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/LC = 경화표시/현지화표시 신중국 채권, WI = 텍사스 중질유, QE = 양적완화.

선진국

거시경제적 전망

2021년 12월 17일 기준 자료

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %				인플레이션 (PI, 전년동기대비, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
전세계	-3.3	5.9	4.0	3.3	2.6	3.8	4.5	3.3
선진국	-5.1	5.0	3.5	2.0	0.8	3.0	3.2	2.0
미국	-3.4	5.8	3.7	2.1	1.3	4.6	4.4	2.5
일본	-4.9	1.7	2.0	0.9	0.3	-0.4	0.6	0.6
영국	-9.7	6.9	4.3	1.8	0.9	2.4	3.6	2.4
유로	-6.5	5.0	3.8	2.2	0.3	2.5	2.9	1.7
독일	-4.9	2.8	3.3	2.3	0.3	3.3	2.9	1.8
프랑스	-8.0	6.8	3.9	2.0	0.5	2.1	2.6	2.0
이탈리아	-9.0	6.4	4.4	2.4	-0.1	2.0	2.9	1.7
스페인	-10.8	4.4	5.4	3.2	-0.3	3.0	3.2	1.6

출처: Amundi Research

- 미국:** 3분기의 예상보다 더 급격한 둔화 및 4분기의 상승이 있는 후에, GDP 실질성장률은 2022년에 순차적으로 점진적 둔화를 보이면서 이전 추이를 상회하여 우선 안정화된 후에, 2023년에 궁극적으로는 잠재성장률에 수렴할 것으로 예상된다. 완화적인 재정정책과 통화정책의 점차적인 감소가 이러한 정상화를 견인할 것이다. 인플레이션도 점진적이지만 낮아질 것으로 예상되지만, 여름까지는 3% 이상으로 유지될 것이다. 일시적인 견인 요인이 줄어들에 따라, 여전히 탄력적인 수요, 임대료 및 임금 상승은 코어 인플레이션을 위기 이전 수준으로 떠받치는 데에 도움을 줄 것이다.
- 유로통화권:** 우리는 성장 고점이 이제 지나갔고, 오미크론의 영향과 일부 새로운 이동제한 조치가 2022년 들어서 순차적 성장둔화로 전이될 것이라고 믿고 있으며, 소비자와 기업이 에너지 가격 상승과 공급 병목현상의 악재를 겪어야만 했기 때문에 소비자 지출 및 서비스 부문의 회복을 추가적으로 지연시킬 것이다. 인플레이션도 내수수요와 소비에서 저해요인으로 작동하고 있으며, 아직까지는 임금 인상으로 보상되지는 않고 있다. 2022년 4분기에 인플레이션을 고점으로 견인했던 일시적 요인들이 사라지면, 우리는 2022년 중반부터 코어 인플레이션과 헤드라인 인플레이션 사이의 현재 차이는 위기 이전 수준보다 약간 높은 수준으로 안정화되면서 좁혀지지만 2023년에는 물가목표수치 이내로 안정화될 것이다.
- 영국:** 2021년 경기반등 이후에, 우리는 2022년에 경제성장률이 인플레이션에서 비롯된 악재, 긴축적 정책, 브렉시트 조정, 정치적 리스크 등으로 인해 순차적으로 둔화될 것으로 예상된다. 급격한 확진자 수의 증가는 이동성 및 고차주기 데이터에서 보여주기 시작하듯이 경제 활동을 끌어내림에 따라, 오미크론 변이는 하방 리스크를 추가시킬 것이다. 2022년은 당초 예상보다는 약세의 기조로 출발될 가능성이 큰 반면에, 우리는 강력한 노동시장에 떠받쳐진 소비와 세액공제로 뒷받침되는 투자와 더불어서 내수수요의 회복이 계속될 것으로 예상된다. 원자재와 병목현상은 가격에 대한 상방 압박을 점진적으로만 줄어든 것이기 때문에, 인플레이션은 2021년 고점에서 서서히 하락될 것이다.
- 일본:** 예상보다는 약세를 나타낸 12월 PMI는 2018년 4분기 이후에 가장 좋은 분기로 마무리했다. 최근의 오미크론 불확실성에도 불구하고, 우리는 작년 4분기와 올해 1분기의 민간소비의 반등세가 계속되어 전반적인 경기회복을 견인할 것으로 예상된다. 이와 더불어서, 공급의 제약환경이 계속 완화되고 있으며, 이는 11월의 자동차 수출의 급증으로 이어졌다. 2022년에는 일회적인 요인(휴대전화 요금 인하 및 리베이싱)이 사라질 것이며, 이는 소비자 인플레이션이 플러스대로 복귀할 수 있는 기반을 제공하게 될 것이다. 그럼에도 불구하고, 우리는 소비자 인플레이션의 수치는 1% 미만으로 유지될 것으로 예상된다.

기준금리 전망

	2021 12-23	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	0.13	0.25/0.5	0.44	0.5/0.75	0.8
유로	-0.5	-0.5	-0.48	-0.5	-0.46
일본	-0.04	-0.1	-0.04	-0.1	-0.06
영국	0.25	0.75	0.85	1.0	1.24

출처: Amundi Research

- 연준(Fed):** 연준은 인플레이션 압력 고조와 노동시장 강세를 바탕으로 테이퍼링을 가속화할 것이다. 테이퍼링의 속도는 1월에는 매월 300억달러로 두 배 증가하고, 테이퍼링은 3월에 종료될 것이다. 새로운 금리인상 예측에 따르면, 2022년에는 세 차례, 2023년 세 차례, 2024년에 두 차례가 있을 것으로 보이는 반면에, 작년 9월의 위원회에서는 2022년 한 차례의 금리인상과 금리동결 사이에 정확하게 절반으로 의견이 갈렸었다. 인플레이션의 일시적 요인에 대한 어떠한 언급도 제거되었으며, 그 대신에 연방공개시장위원회(FOMC)는 팬데믹과 관련된 공급과 수요의 불균형 및 미국경제의 재개가 인플레이션 상승 수준에 계속 기여하고 있음을 강조했다.
- 유럽중앙은행(ECB):** 예상보다 매파적이었음에도 불구하고 유럽중앙은행은 연준과 영국중앙은행보다 훨씬 더 비둘기파적인 견지를 확인하면서, 기한이 정해지지 않은 양적완화를 2022년 전체 기간 동안에 유지하고, 2024년말까지 연장되어 후방 방어벽 역할을 하도록 팬데믹 긴급매입 프로그램(PEPP)을 통한 추가적인 지원과 더불어서 올해 순 채권 발행의 대부분을 커버할 수 있도록 그 규모를 조정할 것임을 확인했다. 장기적으로 물가목표수치를 하회하는 유럽중앙은행의 인플레이션 예측과 부합되는 안정적인 금리의 전망도 확인되었지만, 유럽중앙은행은 “은행 자금조달 조건을 모니터링” 할 것이지만 특정장기대출프로그램(TLTRO)에 대한 실질적인 결정은 내리지 않았다.
- 일본은행(BoJ):** 일본은행은 코로나 지원을 부분적으로 연장하기로 결정했다. 일본은행은 회사채와 기업어음의 매입을 3월말에 종료할 예정이지만, 팬데믹으로 피해를 입은 중소기업을 지원하는 은행에 대한 무이자 대출을 추가적으로 6개월 늘려서 9월말까지 계속할 예정이다. 코로나 이전 수준으로 기업어음의 매입을 축소하는 데에는 6개월이, 채권 매입을 축소하는 데에는 5년이 소요될 것이다. 인플레이션이 2%에 이르거나 이를 넘어설 가능성이 전혀 없다고 간주하고 있는 쿠로다 일본은행총재는 긴축정책을 단호히 배제했다. 정책금리는 사상 최저 수준으로 유지될 것이다.
- 영국중앙은행(BoE):** 영국중앙은행(영란은행)은 지난 달의 회의에서 예상치 않게 15bps를 인상하여 기준금리를 0.25%로 올렸으며, 이는 컨센서스에 놀라게 만들었다. 만장일치에 가까운 8-1의 표결은 이러한 결정이 통화정책위원회(MPC) 내에서 대체적인 합의가 이루어 졌음을 나타내며, 개선되고 있는 노동시장과 높은 인플레이션 수치는 팬데믹 뉴스흐름과 연계된 불확실성을 바탕으로 이러한 결정을 내리는 데에 우세한 요인으로 작동했다. 우리는 영국중앙은행은 금리를 2022년말까지 0.75%로 인상한 후에 양적긴축(QT)의 관리에 있어서 유연성을 유지해야 할 필요성에 부합하도록 금리 인상 사이클을 잠시 중단할 것으로 예상하며, 기준금리가 1%에 이르렀을 때 양적긴축을 시작하도록 계획을 수립할 것이다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
BoJ MPM	1월 17일
Fed FOMC	1월 26일
ECB 정책위	2월 3일
BoE MPC	2월 3일

출처: Amundi Research

신흥국

거시경제적 전망

2021년 12월 17일 기준 자료

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %				인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
전세계	-3.3	5.9	4.0	3.3	2.6	3.8	4.5	3.3
신흥국	-2.0	6.5	4.4	4.2	3.9	4.4	5.4	4.3
중국	2.3	7.7	4.7	4.8	2.5	0.9	2.1	1.8
브라질	-3.9	4.6	0.5	1.6	3.2	8.3	8.4	3.7
멕시코	-8.2	5.8	2.7	2.2	3.4	5.7	5.5	4.1
러시아	-3.1	4.3	2.6	2.5	3.4	6.6	7.1	5.3
인도	-7.1	8.4	6.9	5.5	6.6	5.2	6.0	5.8
인도네시아	-2.0	3.2	4.8	4.9	2.0	1.6	2.8	3.4
남아공	-6.4	4.9	2.3	2.5	3.3	4.5	5.1	4.6
터키	1.6	10.5	3.8	4.0	12.3	18.3	27.6	15.5

출처: Amundi Research

- 중국:** 중국 경제는 4분기에 시작된 자체적인 정책 제약의 부여에서 계속 어려움을 겪고 있으며, 경기회복의 약세로 나타나고 있다. 중국 경제의 광범위한 약세는 정책입안자들의 주의를 상기시켰으며, 우리는 제약적 정책의 완화가 있을 것으로 예상된다. 하지만, 주택 부문의 디레버리징이 계속될 가능성이 매우 높으며, 또 다른 대출부양책이 있을 것으로 예상하지는 않는다. 우리는 경제성장률이 3분기의 급락에서 벗어나 4분기부터 순차적으로 반등하여 2022년에는 기존 추이보다 경미하게 낮게 유지될 것이라는 기존의 견해를 유지한다. 인플레이션은 3% 미만으로 안정적으로 유지될 것이다.
- 인도네시아:** 인도네시아의 모멘텀이 최근의 경제 재개와 지속적인 백신의 보급접종을 배경으로 개선되고 있다. 2021년 매우 침체되었던 인플레이션 역동성이 2021년에는 상승하는 추이가 되어 인도네시아 중앙은행(BI)의 물가목표수치의 위쪽 범위로 움직일 것이다. 글로벌 금융 지형(연준)의 변화와 더불어서 인도네시아 국내 매크로 조건으로 인해, 2022년 중반(또는 2022년 3분기)까지 인도네시아 중앙은행의 첫 번째 금리 인상이 있을 것이다. 통화정책의 점진적인 긴축과 예상되는 재정건전화의 더딘 진행을 통해서 정책적 지원이 계속 시행될 것으로 예상된다. 2023년의 재정적자 목표수치인 3%는 최근에 통과된 세금개혁을 통해 달성할 수 있을 것이다.
- 터키:** 인플레이션 급상승(11월 전년동기대비 21.3%) 및 향후 수개월 동안에 30% 이상의 고점이 예상되에도 불구하고, 터키 중앙은행은 금리를 다시 100bps 인하하여 14%로 낮추었다. 터키 중앙은행은 금리 인하의 일시 중지를 발표했지만, 시장이 즉각적으로 반응했다. 터키 리라화는 급락하여 사상 최저를 기록했다. 며칠 뒤, 에르도란 대통령이 통화 및 금융 측면의 일부 조치들을 발표한 후에는 리라화는 일부 회복되었다. 국내 및 글로벌 불확실성이 이처럼 높은 수준에서는 어떠한 예측을 하는 것이 어렵지만, 우리는 확장적인 재정정책으로 견인되어 2022년 경제성장률을 플러스를 유지할 것으로 예상된다.
- CEE-3: (헝가리, 체코, 폴란드)** 인플레이션 수치는 11월 동안에 다시 더 높아졌다. 분명한 사실은, 심각한 국내 및 글로벌 인플레이션 압박과 연준의 통화정책 정상화 프로세스의 착수와 이로 인한 다른 통화에 대비한 미국 달러화의 강세 가능성을 감안하여, 이 지역의 중앙은행들은 통화긴축 사이클을 고수할 것이라는 사실이다. 하지만, 오미크론 변이가 새로운 제약조치로 이어지는 경우에는 2022년 금리인상의 범위가 예상보다는 낮아질 수도 있다.

기준금리 전망

	2021 12-20	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.80	3.75	3.80	3.75	3.80
인도	4.00	4.25	4.20	4.75	4.60
브라질	9.25	10.75	11.25	10.75	10.95
러시아	8.50	9.00	8.35	8.00	7.65

출처: Amundi Research

- 중국인민은행(PBoC):** 「공산당정치국」 회의와 「중앙경제업무회의」는 중국이 완화적 통화정책으로 이동하고 있고, 작년말과 올해 초 사이에 이와 관련된 정책지원을 마련할 것임을 확인하고 있다. 광범위한 통화완화는 작년 12월 중순 지급준비율(RRR)의 50bps 인하와 12월 20일 대출우대금리(LPR)의 5bps 인하를 통해서 이미 시작되었다. 우리는 1월에 또 다른 5bps의 금리 인하가 있을 것으로 예상된다. FX 경우, RMB 평가절상을 막기 위해서, 중국인민은행은 일별 고정 및 FX RRR의 2ppt 인상하는 평가절상의 바이어스를 가지면서 구두로 개입하는 회수를 증가시켰다.
- 인도중앙은행(RBI):** 12월 초에 인도중앙은행은 만장일치로 정책금리를 4%에서 동결하고 완화적인 견지를 변경하지 않고 유지했다. 우리의 예상(40bps 인상)과는 달리, 정책금리를 둘러싼 금리회랑을 대칭적으로 만들기 위해서 환매고정이자율은 어떠한 인상도 없이 3.35%로 유지되었다. 인도중앙은행은 오미크론 바이러스 변이와 같은 새로운 리스크를 고려하여 정책지원이 더욱 계속되어야 하는 필요성을 강조했다. 헤드라인 인플레이션은 단기적으로 상승될 것으로 예상되지만, 헤드라인 인플레이션 전망은 온건하게 유지되고 있고 계속되는 완화적인 견지와 상충하지는 않는다.
- 브라질중앙은행(BCB):** 브라질중앙은행은 금리를 150bps 인상했으며(9.25%로 올림), 2월 회의에서도 이와 비슷한 수준의 또 다른 금리 인상이 있음을 사전에 발표했다. 브라질 통화정책위원회는 디스인플레이션 프로세스와 그 기대감이 목표수치에 고정되어 공고화될 때까지는 이와 같은 제한된 영역에서 긴축의 전략을 지속할 것이다. 11월의 헤드라인 인플레이션은 10.7%를 기록했으며, 이는 10월과 동일한 수준이다. 이와 동시에 브라질통화위원회(Copom)는 경제조건 악화를 인정했다. 우리는 브라질중앙은행이 기준금리(SELIC)를 내년 두 차례로 올릴 것으로 보고 있으며, 궁극적으로는 최근 5년 동안에 최고 수준인 약 11%로 인상할 것으로 보고 있다.
- 러시아중앙은행(CBR):** 12월 17일에 러시아중앙은행은 정책금리를 100bps 인상하여 8.5%로 올렸다. 이러한 금리 인상의 이유는 인플레이션과 기대인플레이션의 잠재적인 상승을 동반하고 있는 공급과 수요의 지속적인 압박 때문이었다. 가계의 인플레이션 기대감은 12월에 지난 5년 동안에 가장 높은 수준을 기록했다. 인플레이션이 가속화되어 11월에는 전년동기대비 8.4%였으며(10월 7.4%), 12월에는 8.1%일 것으로 예상되며 이는 물가목표수치인 4%를 크게 상회하는 수준이다. 러시아중앙은행은 향후의 회의에서 추가적인 금리인상의 여지를 남겨 두었다. 계속되는 인플레이션 압박과 결합된 러시아중앙은행의 매파적인 견지로 인해, 2월 회의에서 또 다른 금리 인상의 가능성이 크다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
PBoC	1월 20일
BCB	2월 2일
RBI	2월 9일
CBR	2월 11일

출처: Amundi Research

매크로 및 시장예측

거시경제적 예측

(2021년 12월 17일)

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %				인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
미국	-3.4	5.8	3.7	2.1	1.3	4.6	4.4	2.5
일본	-4.9	1.7	2.0	0.9	0.3	-0.4	0.6	0.6
유로통화권	-6.5	5.0	3.8	2.2	0.3	2.5	2.9	1.7
독일	-4.9	2.8	3.3	2.3	0.3	3.3	2.9	1.8
프랑스	-8.0	6.8	3.9	2.0	0.5	2.1	2.6	2.0
이탈리아	-9.0	6.4	4.4	2.4	-0.1	2.0	2.9	1.7
스페인	-10.8	4.4	5.4	3.2	-0.3	3.0	3.2	1.6
영국	-9.7	6.9	4.3	1.8	0.9	2.4	3.6	2.4
중국	2.3	7.7	4.7	4.8	2.5	0.9	2.1	1.8
브라질	-3.9	4.6	0.5	1.6	3.2	8.3	8.4	3.7
멕시코	-8.2	5.8	2.7	2.2	3.4	5.7	5.5	4.1
러시아	-3.1	4.3	2.6	2.5	3.4	6.6	7.1	5.3
인도	-7.1	8.4	6.9	5.5	6.6	5.2	6.0	5.8
인도네시아	-2.0	3.2	4.8	4.9	2.0	1.6	2.8	3.4
남아공	-6.4	4.9	2.3	2.5	3.3	4.5	5.1	4.6
터키	1.6	10.5	3.8	4.0	12.3	18.3	27.6	15.5
선진국	-5.1	5.0	3.5	2.0	0.8	3.0	3.2	2.0
신흥국	-2.0	6.5	4.4	4.2	3.9	4.4	5.4	4.3
전세계	-3.3	5.9	4.0	3.3	2.6	3.8	4.5	3.3

기준금리 전망

선진국

	2021-12-23	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	0.13	0.25/0.5	0.44	0.5/0.75	0.8
유로통화권	-0.5	-0.5	-0.48	-0.5	-0.46
일본	-0.04	-0.1	-0.04	-0.1	-0.06
영국	0.25	0.75	0.85	1.0	1.24

신흥국

	2021-12-20	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.80	3.75	3.80	3.75	3.80
인도	4.00	4.25	4.20	4.75	4.60
브라질	9.25	10.75	11.25	10.75	10.95
러시아	8.50	9.00	8.35	8.00	7.65

장기채권수익률 전망

2년물 채권수익률

	2021-12-23	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	0.68	0.8-1.0	1.03	1/1.2	1.29
독일	-0.68	-0.70/-0.50	-0.69	-0.70/-0.50	-0.69
일본	-0.09	-0.20/-0.10	-0.10	-0.20/-0.10	-0.10
영국	0.67	0.50/0.7	0.85	0.7/0.8	0.87

10년물 채권수익률

	2021-12-23	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	1.48	1.6/1.8	1.59	1.8/2.0	1.69
독일	-0.26	-0.3/-0.1	-0.19	-0.3/-0.1	-0.14
일본	0.07	0/0.20	0.12	0/0.20	0.16
영국	0.92	1.0/1.2	1.02	1.2/1.4	1.06

통화 전망

	2021-12-16	Amundi 2022년 2분기	컨센서스 2022년 2분기	Amundi 2022년 4분기	컨센서스 2022년 4분기
EUR/USD	1.13	1.10	1.13	1.14	1.16
USD/JPY	114	113	115	117	115
EUR/GBP	0.85	0.84	0.84	0.83	0.84
EUR/CHF	1.04	1.05	1.07	1.09	1.09
EUR/NOK	10.18	10.30	9.83	9.46	9.70

	2021-12-16	Amundi 2022년 2분기	컨센서스 2022년 2분기	Amundi 2022년 4분기	컨센서스 2022년 4분기
EUR/SEK	10.24	10.48	9.99	9.98	9.90
USD/CAD	1.28	1.31	1.24	1.23	1.23
AUD/USD	0.72	0.70	0.74	0.76	0.75
NZD/USD	0.68	0.66	0.72	0.69	0.72
USD/CNY	6.37	6.55	6.42	6.40	6.44

출처: Amundi Research

당사 예측에 대한 고지사항

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

방법론

— 시나리오

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

— 리스크

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

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT OUTLOOK



Investment Outlook 2022 Investing in the great transformation (17-11-2021)

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

ASSET CLASS VIEWS



Asset Class Return Forecasts - Q4 - 2021 (09-11-2021)

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 #12 - ESG is not a given, the battle for data has just begun (24-11-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

Shifts & Narratives #11 - Green sentiment: what impact on stock returns and firm's behaviour? (15-10-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - Marie BRIERE, Head of the Investor Research Center

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

INSIGHTS PAPERS



From recovery to resiliency: the promise of EM sustainable bonds (26-11-2021)

HESSENBERGER Tobias, Business Solutions and Innovation - SANTARSIERO Sofia, Business Solutions and Innovation Analyst -STRIGO Sergei, Co-Head of Emerging Markets Fixed Income -VYDRINE Maxim, Co-Head of Emerging Markets Corporate and HY

Combining active and passive investing in Multi Asset: an institutional investor framework (12-11-2021)

TAZÉ-BERNARD Eric, Chief Allocation Advisor - GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset

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

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

WORKING PAPERS



Liquidity Stress Testing in Asset Management - Part 4. A Step-by-step Practical Guide (9-12-2021)

RONCALLI Thierry, CHERIEF Amina - Quantitative Research

The Recent Performance of ESG Investing, the Covid-19 Catalyst and the Biden Effect (9-12-2021)

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

Graph Neural Networks for Asset Management (1-12-2021)

Grégoire Pacreau, Edmond Lezmi, Jiali Xu - Quantitative Research

ESG and Sovereign Risk - What is Priced in by the Bond Market and Credit Rating Agencies? (12-10-2021)

SEMET Raphaël, RONCALLI Thierry, STAGNOL Lauren - Quantitative Research

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



Private markets: focus on ESG and transformation (22-12-2021)

CARREL-BILLIARD Dominique, Global Head of Real & Alternative Assets - LODEWYCKX Guy, Head of Private Markets Multimanagerment - VALLIERE Thierry, Head of Private Debt - POISSON Matthieu, CIO - Infrastructure - CUNY Stanislas, Head of Direct Private Equity - BERTRAND Marc, CEO, Amundi Real Estate

14-15 December FOMC review: pressing the gas on taper (20-12-2021)

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - Timothy ROWE, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

Fed tapering begins: mission accomplished (08-11-2021)

UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income

DISCUSSION PAPERS



DB plans in their End Game in the post-pandemic era (02-12-2021)

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

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

BRIÈRE Marie, Amundi Research

THEMATIC PAPERS



ESG Thema #6 - Carbon-efficient technologies in the race to Net Zero (20-12-2021)

CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - Shagun TALWAR, ESG Analyst

The wheels of a Circular Economy go round and round - N°3

The construction sectors: road work ahead (16-12-2021)

Caroline Le Meaux, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting -Fatima Benamira ESG Analyst - Construction and Building Materials - Pierre Gielen, ESG Analyst - Technology,Media and Telecommunications - Patrick Haustant, ESG Analyst - Automobiles - Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - Molly Minton, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

The wheels of a Circular Economy go round and round - N°2

The automotive sector: ready to step up a gear (13-12-2021)

Caroline Le Meaux, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting -Fatima Benamira ESG Analyst - Construction and Building Materials - Pierre Gielen, ESG Analyst - Technology,Media and Telecommunications - Patrick Haustant, ESG Analyst - Automobiles - Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - Molly Minton, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

The wheels of a Circular Economy go round and round - N°1

The time of Circular Economy has come (8-12-2021)

Caroline Le Meaux, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting -Fatima Benamira ESG Analyst - Construction and Building Materials - Pierre Gielen, ESG Analyst - Technology,Media and Telecommunications - Patrick Haustant, ESG Analyst - Automobiles - Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - Molly Minton, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



A new dawn for Europe? Strategies for investing in European assets (12-11-2021)

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

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 Forecasts
ESG Quant Investment High Yield 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 12월 23일 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 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 1월 3일.

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 - Yellow Dog Productions - Anton Petrus

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

BELLAÏCHE Mickael, Fixed Income and Credit Research Strategist

BERARDI Alessia, Head of Emerging Macro and Strategy Research

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist

BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Head of Global Views

CESARINI Federico, Head of DM FX, Cross Asset Research 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