

Institute

제04호  
2022년  
4월

# CROSS ASSET

## 투자전략

CIO 견해

### 경제전망에 대한 전쟁의 충격타

AMUNDI INSTITUTE

### 우크라이나: 현재의 상황은?

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## 제04호 - 2022년 4월 차례

### 글로벌 투자견해

#### CIO 견해

##### 경제전망에 대한 전쟁의 충격타

p. 3

중앙은행의 매파적인 발언들은 국제 듀레이션에 대한 기존의 우리 신중한 견해를 확인시켜 주고 있지만, 불확실성이 상승한 시기에 국채가 도움이 될 수 있기 때문에 우리는 국채에 유연한 포지션을 유지한다. 크레딧의 경우에 기업 펀더멘탈의 강세에도 불구하고 잠재적인 유동성리스크로 인해 우리는 방어적 포지션을 증가시켰다. 하지만, 주식의 경우에 우리는 퀄리티와 선별의 바이어스를 증가시키면서 가치주로의 틸팅이 계속될 것이라고 믿고 있으며, 기업이익 리세션 리스크로 인해, 유럽주에 대비하여 미국주를 전술적으로 선호한다. 전반적으로, 투자자는 공격적인 자산배분에 대한 유혹을 이겨내야 할 것이다. 투자자는 원자재를 포함하여 탄력성(회복력)의 분야를 찾기 위해서 인플레이션이라는 렌즈를 통해서 포트폴리오 구축을 추구해야 할 것이다.

#### Amundi Institute

##### Amundi Institute 컬럼

p. 4

새로운 레짐 및 스테그플레이션 리스크 상승에 대해 밸류에이션이 현저하게 재조정되지 않는 한, 투자자는 신중한 포지션을 유지해야 할 것이다.

#### 멀티에셋

##### 시장에 성급하게 뛰어들지 말고, 유럽에 대비하여 미국에 플레이할 것

p. 5

우리는 현 시점에서는 방향성 리스크 익스포저를 증가시키지 않으면서 전략적 베팅에 대비하여 상대적 가치의 기회를 선호한다.

#### 채권

##### 크레딧이 가격조정 첫 번째 후보: 이와 관련된 상황에 주목할 것

p. 6

정책입안자들의 (통화적 및 재정적) 지원이 제한됨에 따라, 크레딧 스프레드(가산금리)가 확대될 수 있으며, 실질금리가 상승하여 기업이익이 압박을 받기 시작할 경우에는 더욱 그러해질 것이다.

#### 주식

##### 기업이익의 경로에서 불확실성이 상승하는 상황에서 미국 주식이 선호됨

p. 7

유럽에서 기대성장률의 하락과 스테그플레이션 리스크의 증가는 경기민감주 공간에 대한 신중한 포지션을 요구하고 퀄리티와 주식배당에 대한 포커스를 두는 미국 주식에 대한 상대적 매력도를 떠받치고 있다.

### 이번 달의 토픽

#### 우크라이나: 현재의 상황은?

##### 서문

전환점에 이른 우크라이나 전쟁

##### 질문과 답변

우크라이나 사태와 관련된 일부 핵심 질문에 대한 답변을 제공하고 있다.

p. 8

p. 10

### 시장 시나리오 및 리스크

#### > 중심 및 대안 시나리오

p. 12

#### > 상위 리스크

p. 13

#### > Cross asset 디스패치:

시장 번곡점 감지하기

p. 14

#### > 글로벌 리서치 클럽

p. 15

#### > Amundi 자산종목 견해

p. 16

### 거시경제적 현황

#### > 신흥국

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

경제전망에 대한 전쟁의 충격타



Vincent MORTIER,  
Group Chief Investment Officer



Matteo GERMANO,  
Deputy Group Chief Investment Office

러시아-우크라이나 전쟁의 개전 초기 1개월은 전 종목에서 변동성 상승을 견인했지만, 최근에는 주식 시장에서 안정화의 징후도 일부 나타나고 있다. 유럽은 이번 전쟁에 가장 노출된 지역이다. 에너지 가격 상승의 영향, 공급망 훼손 및 지리적 근접성에 의해 특히 노출되어 있으며, 원자재 가격 상승의 압박은 에너지를 넘어서서 농산물과 금속도 포함되어 있다. 이러한 상황을 바탕으로 안전투자처로서 금에 대한 수요는 강세를 유지하고 있는 반면에, 미국 재무성증권 수익률은 곡선 전체의 수익률 상승의 움직임을 동반되면서 최근에는 인플레이션과 기대금리의 상승에 의해 견인되고 있다. 전쟁이라는 측면에서 불확실성은 높게 유지하고 있는 반면에, 시장은 러시아에 대한 추가적인 제재가 어떠한 것인지, 또는 향후의 외교적 협상의 단계가 보다 생산적인 결과를 도출할 수 있는지(혹은, 최악의 경우, 이번 위기의 지속시간과 지리적 영향의 측면에서 리스크의 확대)의 여부를 평가하기 위해 시도하고 있다.

현 단계에서 투자 견지를 재평가하는 데에 있어서는 다음과 같은 네 가지의 뜨거운 질문에 답하는 것이 중요하다.

- 1. 우리는 글로벌 리세션으로 향하고 있는가?** 원자재 가격상승의 영향을 감안하여, 우리는 2022년 글로벌 경제성장률을 하향 조정(이제는 3.3 ~ 3.7% 대로 예상함)했지만, 이러한 영향은 국가별로 동질적이지는 않다. 미국은 이러한 영향에서 벗어나 있지는 않지만 그 충격에 대해서 유로통화권보다는 탄력적일 것으로 보인다. 글로벌 리세션은 피할 것이지만, 유럽에서는 기술적 요인에 의한 리세션이 있을 리스크가 더 높다.
- 2. 중앙은행(CB) 정책실수의 리스크는 얼마나 높은가?** 중앙은행들이 당면한 과제는 간단한 사안이 아니며 정책실수가 발생할 가능성이 높고, 유로통화권에서 경제 전망의 불확실성이 높아지고 파편화의 리스크가 상승하는 상황에 당면하고 있는 유럽중앙은행의 경우에 더욱 그러하다. 연준에게도 이 사안은 쉽게 대처할 수 있는 사안이 아니다. 2018년 이후 처음으로 금리가 인상은 했지만 연준은 이와 관련된 대응을 늦추는 행보를 계속하고 있고, 인플레이션이 정치적 논쟁에서 뜨거운 주제가 되고 있는 지금의 환경에서는 현 정책 경로를 조정해야만 할 수도 있다.
- 3. 유동성 경색의 리스크는 무엇인가?** 전 종목에서 시장심도(market depth)가 악화되는 것과 더불어서 모든 주요 자산종목의 유동성도 악화되고 있다. 현 시점에서 우리는 유동성 경색(liquidity crunch)의 현저한 리스크를 파악할 수는 없지만, 경계 태세를 유지하고 유동성 완충기제를 구축해야 할 필요성이 높다.
- 4. 시장: 가치주 복원의 프로세스는 어느 정도 진행되었나?** 우리는 신중한 견지를 고수하지만, 매수 기회가 가까운 장래에 열릴 수도 있다는 사실을 인지하고 있다. 따라서 우리는 리스크 견지를 전술적으로 조정할 수 있는 준비를 상시 갖추고 있다. 가치주 복원의 프로세스는 계속 진행되고 있지만, 아직은 불완전하고 파편적이다. 특히, 연준과 유럽중앙은행의 움직임에서 비롯된 실질적인 영향의 여부를 지켜보아야 할 것이다. 향후의 추가적인 변동성이 진입포인트를 제공할 것이기 때문에 이러한 상황은 약간의 인내가 필요함을 나타내고 있다.

이러한 배경을 바탕으로 우리의 주요한 투자확신감은 다음과 같다.

- 인플레이션이 지속적이 상승하는 환경에서 장기금리가 너무 낮게 유지되고 있다. 중앙은행의 매파적 견지로의 최근 전환은 금리 방향성이 상승임을 확인시켜 주고 있다. 우리는 숏테이아웃 바이어스를 계속 고수하지만, 이러한 상황이 혼란의 기간 동안에 헤지로 도움을 줄 수 있기 때문에 우리는 듀레이션 견지의 조정에서 전술적 포지션을 유지한다.
  - 주식의 경우에, 우리는 이번 위기를 헤쳐 나가기 위한 방법으로 퀄리티에 특히 추가적인 포커스를 두면서 가치주로의 틸팅을 고수한다. 매우 선별적인 포지션으로 유지하면서 가격 상승을 소비자에게 전가시킬 수 있는 강력한 사업 모델과 능력을 보유한 종목을 추구하는 것이 중요하다. 지역별 수준에서 살펴보면, 유럽에서 기업이익 리세션에 높은 리스크가 있기 때문에 미국이 유럽과 비교하여 탄력성이 계속 높을 것이며, 이에 따라 우리는 유럽 주식에 대비하여 미국 주식에 대해 상대적으로 긍정적인 포지션으로 전환하고 있다. 규제 리스크가 고조되고 극단적인 변동성으로 인해서 중국 주식에 대한 전망은 전술적으로 신중한 포지션을 증가시켰다.
  - 크레딧의 경우, 현 단계에서 리스크는 펀더멘탈보다는 유동성과의 관련성이 높아졌다. 금융조건이 타이트해지고 있으며, 이에 따라 유동성리스크에 대해 경계를 유지해야 하는 것이 중요하다. 우리는 하이일드 공간에서 전반적으로 신중한 포지션을 증가시켰다 - 특히, 크레딧 스프레드의 추가적인 확대의 가능성이 있는 유럽의 경우에 더욱 그러하다.
  - 변동성은 높게 유지될 것이며, 강력한 시장 조정에도 불구하고, 우리는 이번 위기 결과의 불확실성에 대비한 헤지를 갖추어서 유지한다. 이와 더불어서, 탄력성이 높은 포트폴리오를 구축하기 위하여 투자자는 투자자산의 영역에 계속 포커스를 두어야 할 것이다. 이러한 목적을 위해서, 투자자는 장기적인 관점을 가지고 중국 국채를 모색할 수도 있을 것이다. 통화도 투자자산과 관련하여 역할을 할 수 있다. 따라서, 시장 스트레스의 시기에 스위스 프랑화가 가진 매력성을 감안하여 우리는 스위스 프랑화를 선호한다.
- 결론적으로, 가시성이 여전히 매우 낮기 때문에 우리는 공격적인 자산배분에 대한 유혹을 이겨내는 것이 중요하다고 믿고 있으며, 탄력성(회복력)의 분야를 찾기 위해서 인플레이션 렌즈를 통한 포트폴리오 구축을 계속 추구한다.

전반적인 리스크 분위기



중앙은행 정책과 기업이익 성장에 대한 불확실성을 감안하여 리스크의 증가를 자제하고 유동성에 대한 포커스를 유지할 것.

이전 달 대비의 변화

- ▶ 유럽에 대비하여 미국을 선호하면서 기업이익 전망에 대한 이번 위기의 상대적 영향에 플레이함.
- ▶ 듀레이션에 대한 전술적 조정.
- ▶ FX를 포함한 헤징을 조정함.

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

AMUNDI INSTITUTE

Amundi Institute 컬럼



Pascal BLANQUÉ,  
Chairman, Amundi Institute

밸류에이션이 새로운 레짐 및 스테그플레이션 리스크 상승에 대해 현저하게 재조정되지 않는 한, 투자자는 신중한 포지션을 유지해야 할 것이다

레짐전환의 시대에 전쟁의 영향에 대한 투자자의 견해

최근 동안에 지정학적 위기는 초기의 부정적인 시장 충격은 단명하고, 그 이후에는 투자자에게 매수 기회로 이어지는 긍정적인 상황 전개로 인식되어 신속한 랠리라는 시장 안도가 뒤따랐다. 하지만, 이번 러시아-우크라이나 분쟁은 “1970년대로 돌아가는 길”이라고 부를 수 있는 레짐전환의 특성이 가지는 파편화 증가와 인플레이션 상승의 퍼즐에 추가적인 압박을 부가시키고 있다. 이와 같은 상황에서, 투자자는 특히 포트폴리오 수익성을 견인할 네 가지의 매크로 요인을 살펴보아야 할 것이다.

1. **성장 요인은 부양적 특성의 감소로 전환되고 있으며**, 특히 이번 위기로 인해서 글로벌 경기회복의 궤적이 잠재성장률로 복귀를 벗어나는 것을 강화시킬 수 있는 유럽에서 더욱 그러하다(아래의 유럽에 대한 중점 분석 참조). → 크레딧이 일부 주식 세그먼트보다 가격재조정에 더욱 노출되어 있다.
2. **인플레이션 요인은 더욱 강화되고 뜨겁게 불타오르고 있다.** → 기업이익의 궤적은 인플레이션 압력을 전가시키는 능력에 대한 의존성이 결정적으로 커지고 있다.
3. **실질금리 요인은 여전히 부양적이다.** 중앙은행은 이미 예상되었던 양상이었음을 고려하더라도 인플레이션 대응을 늦추는 상태(뒷북을 치는 자세)를 계속 유지하고 있다. → 실질금리는 금융억압의 환경에서 마이너스대를 유지할 것이다. 이는 성장 요인의 약세에서 비롯된 부정적인 영향은 (특히 미국에서) 일부 주식 세그먼트에서 보상될 것이다.
4. **유동성 요인은 고점을 지나갔으며**, 글로벌 매크로 유동성의 하락이 나타나고 있다. → 중앙은행의 유동성 지원의 감소는 전 종목의 변동성을 높게 유지할 것이다.

통화정책 기대감의 재조정과 지정학적 분쟁에서 비롯된 경제적 피해의 평가는 신규 레짐의 새로운 균형에 궁극적으로 부합되도록 하는 리스크프리미엄의 재정립 프로세스를 견인하고 있다. 따라서, **진입포인트를 추구함에 있어서 투자자는 (스테그플레이션이 핵심 리스크인) 새로운 레짐에서 추산되는 균형에 대비하면서 언제 밸류에이션이 일관되기 시작하는 시기, 또는 심지어는 플러스의 매력적인 격차를 제공하는 시기를 살펴보아야 할 것이다.**

투자자는 국채를 현저하게 추가하는 유혹을 이겨내야 할 것이다. 듀레이션 관리에 있어 유연성을 높일 수 있는 여지가 있지만, 숏듀레이션 추이가 올바른 방향일 것이다. 스테그플레이션 리스크 상승에 대비한 안전성을 추구함에 있어서, 주식에 있어서는 채권과 같은 특성을 가진 개별 종목에서 “안전핵심자산”의 지위를 보유할 수 있는 공간을 제공한다. 여기에 해당되는 주식은 높은 기업수익 가시성과 낮은 부채를 가진 종목들이다.



Monica DEFEND,  
Head of Amundi Institute

유럽의 스테그플레이션 리스크

러시아-우크라이나 전쟁은 주로 다음과 같은 두 가지의 채널을 통해서 유럽 경제에 영향을 줄 가능성이 크다. (1) **직접적 노출.** 2020년을 기준으로, 러시아는 유럽연합에 다섯 번째로 규모가 큰 교역 상대국으로, 러시아로의 수출이 유럽연합 총 수출의 약 6%를 차지하고 있다. (2) **간접적 노출.** 러시아는 유럽연합에 대한 원유, 천연가스, 석탄의 주요 공급국이기 때문에 유럽의 에너지 취약성이 상당한 수준으로 유지되고 있다. 따라서, 석유 및 가스의 채널이 스트레스의 주된 원인으로 유지된다.

- **2022년 경제성장률 하향 수정, 인플레이션 상향 수정.** GDP는 -1%~-1.5%가 하락하는 영향(소비 및 투자의 감소)이 있을 것으로 보이며, 이에 따라 전년동기대비 경제성장률은 2%~3.2% 대가 될 것이다. 유럽 지역은 최고 수준의 스테그플레이션 리스크에 당면해 있으며, 일시적인 리세션 결과의 가능성도 우리가 예측하는 다운사이드 측면에 포함되어 있다. 인플레이션의 경우, 소비자물가지수(CPI)는 이전의 추산치에 대비하여 1.5% 더 상승할 것으로 보이며, 인플레이션의 피크(6%~7%)를 아직 지나가지 않았고(2분기가 될 가능성이 있음), 연간 평균 인플레이션은 6%가 될 가능성이 커졌다. 하지만, 올해 4분기의 인플레이션은 4%~5%로 낮아질 수도 있다.
- **우려되는 부분은 기업이익의 측면이다.** 유럽에서는 경제 리세션이 현실화되기 이전이더라도 기업이익 리세션이 나타날 수도 있다. 생산자물가지수(PPI) 및 소비자물가지수(CPI)의 인플레이션과 공급망 병목현상을 감안(즉, 투입가격, 원자재, 에너지의 상승)하는 경우, 커다란 격차가 존재함을 발견된다. 즉, 이는 기업이 비용 상승을 흡수해야 해서 생산품의 가격을 인상하지 않는다면 기업 마진이 영향을 받을 수 있음을 의미한다. 하지만, 기업이 가격을 인상하는 경우에 리스크는 매출 물량에 영향을 받아서 궁극적으로는 수익성이 압박 받을 수 있다는 사실이다.

**투자 중요 함의.** 우리는 글로벌 주식에 중립적 견지를 권고한다. 채권(FI)의 경우, 재조정의 과정이 진행되고 있다. 중앙은행 지원의 철회, 금리 상승 및 경제성장 압박과 같은 기술적 요인의 약세는 크레딧의 방어적 배분을 요구하고 있다. 이와 더불어, 유동성 압박과 안전자산 선호현상은 국채와 현금에 대한 선호도 상승을 의미한다. 마지막으로, 계속되는 물가 상승은 인플레이션 연계채권, 금 및 일부 실물자산 형태의 민감자산에 대한 긍정적인 틸팅을 요구하고 있다.

PPI = 생산자물가지수, CPI = 소비자물가지수.

멀티어셋

# 시장에 성급하게 뛰어들지 말고, 유럽에 대비하여 미국에 플레이할 것



**Francesco SANDRINI,**  
Head of Multi-Asset Strategies



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

우리는 방향성 리스크 익스포저를 증가시키지 않으면서 현 시점에서는 전략적 베팅에 대비하여 상대적 가치의 기회를 선호한다

금융시장과 경제환경은 현 시점에 기대인플레이션 및 기대성장률, 정책입안자들의 이에 대한 (재정적 및 통화적) 대응, 지정학적 지형 변화라는 대체적으로 세 가지의 요인에 의해 영향을 받고 있다. 우리는 앞의 두 가지 요인들에 대해 마지막 요인이 주는 영향력이 크게 증가하고 있고, 이에 따라 향후 경제적 방향의 전반적인 가시성이 낮아질 것으로 예상하고 있다.

따라서, 최근의 안정화의 징후에도 불구하고 지금은 시장에 공격적으로 재진입할 시기가 아닌 반면에, 투자자는 유동성, (다른 자산 중에서 특히 금과 원자재를 포함하는) 투자분산, 상대적 가치 기회를 염두에 두면서 정밀하게 조정된 익스포저에 포커스를 두어야 할 것이다. 이와 더불어서, 헤지와 FX가 포트폴리오의 핵심 축이 되어야 하며 정치적 리스크와 안전자산 선호현상의 흐름에 포커스를 두어야 할 것이다.

**투자확신감이 높은 아이디어**

우리는 주식에 대해 전반적으로 중립적인 포지션을 유지하지만, 상대적 가치의 기회를 전술적으로 추구하고 있다. 우리는 유럽에 대비하여 미국에 대한 건설적 포지션을 늘려오고 있다. 인플레이션에 강력하게 대처하겠다는 의지를 표명하고 있는 연준으로 인해 단기적으로는 곡선의 플래트닝을 유발되고 있지만, 이는 일부 성장 분야를 포함하는 미국 시장에 혜택을 줄 것이다. 따라서, 우리는 일관성이 높은 주식선택 접근방식을 이행하여, 현 국문에서 가치주로의 틸팅을 줄이고 있다. 유럽에서 기업이익 모멘텀 약화의 리스크 고조는 이 지역에 대한 신중한 포지션 증가를 요구하고 있다. 신흥국의 경우에 우리는 중립적 포지션을 유지하며, 중국에서 재개된 봉쇄조치에서 비롯된 예외적인 변동성과 리스크를 감안하여 중국 주식에 대한 포지션도 중립적으로 이동시켰다.

우리는 듀레이션에 전반적으로 신중한 견해를 유지하고 있는 반면에, 독일국채는 이제 안전자산으로 자금유입과 우크라이나-러시아 분쟁에서 비롯된 유럽 경제성장률 우려에서 혜택을 받을 수 있다고 믿고 있다. 하지만, 독일의 군사비 지출 증액으로 방향 전환은 독일 정부의 자금조달 증가의 예측으로 이어지고 있다. 이는 잠재적으로 국채 발행을 늘리게 될 수도 있으며, 이에 따라 국채 수익률을 끌어 올리고 있다. (또한, 이러한 수익률 상승은 유럽중앙은행의 최근 매파적인 언급의 영향도 받았다) 따라서, 우리는 이와 관련된 상황을 면밀하게

모니터링하고 있으며, 유연한 포지션을 유지한다.

주변국 채권의 경우, 우리는 독일국채에 대비한 이탈리아 국채(BTP)에 대한 기존의 낙관적인 견지를 유지한다. 우리는 시장에서 안전자산 선호의 움직임으로 인해서 이탈리아 국채에 압박이 있음을 인지하고 있지만, 경제성장의 측면에서 (「차세대 유럽연합」(NGEU) 덕분에) 이탈리아의 펀더멘탈과 정치적 안정성이 강력하다고 믿고 있다. 중국의 경우, 우리는 투자분산의 장기적 관점에서 중국국채에 효용성이 있다고 믿고 있지만, 이 자산종목은 미국-중국 긴장고조와 이로 인한 결과로 CNH의 관점에서 자금유출의 리스크로 인한 FX 컴포넌트에서 비롯된 약재에 당면하고 있다고 생각된다.

크레딧 시장은 핵심 금리의 변동성 상승 압박 증가와 인플레이션 상승에서 영향을 받을 수 있다. 이와 더불어서, 유럽의 GDP 성장률의 잠재적인 약세에서 비롯될 수 있는 기업이익에 대한 우려가 존재한다. 전체적으로는 이러한 모든 상황들이 스프레드의 상승을 유발할 수도 있다. 따라서, 우리는 EUR HY에 대한 경미하게 긍정적인 견지를 제거했으며, IG와 크레딧 전반에 대해서 중립적인 포지션을 유지한다. 그럼에도 불구하고, 우리는 현 시점의 기업 펀더멘탈은 강세이고 재무제표는 건전하다고 믿고 있으며, 이 분야에 대해서는 경계 태세를 유지한다.

우리는 FX 유니버스가 지정학적 요인과 매크로 경제 환경에 의해 견인되는 경향이 커지고 있다고 믿는다. CHF의 보호적인 특성으로 인해서 CHF 자산으로 자금 유입이 개선되고 있다는 사실을 감안하여, 우리는 이제 EUR에 대비하여 CHF에 긍정적인 포지션이다. 미국과 유럽연합과 관련하여 영국의 고립성 증가로 인해 우리는 EUR에 대비하여 GBP에 대한 기존의 방어적인 견지를 유지한다. 이와 더불어서, 우크라이나 위기의 측면에서 모든 잠재적인 개선이 EUR에 이점이 될 것으로 파악되기 때문에 우리는 EUR에 대비하여 CNH에 더 이상 긍정적인 포지션이 아니다.

**리스크 및 헤징**

인플레이션 상승의 레짐과 중앙은행의 긴축정책의 강화가 러시아-우크라이나 분쟁과 더불어서 2022년에 모니터링해야 할 주요 리스크이다. 현재의 환경은 파생상품과 금을 통해서(전술적 헤지) 위험자산 익스포저에 대한 보호를 관리하고 조정해야 할 필요성을 부각시키고 있다.

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, OT = 양적긴축.

채권

크레딧이 가격조정 첫 번째 후보:  
이와 관련된 상황에 주목할 것



Amaury D'ORSAY,  
Head of Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,  
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,  
CIO of US Investment Management

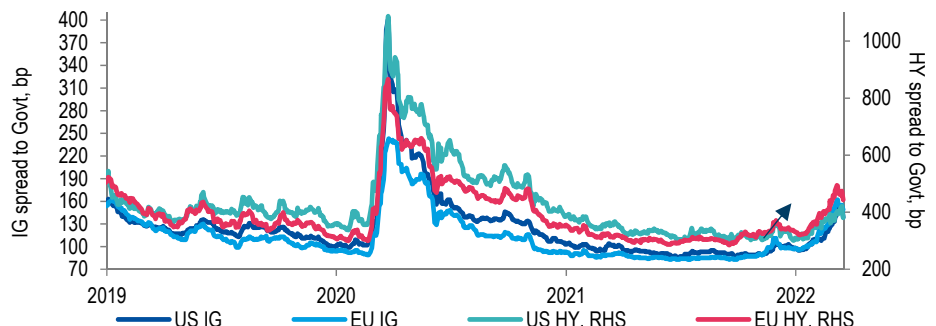
정책입안자들의 (통화적 및 재정적) 지원이 제한됨에 따라, 크레딧 스프레드(가산금리)가 확대될 수 있으며, 실질금리가 상승하여 기업이익이 압박을 받기 시작할 경우에는 더욱 그러해질 것이다

스태그플레이션 리스크가 대두되고 있는 것으로 보임에 따라, 우리는 미국과 유럽 사이에서 경제성장률과 인플레이션 양태에서 분화가 나타날 수 있다고 믿고 있다. 미국의 경우에 인플레이션은 임금 상승과 원자재 가격 상승에 의해 견인되고 있는 반면에, 유럽에서는 원자재 가격이 주된 원인이다. 결과적으로는, 향후의 움직임은 정책 분화와 예측 불가능성에 의해 특징지어질 수 있다. 그럼에도 불구하고, 중앙은행들은 기꺼이 대응을 늦추는 상태(뒷북을 치는 자세)를 유지하고 있으며, 이제는 유럽/미국의 모든 중앙은행들은 매파적인 기초라는 일부 공통적인 특징을 가지고 있다. 이러한 중앙은행들의 매파적 기초와 기업이익에 대한 잠재적 압박이 결합시키면, 강력한 기업 펀더멘털에도 불구하고 투자자들이 위험자산에 대해 신중하게 행동해야 하는 상황에 있음을 파악하게 된다. 국채는 시장 스트레스의 시기 동안에 보호적인 기능을 주는 특징이 고려되어야 하지만, 그 금리의 방향이 상향세임에 유념해야 한다.

글로벌 및 유럽 채권(fixed income)

유럽 핵심국, 미국, 영국 국채의 듀레이션에 대한 우리의 장기적 견지는 방어적으로 유지되는 반면에, 시장의 안전자산 선호현상과 유로 금리의 가격재조정을 감안하여 우리는 신중한 포지션을 경미하게 줄였다. 유럽 주변국의 경우, 파편화 리스크를 감안하여 우리는 이탈리아 국채(BTP)에 대한 신중한 포지션을 늘렸다. 투자자는 곡선 수준에서 기회에 전술적으로 플레이할 수 있다- 여기에서 유로 수익률곡선은 플래트닝, 캐나다/호주에서는 스티프닝이 나타나고 있다. 그 밖의 경우, 중국국채는 듀레이션 익스포저에서 일부 투자분산의 기능을 제공하는 반면에, 미국 물가연동국채(TIPS)는 헤징에 적합한 것으로 보인다. 우리는 포트폴리오에 보호의 기능을 제공하는 파생상품을 통해 크레딧에 대해 중립적 견해로 수렴시키고 있다. 지정학적 측면의 불확실성이 높은 변동성을 발생시키고 있으며, 이는 특히 하이베타 경기민감 부문에 대해서 하향 스쿠(skew)를 동반시키고 있다. 따라서, 우리는 경제성장 약세로 비롯되는 잠재적인 후폭풍으로 인해서 후순위채권, 경기민감 부문(에너지, 자동차)에 대한 긍정적 포지션을 경미하게 낮추었다. 전반적으로, 투자자는 유동성에 우선순위를 두고, 기업이익 약화 여부에 주목해야 하며, 레버리지가 높은 분야는 피해야 할 것이다.

압박을 받고 있는 크레딧 스프레드



Source: Amundi Institute, Bloomberg, 18 March 2022. Spreads for ICE BoFA Indices.

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, MBS = 부동산저당증권, CRE = 상업용 부동산

주식

# 기업이익의 경로에서 불확실성이 상승하는 상황에서 미국 주식이 선호됨



**Kasper ELMGREEN,**  
Head of Equities



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



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

유럽에서 기대성장률의 하락과 스태그플레이션 리스크 상승은 경기민감주 공간에 대한 신중한 포지션을 요구하며 퀄리티와 주식배당에 대한 포커스를 두는 미국 주식에 대한 상대적 매력도를 떠받치고 있다

### 종합적 평가

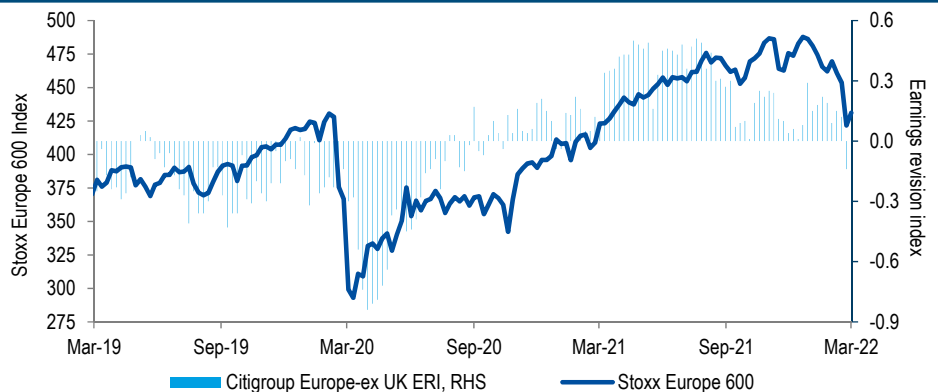
시장 변동성이 지난 수주 동안에 상승했으며, 이는 리스크프리미엄을 현저하게 올리고 경제 성장과 관련된 결과를 확대시키고 있다. 전쟁의 위기에서 지리적으로 근접한 유럽이 더욱 큰 영향을 받고 있으며, 미국은 이에 비하면 그 영향이 덜 하다. 현재로서는 이와 관련된 내러티브는 대체적으로 동일하다 - 인플레이션 추가 상승과 심지어는 성장을 하락으로 인해 기업이익에 압박을 받을 수 있다. 이러한 환경에서, 우리는 바텀업 분석에 계속 의존하고 미래의 방향을 평가하기 위해서 인플레이션, 경제, 기업이익과 관련된 향후 데이터를 바탕으로 전쟁의 영향을 측정하는 것을 선호한다. 하지만, 인플레이션 상승세는 중기적으로 유지될 것이 분명해 보인다. 따라서, 전반적으로 균형이 잡힌 마음가짐을 가지고 투자자는 어려운 시기를 헤쳐 나가기 위해서 가치, 퀄리티, 주식배당의 테마와 더불어서 실체요인분석의 활용을 모색해야 할 것이다.

### 유럽 주식

유럽경제는 리스크가 가장 높은 지역이며, 유럽 기업이익 전망이 악화되고 있다. 이러한 환경에서, 우리는 시장전위로 제시되는 상대적 가치 기회를 계속 충실하게 모색할 것이다. 경기민감주와 자동차와 같은 경기예 경제상황을 타는 부문이 더욱 커다란 영향을 받을 것이며, 그 영향의 강도는 이번 위기의 지속기간과 심화정도에 따라 달라 질 것이다.

전반적으로 우리는 투자자가 이러한 경기사이클 내에서 퀄리티가 높고 자기자본이 강한 기업들 및 경기방어적 부문을 고려해야 한다고 믿고 있다. 중기적인 콜로서 우리의 가치주에 대한 선호는 계속 유지된다. 부문별 수준에서 우리는 필수소비재와 의료건강 부문에 긍정적인 포지션을 유지하고, 산업 부문 영역에서 매력적인 바텀업 종목을 감안하여 산업 부문에 대한 전망을 상향 수정했다. 반면에, 우리는 정보기술에 여전히 신중한 포지션을 취하며(경미하게 신중한 포지션은 낮춰짐), 유틸리티 부문에 대한 기존의 신중한 견해를 고수한다.

### 압박을 받고 있는 유럽의 기업이익



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Weekly data as of 16 March 2022. European Earnings Revision Index on the RHS. Negative reading indicates earnings have been revised downwards, where as positive number shows an upward revision.

### 미국 주식

미국의 경우, 강력한 노동시장과 견조한 소비자 소득과 더불어서 풍부한 시장 유동성으로 인해 경제 리세션이 발생하지 않을 것으로 예상된다. 하지만, 경기회복에 대한 압박이 나타나고 있고, 이는 2022년 기업이익에 예상하던 기업이익을 충족시키는 데에 있어 어려움을 야기할 수도 있다. 따라서, 우리는 종목을 선택함에 있어서 경기민감적 기업에 대한 포커스를 계속 줄이고, 가치 및 퀄리티에 포커스를 계속 늘리고 있다. 우리는 수지비율의 특징(낮은 자본지출/판매 비율, 낮은 재고/판매성장 비율, 낮은 직원 매출)을 살펴보고 있다. 두 번째로, 우리는 자사주 매입과 주식배당 지불을 통해 소액주주에게 보상하는 기업에 대해 건설적인 포지션이다. 이와는 반대로, 우리는 가치주에 대비한 성장주 가격이 여전히 전체적으로 높다고 믿고 있으며, 이익을 내지 못하는 성장주 종목은 피한다. 부문별 수준에서, 우리는 경기소비재의 소매 부문에 대비하여 소비자 서비스 부문에 건설적인 포지션이다. 은행의 경우, 우리는 레버리지를 줄여서 자기자본이 우량하고 대규모의 내수 운영을 가진 소매부문에 보다 집중하는 종목에 포커스를 둔다. 이러한 특징을 가진 종목은 이번 위기를 더 잘 헤쳐 나갈 수 있을 것이다. 테크 부문에서, 기술 분야 지출이 일반적으로 경기에 덜 민감하기 때문에 우리는 경기사이클에 덜 타는 합리적 가격의 퀄리티 종목을 모색한다.

### 신중국 주식

현재의 혼란(원자재 가격 급상승, 인플레이션)이 모든 신중국 시장에 동일하게 영향을 미치지 않을 것이다. 이러한 관점에서 동유럽이 경제적 파급효과에 가장 크게 노출되어 있지만, 남미는 원자재 가격 상승에서 혜택(브라질에 긍정적)을 받을 수 있다. 또한, 우리는 중동의 석유 및 가스 수출국(UAE)에 건설적인 포지션이다. 아시아의 경우, 중국의 러시아에 대한 입장, 중국의 재정부양책 및 재개된 코로나19대유행 대처방식이 우리가 모니터링하는 핵심적 사인이다. 부문별 수준에서, 우리는 경기소비재와 실물자산 부문을 선호하며, 성장주에 대비하여 가치주를 증가시키는 경향을 유지한다.



**Didier BOROWSKI,**  
Head of Global Views

## 서문

### 전환점에 이른 우크라이나 전쟁

유럽의 리더들은 우크라이나 전쟁을 «유럽 역사의 지각 변동»이라고 명명하면서, 이번 전쟁이 장기적으로는 체제 변경의 조짐으로 이어질 수 있다고 언급하고 있다.

**단기적으로 이번 전쟁의 경제적 함의는 분쟁의 지속기간과 강도에 의해 좌우될 것이다.** 다음과 같은 몇 가지 요소는 지난 한 달 동안의 전쟁 후에 초기 평가를 내릴 수 있도록 해 준다.

- 심각한 보급 문제(연료, 보급품, 심지어는 탄약의 부족)를 경험하면서 러시아 군대는 지상에서 수렁에 빠져 있고, 초기 군사적 차질을 겪고 있다.
- **최소 28개국 이상에서 무기를 제공받은 우크라이나인들의 저항과 전의가 효과적일 것으로 증명되고 있다.** 전투의 강도가 높아지고 있고, 러시아의 군사 전략가들이 예상했던 것보다 장기전으로 변모하고 있다. 러시아군의 인적 및 물적 손실이 상당한 수준이다. 우크라이나는 공식적으로 약 17,000명의 러시아 병사가 전사한 것으로 추산하고 있으며, 이러한 수치는 러시아의 아프간 침공 전쟁에서 발생한 수치(10년의 기간 동안에 15,000명 전사)보다 크다.
- **젤렌스키 우크라이나 대통령은 자신을 국내 및 전세계에서 결사항전의 지도자로 추앙하고 있다.** 서구 민주주의 국가들의 의회에서 세간의 이목을 끄는 모습으로 젤렌스키 대통령이 한 연설은 저항을 실현하고 이끄는 영웅적 인물로 만들어 주었다.
- **우크라이나와 러시아 사이의 외교적인 대화가 3주간의 일시 중단 이후에 터키에서 재개되었다.** 러시아는 전략 변경을 발표하고 긴장 완화를 약속했지만, 어떠한 유의적인 돌파구도 합의되지 않았다. 외교적 대화는 휴전 조건에 집중되어 있다. 점령된 지역(돈바스 및 크리미아)의 상태는 의제에 포함되어 있지 않지만, 이 사안이 향후 협상의 중심이 될 것이 분명하다. 젤렌스키 대통령은 우크라이나의 안보를 보장(나토 조약 제5조의 규정과 유사한 보장)할 경우에 국민투표의 승인을 통해서 중립적 국가의 지위를 수용할 것이다.
- **유럽연합은 G7 국가의 지원을 받아서 러시아에 대한 에너지 의존도를 점진적으로 줄이기로 결정했다.** 탄화수소(역주: 석유 및 천연가스) 부문은 여전히 상대적으로 손 대지 않은 분야이지만, 이와 관련된 압박이 증가되고 있다 - 독일은 (i) 여름까지 러시아산 석유 수입을 절반으로 줄이고, (ii) 가을까지 러시아산 석탄 수입을 중단하며, (iii) 2024년 중반까지 러시아산 천연가스의 수입을 중단하는 것을 목표로 한다고 이미 발표했다.

**요약하면, 블라디미르 푸틴 러시아 대통령은 심각한 경제적 및 정치적 도전에 이미 직면하고 있다. 군사적인 측면에서도 차질이 커지고 있다.** 우리의 관점에서는, 3월의 사건들은 휴전과 향후 수개월 동안의 전면적인 협상을 동반하면서 “단기적” 전쟁의 확률을 증가시킨 것으로 보인다. 중국이 이를 중재할 수 있는 교섭력은 사실 상 현격하게 증가되었으며, 우리는 중국이 현 위기를 종식시키는 데에 핵심적 역할을 할 것이라고 계속 믿고 있다. 단기적으로는 “수직적 확대”(vertical escalation: 화학무기, 생물학무기 또는 심지어는 전술적 핵무기와 같은 비재래식 무기를 사용하는 전쟁으로 확대)의 리스크가 감소되었다. 하지만, 협상에는 긴 시간이 소요될 것이며 분쟁의 심화나 심지어는 확대의 리스크가 사라졌다고 간주하는 것을 실수인 것으로 보인다. 불확실성이 고조되었으며, 대안적인 시나리오는 고려해야 할 필요성이 유지되고 있다.

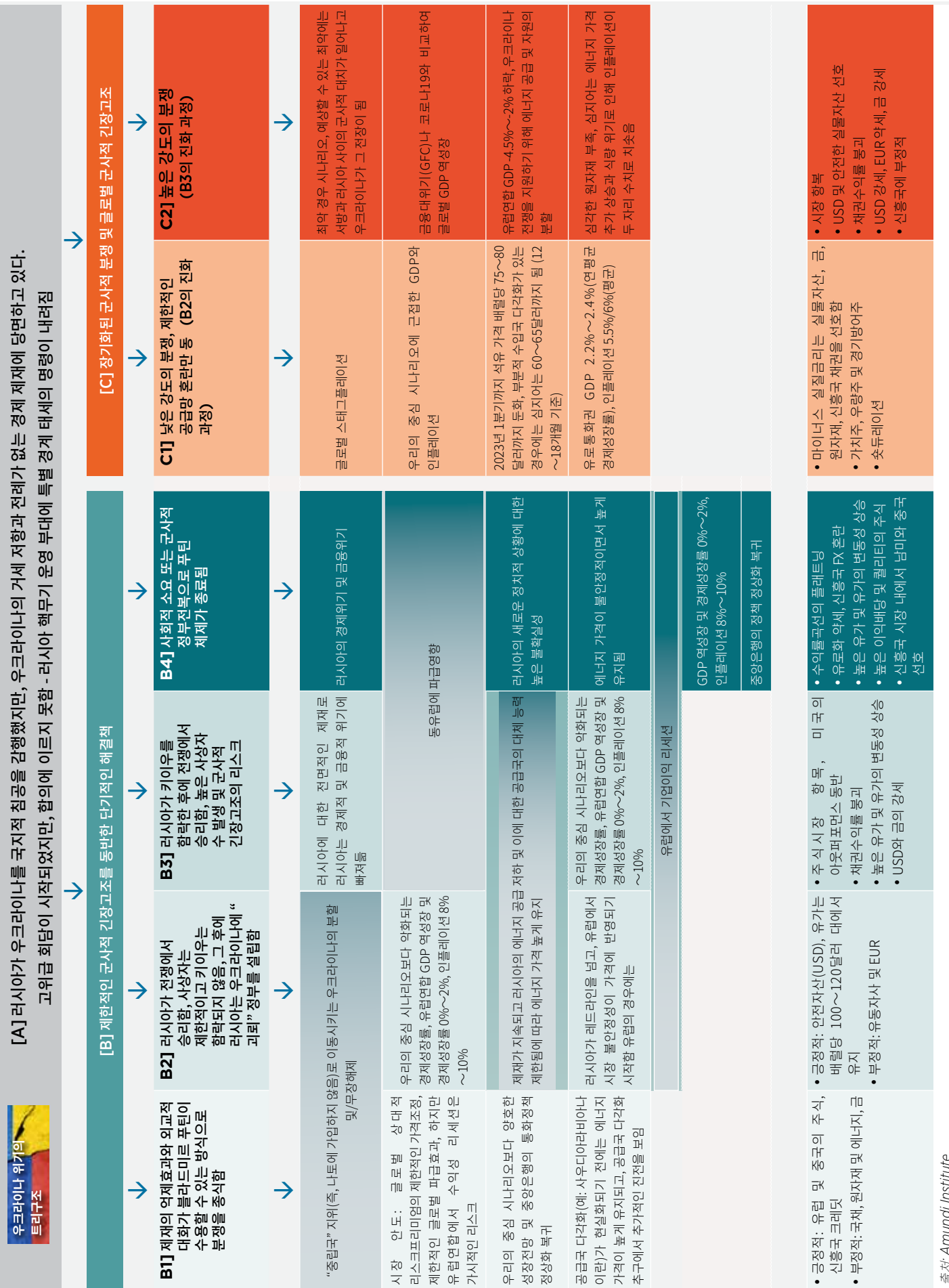
**어떠한 경우이든, 이번 전쟁은 유럽에서 국제관계와 군사 독트린의 전환점을 이루고, 새로운 형태의 글로벌화로 이어질 것이다.** 이번 분쟁은 수십년 동안 정립되어 있던 독트린에 도전하고 있으며, 특히, 경제적 통합이 전쟁을 막는 방벽이라는 패러다임이 위협받게 되었다. 이번 위기는 전략적 및/또는 탄력성(회복력)의 목적으로 공급망을 다변화하고 일부 생산 지역을 재배치해야 할 필요성을 강화시키고 있다. 러시아와의 경제적 연계는 분명히 약화되었다.

**마지막으로 경제적 관점에서 살펴보면, 우크라이나의 전쟁은 주요 중앙은행의 딜레마를 악화시킨다.** 왜냐하면, 한 편으로는 인플레이션을 (모든 물가에 대한 파급효과로 인해) 더욱 끌어올리게 되며, 다른 한 편으로는 경제성장 둔화의 리스크를 증가시키게 된다. 중앙은행이 코로나 위기 동안에 시행한 재정적 및 통화적 조치의 인플레이션 영향을 과소평가했기 때문에 이러한 딜레마는 더욱 뚜렷해졌다. 특히, 이러한 상황은 미국에서 특히 그러하다. 1970년대말과 1980년대초에 배울 수 있는 하나의 교훈은 관련 조치의 뒤늦은 시행은 인플레이션 급상승으로 이어져서 더욱 공격적인 긴축정책을 필요하게 되고 장기적인 고통을 유발했다는 사실이다. 하지만, 또 다른 교훈은 연착륙은 성취하기 어렵고, 금융정책이 너무 빠르게 긴축될 때에 리세션의 리스크가 상승한다는 점이다.

중앙은행(및 투자자)은 이러한 두 가지의 함정을 헤쳐 나가야 할 것이다. 이번 호에서는 이와 같이 매우 불확실하게 급변하는 세계에 대한 일부 가이드언스를 투자자에게 제공하기 위해 노력하고 있다.

2022-03-30 작성 완료





## 질의·응답 (Q&A)



**Éric MIJOT,**  
Head of Developed Markets  
Strategy Research

### 가치주를 퀄리티와 안정적인 주식배당과 결합하기

## 1] 글로벌 주식시장에서 가장 탄력적인(회복력이 강한) 분야는 무엇이라고 생각하는가?

현재의 시장 국면은 미국 경기사이클의 특정 성숙도에 부응하고 있다. 주식시장은 올해초 이후로 연준의 통화정책 긴축화 가속에 당면하고 있는 반면에, 원자재 가격은 계속 상승하고 있다. 이러한 상황은 러시아가 우크라이나를 침공한 2월 이후로 악화되었으며, 특히 유럽에서 더욱 악화되었다. 따라서, 시장은 금리 상승, 원자재 가격 상승, 기업이익 성장의 둔화 가능성에 대응해야만 한다.

스타일의 측면에서, 투자 분산을 하는 것이 신중한 선택이다. 가치 스타일은 금리의 추가적 상승을 감안하고 있으며 역사적으로 스태그플레이션 환경에서 잘 버텼다. 더욱 경기방어적인 특성을 가지고 있는 (낮은 레버리지의) **퀄리티 주식** 및 **높고 안정적인 이익배당**을 주는 주식들도 일정한 역할을 할 수 있다.

지역적으로는, **미국 시장**이 올해초의 시장 투매의 기간 동안에 탄력성을 보여주면서 그 명성을 유지했다. 하지만, 미국 시장의 주식들은 다른 시장의 주식보다 더 비싼 상태를 유지되고 있다. 따라서, 성장주는 현재의 금리 상승에서 여전히 압박을 받고 있기 때문에 우리는 **미국 주식시장이 가진 심도를 활용하여 우량가치주를 모색해야 한다.** 그 외에도, **원자재 가격 상승이 캐나다, 호주, 노르웨이, 멕시코에 혜택을 주고 있다**는 사실도 좋은 대안의 주식시장으로써 고려할 수 있는 사안이다. **영국 시장은 원자재 가격 상승과 경기둔화 사이의 전환적 국면을 플레이하는 데에 사용될 수 있다,** 영국 시장은 산업주에 대비하여 에너지주가 커다란 비중을 차지하고 있다. 이와 동시에, 영국 시장은 모든 주식시장들 중에서 가장 높은 주식배당 수익률을 나타내고 있다. 마지막으로, 경기둔화가 궁극적으로 원자재 가격의 하락을 유발하게 된다면 **스위스 시장은 이러한 사이클의 추가적인 단계의 대비를 제공하게 된다.** 스위스 시장은 에너지주에 대비한 의료건강주의 프록시로 기능한다.

결국은 우리는 우크라이나 분쟁의 모든 해결 전망은 급격한 주식 반등으로 유도된다는 사실을 잊지 않아야 할 것이며, 이러한 주식 반등은 대신에 가장 커다란 하향세를 겪었던 유로통화권, 금융주, 경기소비재주와 같은 세그먼트에 혜택을 줄 것이다. 따라서, 이러한 세그먼트의 투자비중이 매우 낮기 때문에 반등의 기간 동안에 언더퍼포먼스의 원인이 될 수 있다.

2022-03-25 작성 완료

## 2] 원자재 가격의 추가적 상승의 여지는 있는가?

원자재는 항상 네 가지 세트의 요인들, 즉 **펀더멘탈 요인, 지정학적 요인, 구조적 요인, 경기사이클적 요인**에 의해 견인되어 왔다. 오늘날 이러한 네 가지의 요인들은 원자재 가격을 떠받치고 뒷받침하고 있으며, 특히 기본 금속과 에너지에서 더욱 그러하다.

최근의 원자재 시장 랠리는 명목성장률(즉, 경기사이클 요인)에 상대적으로 저평가된 간극을 좁혀 주었다. 따라서, 원자재 가격의 지속적 상승은 단지 경기회복 내러티브에만 기반할 수는 없다.

현 시점에서는 **지정학적 요인**이 분명하게 **핵심적인 사안**이다. 천연가스는 최근의 우크라이나에서 발생한 비극적 사건들과 연관되어 공급부족 이슈로 압박을 받을 것이다. 러시아에 대한 제재와 우크라이나 항구의 활동 중단은 곡물에서 철강에 이르기까지 광범위한 종류의 원자재에서 전반적인 부족현상을 발생시키고 있다. 대표적으로 예를 들면, 러시아와 우크라이나 두 나라를 합친 밀 수출은 전세계의 30%를 차지하고 있다.

우리의 원자재에 대한 구조적인 건설적인 견해는 **그린 전환**과 잠재적으로 장기간 지속될 수 있는 핵심적 기본 금속의 **수요-공급 불일치**와 연관되어 있다. 채고는 사상 최고 수준으로 낮은 상태이며, 이와 관련된 어떠한 개선되는 징후도 있지 않다. 성장과 채고에 대해서 주요 원자재 밸류에이션을 조정하는 경우, 최근의 랠리에도 불구하고 이러한 원자재 밸류에이션은 자산종목 중에서 가장 싼 것으로 보인다.

이러한 배경을 바탕으로, 최근의 랠리에도 불구하고 우리는 **인플레이션에 대한 합리적인 영향을 감안하면서 원자재에 대한 기존의 건설적 견해를 고수한다.**

2022-03-29 작성 완료



**Lorenzo PORTELLI,**  
Head of Cross Asset Research



**Alessia BERARDI,**  
Head of Emerging Macro  
and Strategy Research

원자재 가격의 상승은 순  
수출국에게는 유리하지만,  
인플레이션 상승과 이를  
억제하기 위한 재정비용의  
증가에도 주목해야 한다

### 3] 러시아-우크라이나 분쟁에 대한 신흥국 시장의 익스포저를 평가하는 방식은?

가장 최근의 지정학적 사건의 신흥국 유니버스에 미치는 영향을 평가하기 위해서 우리는 몇 가지의 **전파 채널**에 포커스를 두고 있으며, 첫 번째로는 **원자재 유니버스에 대한 공급 충격과 관련된 결과의 함의**이고, 두 번째로는 **해당 분쟁의 영역에 근접한 지역/국가에서 수요의 감소**를 들 수 있다.

분쟁 영역에 대한 **근접성은 지리적 거리(난민의 유입과 관련하여 중요한 요인임)**를 통해 쉽게 평가될 수 있는 반면에, 근접성을 언급할 때에 고려해야 하는 더욱 글로벌적인 다른 특징으로 **상업적/투자적 상호연계성과 관광 및 송금 유출입**을 포함시킨다. 이러한 측면에서 러시아와 우크라이나에 노출되어 있는 **동유럽(신흥국 또는 프런티어 경제를 불문하고)이 직접적인 충격을 가장 크게 받을 것으로 예상되며**, 핵심 유럽 국가의 수요 침체의 심화로도 간접적 충격을 받을 것이다. 하지만, 특정 수준의 중립성을 유지할 수 있고 이차적 유형의 제재를 유발하지 않는 인근한 프런티어 국가들에게 있어서는 **근접성은 러시아에서 기업 해외이전과 무역과 금융 흐름의 경로 변경 또는 우크라이나를 대체하는 농산물 수출 등과 같은 새로운 기회를 제공할 수도 있다**

우리가 **원자재 채널**을 살펴볼 때, 관련된 국가의 유형으로 인해서 **에너지, 농산물, 및 단기적인 충격이 탄소중립 전환의 야심에 구조적인 압박을 가중시킬 수도 있는** 심지어는 **금속과 같은 보다 광범위한 유니버스를** 고려해야만 한다 두 번째로, 원자재 가격 상승에서 승자와 패자를 파악에는 단순히 원자재 수출국과 수입국을 명확한 선을 긋는 것 이상의 더욱 복합적인 영향을 이해하는 것이 필요할 것이다. 우리는 원자재 교역과 관련한 이러한 국가들의 대외 입장을 고려하는 것으로 시작했지만, 이러한 품목이 해당 국가의 인플레이션 바스켓에서 차지하는 상대적 비중 및 인플레이션 급상승을 제한하려는 재정적 비용도 분명히 고려해야 할 필요가 있는 요인들이다. **에너지와 식량의 순 수입국은 무차별적인 대외적 및 재무적 악화를 경험하게 될 것이다.** 수입 가격이 치솟고 있으며, 여러 국가의 정부들은 가계의 고통을 줄여 주기 위해 **보조금 인상, 가격 상한제, 현금 지원, 특세 인하 등의 재정적 이니셔티브(재정적 비용을 증가시키는 결과로 이어짐)를 긴급하게 시행했다.** 물론, (재정수지 및 대외수지의) 쌍둥이 적자를 이미 기록하고 있는 국가들 및 부채에서 높은 취약성을 가진 국가들은 가장 커다란 고통을 받을 가능성이 크고, 신흥등급 하락이나 국가부도(디폴트)가 발생할 가능성이 더 크다. 러시아-우크라이나 분쟁은 분명히 (오랜 망설임 이후에) **스리랑카(유가 상승과 관광수입 감소로 대외부채의 상환/이자지불의 능력을 추가적으로 제한되고 있음)의 IMF와 논의를 가속화시켰다.**

이와는 반대로, **원자재 수출국은 최근의 지정학적 사건의 결과에서 상대적인 수혜국이 될 것이다.** 실제로 남미 국가들은 분쟁 지역과의 물리적 거리가 떨어져 있을 뿐만 아니라, 교역과 관련하여 상대적인 연관성이 덜하며(유로통화권을 하나의 전제로 고려하는 경우에 더욱 그러함), 석유, 농산물, 또는 금속 등을 통해서 원자재 사이클과 가장 긍정적으로 연관되어 있지만, 멕시코는 남미 지역의 주요 국가 중에서 이러한 추이에서 벗어나는 가장 중요한 예외적인 국가이다. **하지만, 투입비용의 상승은 이미 매우 확장되어 있는 인플레이션을 (남미에서, 하지만 이러한 영향을 받는 유일한 지역은 아님) 추가적으로 압박할 것이며, 남미의 중앙은행들이 긴축적 견지의 강화(성장에 부정적)를 연장시킬 가능성이 있다.** 또한, 추가적인 인플레이션 급상승을 억제해야 한다는 긴급성의 분위기는 **재정적 지원의 증가가 요구되며, 이는 재정자원을 전용하거나 취약한 재정상태를 악화시킬 수 있다.** 실제로, 높은 유가는 나이지리아와 같은 국가에게 혜택이 되지 않는 것처럼 보이며, 오히려 나이지리아 정부는 가계에 보조금에 자금을 지원하기 위해 재정수입을 사용해야 할 것이다. 이러한 이슈는 식량 안보의 확보할 필요성이 있고 인플레이션이 악화되고 있는 국가들(예: 아프리카 국가들)에게 더 커다란 문제가 되고 있다. 긍정적인 측면을 살펴보면, 비록 공공적 자본지출에 즉각적으로 사용되지 않더라도 석유세수의 증가는 **결프협력회의(GCC) 국가들이 팬데믹 위기 동안에 고갈되었던 석유기금 적립금을 보충하도록 만들어 줄 것이다.**





2022-03-29 작성 완료



## 중심 시나리오 및 대안 시나리오 (12~18개월 기간)



### 월별 현황

우리는 중심 시나리오 및 대안 시나리오의 기존 내러티브와 확률을 유지하고, 지난 달과 비교하여 변경하지 않았다. 우크라이나 전장은 향후 수주 동안에 경제 및 금융시장에 유의한 함의를 가지는 여러 가지의 방향으로 진화(「우크라이나 위기의 트리구조」 참조)할 수 있다.

다운사이드 시나리오 30%	중심 시나리오 60%	업사이드 시나리오 10%
<b>스태그플레이션으로 향하는 경기하락 재개</b>	<b>험난한 노정, 지역별 분화</b>	<b>포용적이고 지속가능한 성장</b>
<b>분석</b>	<b>분석</b>	<b>분석</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li> 장기적으로 지속되는 <b>우크라이나 전쟁</b>은 신뢰도와 경제활동에 악영향을 주고 있음. 공급망에 혼란을 야기하면서 원자재와 에너지 가격을 더욱 오랫동안 끌어올릴 것임.</li> <li> <b>코로나19</b> 오미크론 대유행이 이동성 제약의 재개와 공급 병목현상으로 이어짐.</li> <li> 이러한 두 가지의 유발요인 모두는 <b>경기 둔화</b>로 이어지는 반면에, <b>인플레이션</b> 상승되고 관리되지 못하는 상태를 유지함.</li> <li> <b>통화적 및 재정적 완화조치가 재개되고 있으며</b>, 이로 인해 금융억압이 추가적으로 강화될 가능성이 있음.</li> <li> 성장 둔화가 동반된 인플레이션으로 인해 <b>중앙은행</b>, 특히 유럽중앙은행이 자신의 가이드선에서 이탈해야만 하고, 이에 따라 신뢰성을 상실함.</li> <li> <b>기후 변화</b>에 대처하기 위해서 고안된 정책과 투자가 연기되고 및/또는 국가별 관련 정책이 무질서하게 시행됨.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li> <b>우크라이나 전쟁</b>이 신뢰도에 타격을 주고, 원자재와 에너지 가격을 일시적으로 높게 끌어올림.</li> <li> <b>코로나19</b>는 간헐적인 대유행을 동반하는 풍토병이 됨.</li> <li> <b>글로벌 경제활동</b>이 이전 대유행보다는 잘 유지되었지만, 공급망 병목현상은 2022년말까지 지속됨.</li> <li> <b>경제성장률</b>은 2022년에 점진적으로 낮아지는 추이를 보임. 하방 리스크에 노출되어 시작되는 2023년. 중국의 경기둔화, 오미크론의 부정적인 영향 및 인플레이션 가속화로 인해 2022년 전반기에 소프트패치.</li> <li> 에너지와 원자재의 높은 가격, 공급측면의 병목현상, 임금 상승의 압력으로 인한 2022년 전체 동안의 지속적인 <b>인플레이션</b> 압박, 2023년에 이러한 압박이 완화됨. 인플레이션은 심리적이면서 정치적인 사안이 됨.</li> <li> <b>통화정책의 무동조화</b>: 테이퍼링에서 가벼운 양적완화로 빠르게 전환하고 금리인상 사이클 시작하는, 소프트한 금리인상 사이클이 예상되는 영국중앙은행, 2022년 양적완화를 재조정하고 및 금리를 인상할 가능성이 있는 유럽중앙은행, 완화적 바이어스를 가지고 있는 중국인민은행. 금리는 상승세로 움직이겠지만, 장기적으로는 낮게 유지됨.</li> <li> <b>재정정책</b>: 일부 지원책의 종료되지만, 에너지 전환에 대해서는 공격적인 자금지원과 단기적으로 가계에 미치는 영향을 완화하기 위해 보조금이 사용됨.</li> <li> <b>기후변화</b>가 경제성장을 잠식하고 원자재와 에너지 가격을 상승시켜서, 스태그플레이션 추이를 가중시킴.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li> <b>우크라이나전쟁</b>이 에너지 및 원자재 시장에 제한적인 혼란만 주면서 빠르게 종식됨.</li> <li> 바이러스 변이에도 불구하고 예상보다 빠르게 <b>풍토병(엔데믹)</b>이 찾아옴.</li> <li> 잉여적인 저축과 임금 상승이 <b>소비</b>를 촉진시켜 기업 마진의 잠식을 상쇄함.</li> <li> 디지털 전환 및 에너지 전환과 구조적 개혁을 통한 <b>생산성 향상</b>.</li> <li> <b>관리가 유지되는 인플레이션</b>.</li> <li> 투자 강세와 저축 감소에 의한 <b>금리 상승</b>.</li> <li> <b>중앙은행</b> 통화정책 정상화가 시장에 의해 잘 수용됨.</li> <li> 강력한 경제성장과 재정규율로의 점진적인 전환을 통해 <b>지속 가능한 부채 유지</b>.</li> <li> <b>포용적 성장</b> 및 효과적인 불평등 해소.</li> <li> <b>잠재적 유발요인</b>에는 우크라이나 전쟁의 종료, 구조개혁, 효과적인 치료제와 백신접종 프로그램, 분권화를 통한 포용적 금융을 포함함.</li> </ul>
<b>시장 함의</b>	<b>시장 함의</b>	<b>시장 함의</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 현금, USD 및 미국 재무성증권 선호할 것</li> <li>- 최소 변동성 전략에 플레이할 것</li> <li>- 금</li> <li>- 원자재 및 에너지</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 리스크 감안 실질 기대수익성의 하락</li> <li>- 미국 재무성증권 및 유로통화권과 신흥국의 수익률곡선의 제한적인 스티프닝</li> <li>- 금, 연계채권, 주식을 통한 인플레이션 헤지</li> <li>- 신흥국(EM): 단기적으로 신중한 포지션, 장기적인 실질수익 및 성장 스토리는 영향을 받지 않음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 미국 재무성증권 곡선의 베어 스티프닝</li> <li>- 경기민감주와 가치주 익스포저로 위험자산에 대한 선호할 것</li> <li>- 인플레이션 헤지로서 물가연동채권 및 주식에 대한 선호</li> </ul>

 지정학적 사안  코로나19 관련 토픽  
 기대성장률과 기대인플레이션  
 통화정책 및 재정정책

 경기복구 계획 또는 금융조건  
 민간 및 공공 채권발행인의 지급불능(부도)

 경제레짐 또는 금융레짐  
 사회적 또는 기후관련 토픽

## 상위 리스크

### 월별 현황

우리는 우크라이나 전쟁과 그 경제적 및 금융적 리스크에 대한 잠재적 함의를 고려하여 경제적 및 지정학적 리스크의 확률을 기존의 30%를 고수한다. 우리는 코로나19 관련 리스크를 경제적 리스크의 일부분으로 간주한다.

리스크는 헤징 전략의 파익이 용이하도록 그룹화되어 있으며, 이러한 그룹화된 리스크들은 분명한 연관관계를 가지고 있다.

#### 경제적 리스크 30%

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

#### 금융적 리스크 20%

- **국채 위기**
  - 전쟁의 장기화는 GDP 대비 이미 사상 최고 수준인 공공부채에 대한 선진국의 취약한 재정조달을 더욱 악화시킬 수 있다.
  - 대부분의 국가들은 신용등급의 하락과 금리인상에 취약하다.
  - 기대인플레이션의 디앵커링이 채권시장 전위 및 통화긴축 강화로 연결될 수 있음
  - 신흥국 시장의 약세는 국제수지 위기를 유발하고 채무불이행의 리스크를 증가시킬 수 있음.
- 펀더멘탈의 강세에도 불구하고 불확실성이 상승하고 기업 마진이 압박(투입 비용 상승, 수익성 경교로 이어지는 이중 주문)을 받음에 따라 **기업 지급불능 리스크 상승**
- **광범위한 그린위성(위장환경주의)와 ESG 투자 거품**이 에너지 전환 자금조달을 저해함
- **USD 불안정성** 및 준비통화 지위의 점진적 상실이 불안정한 통화시장으로 이어짐

#### 정치적/지정학적 리스크 30%

- **우크라이나 전쟁 \***
  - 러시아 군사적 성공으로 이어지는 단기적인 해결: 시장이 새로운 레드라인을 넘을 수도 있다는 예상을 가격에 반영하기 시작함에 따라 시장 불안정성이 유지됨
  - 높은 강도의 분쟁으로 이어지는 군사적 대치의 장기화가 서구와의 군사적 대결로 확산되고 잠재적인 시장 행복의 상황 발생
- 러시아와의 관계 설정에 대한 의견불일치를 불러오는 **유럽연합의 정치적 파편화**와 포퓰리스트 세력
- 대만 침공을 잠재적으로 차단하기 위해서 **중국에 강경노선을 취하는 미국**. 남중국해나 대만 해협에서의 우발적 충돌의 리스크
- **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」
- 물부족 및 이주민 이동 등으로 견인된 갈등 리스크를 상승시키는 **지구 온난화**
- 보안, 에너지 및 의료보건 서비스의 IT 시스템을 중단시키는 **사이버 공격 또는 데이터 유출**

\* 자세한 내용은 9페이지의 “우크라이나 위기 트리구조”를 참조할 것

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

**+** CHF, JPY, 금, CDS, 옵션, Min Vol

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

**-** 위험자산, AUD CAD 또는 NZD, EM 현지통화 CCY

**-** 석유, 위험자산, 프런티어 시장, 신흥국

**-** 크레딧 및 주식, 신흥국 채권지수

## CROSS ASSET 디스패치: 시장 변곡점 감지하기

월별 현황: 시장분위기의 신호등이 초록색에서 오렌지색으로 변경되었다.

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

### 경제적 배경

- 우크라이나 전쟁은 유가와 원자재 가격의 상승과 교역 측면의 리스크와 연관되어 거시경제적 환경에 현저한 불확실성을 가져왔다. 이러한 두 사안(원자재 가격 상승과 교역 리스크)는 전쟁의 혼란과 이에 따른 제재 및 중국이 새로운 봉쇄정책을 이행함에 따른 공급망 붕괴의 재개와 관련이 있다.
- 인플레이션은 에너지와 식량 가격 및 전반적인 원자재 가격의 상승을 바탕으로 향후 수개월 동안에 계속 상승할 것으로 보이며, 이는 소비자와 기업에 부정적인 영향을 주고, 그 결과로 내수수요 전망을 낮추게 될 것이다.
- 스태그플레이션 리스크는 특히 유로통화권역에서 현저히 높게 유지되고 있다.
- 하드 데이터에서는 아직까지는 전쟁의 여파를 보여주고 있지는 않지만, 신뢰도 데이터는 성장 전망에 대한 실질적인 하방 리스크가 부각되면서 악화되기 시작했다.

### 펀더멘탈 및 밸류에이션

- 유동성의 시장에 대한 부양적 성격이 줄어들게 될 것이며, 금리 상승은 상대적 가치 고려를 잠식하고 있다.
- 인플레이션은 멀티플 확장에 있어서 또 다른 악재인 반면에, 기대감은 적어도 유럽에서는 여전히 매우 낙관적이다.
- 무엇보다도 밸류에이션과 현재 수준은 펀더멘탈에서 잠재적인 부정적 서프라이즈에 취약하다.



중립적 +  
자산배분

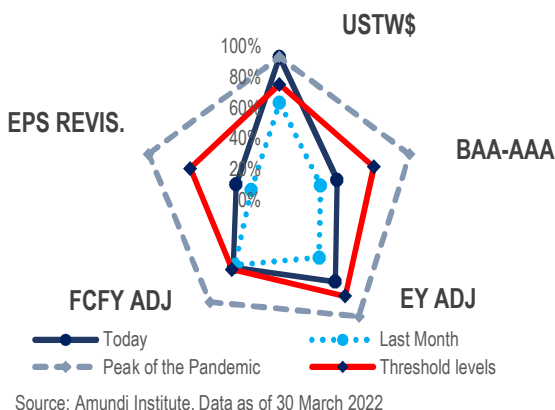
### 기술적 요인

- 기술적 지표는 현 시점을 기준으로 선행 지표의 특성이 결여되어 있다.
- 대부분 위험자산의 중기적 추이는 구조적인 리스크 저감의 신호(중립으로 돌아가기 이전에 지난 달 초에 급격하게 악화된 신호를 따르는 추이)를 내지 못하고 있으며, 과매도 신호는 구조적인 반등을 지탱시킬 수 없었다.
- 현재의 시장 환경은 시장전위 기회를 빠르게 계속 흡수하고 있다. 통화정책의 정상화 필요성과 결합된 매크로 환경의 악화는 자산배분 결정을 견인하는 기술적 촉을 방해하고 있다.

### 시장분위기

- 러시아와 우크라이나 사이의 지정학적 긴장 완화는 2022년 가장 마지막 트레이딩 세션에서 대부분의 위험자산을 끌어 올렸다.
- 우리의 리스크 분위기 지표 움직임은 현 시점의 변동성 상승과 부합했으며, 세 가지의 지표 중의 두 개(즉, MoMo 과 Financial Conditions)는 시장에서 평균을 상회하는 리스크오프의 신호를 내고 있다.
- 반면에, CAST는 리스크 스펙트럼의 최근 반등이 악화될 지 또는 매수할 시점을 결정할 때 어떻게 펀더멘탈 탄력성이 핵심이 되는 지를 알려주고 있다. 크레딧 리스크 프리미엄(Moody의 Baa-Aaa)은 우리의 경고 임계점(100bps)을 집적거리고 있고, 매도측 EPS 전망조정은 악화는 되고 있지만 여전히 긍정적이다.

## 여전히 부양적인 Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST)



최근의 데이터가 리스크오프 확률이 20% 이상을 나타내에도 불구하고, CAST 리스크 인식은 구조적인 리스크의 증가를 보여주지 못했다. EPS 전망조정 악화는 제한적으로 유지되고 있으며, 크레딧 리스크프리미엄(우리는 Moody의 Baa-Aaa 스프레드를 대체지표로 활용함)은 우리의 경고 임계점(즉, 100bps)을 뛰어넘지 못했다. 하지만, USD는 리스크가 현저하기 요구되는 측면이며, 이것의 나머지 측면으로 파급영향이 상황을 복잡하게 만들 수 있다는 것이 우리의 견해이다.

**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 클럽

### 1 성장과 인플레이션 거시경제적 예측

**미국.** 경제성장률 하향 수정: 2022년 4분기/4분기 2.5%에서 1.9%, 2023년 4분기/4분기 1.9%에서 1.7%, 이러한 하향 수정의 핵심 메시지는 예상보다는 이르게 경제성장률이 잠재성장률에 수렴하고 그 미만으로 떨어진다라는 사실이다.

- 인플레이션 상향 수정: 코어PCE는 이제 더욱 상승하는 움직임으로 예상: 2022년 4분기/4분기 3.2%에서 4.1%, 반면에 석유와 원자재의 복합적인 영향을 바탕으로 헤드라인 CPI 4분기/4분기는 3.5%에서 5%로 상향 수정.

**유로.** GDP 성장률: 2022년 2.3%Y(이전 예상수치는 3.4%), 2023년 1.8%Y(이전 예상수치는 2.1%)(연간 평균성장률) 공통된 석유/원자재 시나리오에 기반하는 경우, 2022년 전반기는 기본적으로 플랫한 상태(전분기대비 0.1%)를, 하반기는 에너지와 인플레이션의 일부 저하요인이 완화됨에 따라 약간의 "회복기"가 있을 것으로 보인다. 현 단계에서 완전한 리세션을 배제할 수는 없지만, 유로통화권 전체 수준에서 리세션이 아닌 개별 국가 수준에서 일어날 가능성이 크다.

- 인플레이션: 2022년 6.3%Y(이전 예상수치는 4.3%), 2023년 2.6%Y(이전 예상수치는 2.1%). 2022년 2분기에 7.1%(분기 평균)로 고점을 찍은 후에, 천천히 둔화될 것으로 보임(여기에서도, 석유/원자재의 역할을 가정함).

**영국.** 2022년 경제성장률은 4.3%에서 이제 3.8%로 하향 조정(캐리오버 2.6%)되었으며, 이는 올해 동안에 분기별 경제성장률이 매우 제한적일 것임을 의미하고, 1분기에 집중(현재 1%+로 추적됨)되고 그 이후 분기들에는 인플레이션이 소비를 저해하는 것으로 작동함에 따라 매우 약세의 경제성장률이 나타날 것으로 보인다. 2023년 경제성장률은 약 1.5% 정도일 것(이전 예상수치는 2%)으로 예상된다.

- 인플레이션은 에너지와 식품 가격의 강세 역동성을 바탕으로 2022년 평균 7.1%(이전 예상수치 5.1%) 및 2023년 3.5%(이전 예상수치 2.4)로 크게 상향 수정되었다. 영국의 가스·전력시장(Ofgem)이 에너지 가격 상한선을 54% 인상하는 4월 정도에 인플레이션의 고점이 발생할 것으로 예상된다. 다음 번의 에너지 가격 상한선 조정은 10월이 있을 예정이지만, 우리의 예측에 따르면, 인플레이션은 2분기 이후부터는 계속 둔화될 것으로 보인다.

### 2 우크라이나 전쟁으로 인해 CPI/PPI 비율이 추가적으로 악화됨에 따라 EUR/USD는 더욱 커다란 조정 예상됨

- 미국은 다른 선진국들에 비해 상대적으로 투입비용을 소비자에게 전가시키는 데에 있어서 보다 큰 유연성을 보이고 있다.
- 우크라이나 전쟁의 에너지 가격에 대한 영향으로 인해 유로통화권의 PPI가 상승 추이로 유지할 수 있기 때문에, 우리는 우크라이나 전쟁이 이와 동일한 채널로 작동하고 다른 선진국(CHF, USD, GBP은 모두 현재 상황에서 훨씬 더 나은 포지셔닝을 가짐)과 비교하여 EUR 생산성을 추가적으로 악화시킬 것으로 파악하고 있다.
- EUR/USD도 미국-유로 수익성 차이의 확대와 플러스의 EUR 수익률곡선 증가분에 의해 견인된다. 하지만, 미국에 대비한 유로지역 경제의 순 생산성 상실은 EUR 중기적 펀더멘탈에 구조적인 악화로 전환되고 있다. 유로화는 추가적인 압박이 가중되는 지정학적 요인으로 인해서 향후 수개월 동안에 계속 약세를 유지할 수도 있다. 이러한 맥락에서, CHF가 더 나은 포지션을 점하고 있는 것으로 보인다.

#### 투자 중요 함의

- EUR/USD는 이러한 충격을 흡수해야 할 것이며, 그 결과 현재 수준에서 FX의 약세가 잠재적으로 커지면서 유로화가 더 큰 하향세의 움직임을 보일 것으로 예상된다.

### 3 전국인민대표회의(NPC) 이후의 중국의 정책기조

- 글로벌 수요에 영향을 주는 최근의 지정학적 사건과 코로나 무관용 정책의 보존은 중국의 경제성장률에 전반적으로 부정적인 요인들이다. 우리는 2022년 GDP 성장예측을 4.2~4.5%에서 4%로 하향 수정했다.
- 비용 상승의 압박이 생산물가의 하락을 둔화시킬 수 있는 반면에, 여전히 침체된 서비스 수요의 회복으로 인해서 소비자 인플레이션은 보다 잦아들 것으로 보인다.
- 전국인민대표회의(NPC)와 관료들의 다른 언급에서는 중국경제 및 주식시장(하지만, 이와 관련된 그 세부내용은 부족함)에 대한 정책지원이 계속됨을 확인해 주었다.
- 최근의 하락 국면에도 불구하고, 크레딧 성장의 상향 추이는 계속될 것이고, 국제 공급이 작년 수준으로 안정적으로 유지될 것으로 예상되며, 통화정책 완화는 아직까지 종료되지는 않았다. (추가적인 대출우대금리(LPR) 인하와 지급준비율(RRR) 인하가 조만간 있을 것으로 예상됨)

#### 투자 중요 함의

- 현지통화표시 중국국채에 긍정적인 롱포지션을 유지한다.

## 코로나19 현황 요약

**Pierre BLANCHET, Head of Investment Intelligence**

서구 리더들의 관심이 대부분 우크라이나 전쟁에 집중되어 있는 반면에, 코로나19와 그 오미크론 BA.1 및 BA.2 변이가 계속 꺾이지 않고 있다. 영국의 경우 보고된 확진자 수는 2021년 후반기에 기록한 사상 최고치에 또 다시 근접하고 있다. 전체 인구 중에서 잉글랜드에서는 16명 중의 1명, 스코틀랜드에서는 11명 중의 1명이 이 바이러스에 감염되었던 것으로 보고되고 있다. 프랑스의 경우, 일별 신규 사망자는 거의 150,00명이 이르고 있으며, 이러한 수치는 불과 수분기 전에는 전국적인 봉쇄조치를 유발했던 수준이다. 하지만, 중환자실 입원율은 여전히 다소 낮은 수준이고, 의료체계는 이전 감염병 대확산 기간과는 다르게 포화/붕괴의 수준이 이르지 않고 있다.

하지만, 중국의 경우에는 코로나 바이러스의 확산으로 인해 관계당국이 새로운 봉쇄조치를 시행하기에 이르렀다. 전자부품 공장들이 대규모로 위치하고 있는 선전 지역에 처음으로 봉쇄조치가 이루어졌으며, 보다 최근에는 상하이에서도 실시되었다. 중국이 금융수도인 상하이는 현재 황푸강을 기점으로 두 구역으로 나누어진다. 2,600만명의 거주자 중의 절반이 4월 1일까지 봉쇄조치의 적용을 받고 있으며, 상하이 시의 나머지 절반은 다음 주부터 비슷한 운명을 겪을 것으로 예상된다. 유럽과 비교하여 지나치게 적은 공식적 확진자 수를 바탕으로 하여 경제적으로 핵심적인 구역의 수천만명의 사람들이 봉쇄조치에 적용 받을 수 있기 때문에, 중국당국의 "코로나 무관용" 전략은 그 한계가 시험을 받고 있다. 중국의 경제적 파트너 국가들에게는 이와 관련된 경제적 여파가 매우 심각할 수도 있다.

AMUNDI 자산종목 견해

	자산종목	견해	1개월 변화	근거
주식 플랫폼	미국	=/+	▲	인플레이션 상승과 연준 지원의 종료에서 비롯된 압박이 나타나고 있는 반면에, 우리는 노동시장이 강세이고 소비자 소득과 저축이 높은 수준이라고 믿고 있다. 이러한 상황은 견고한 기업 재무제표 및 에너지 내수공급과 결합되어 에너지 가격 상승에서 비롯되는 리스크를 완화시킬 것이다. 우리는 바텀업 선별 프로세스에 계속 의존한다.
	미국 가치주	+		우리는 강력한 가격결정력, 기업이익 성장을 유지하는 경향 및 운영 효율성을 가지고 있는 우량가치주 종목의 밸류에이션이 여전히 매력적이라고 믿고 있기 때문에, 이 세그먼트는 선별적인 기회를 제공한다. 이는 자사주 매입과 이익배당을 통해서 주주들을 보상하는 종목을 선호하는 상대적 가치의 기회를 통해서 보충될 수 있을 것이다.
	미국 성장주	-		이 그룹의 밸류에이션은 여전히 높지만, 우리는 최근의 조정 이후에 특정 종목은 점차적으로 매력적으로 되고 있다는 사실을 인식한다. 하지만, 금리 상승은 여전히 과대평가된 이 세그먼트의 가격을 압박할 것이다. 우리는 전반적으로 신중한 포지션을 취한다.
	유럽	-/=	▼	우리는 PPI 인플레이션 상승이 기업이익에 영향을 줄 수 있다고 믿고 있으며, 특히 투입비용의 상승을 소비자에게 전가시킬 수 없는 기업에서는 더욱 그러할 것이다. 중요한 사실은, 비록 시장이 반등했지만 현재의 밸류에이션은 유럽 지역의 약화되는 기업이익 전망을 반영하지 않고 있다. 따라서, 균형 잡힌 포지션을 유지하면서 우리는 상대적 가치를 추구하고 우량주, 가치주, 이익배당 공간에 포커스를 둔다.
	일본	=		유가와 일반적인 다른 투입 가격의 상승이 기업 마진에 영향을 줄 수 있는 반면에, 완화적 통화정책은 계속되고 있다. 변화하는 코로나 상황도 기업이익에 대해 경계를 유지하도록 만들 수 있는 또 다른 핵심 요인이다.
	중국	=	▼	두 곳의 주요 도시인 선전과 상하이에서 시행된 최근의 코로나19 관련 봉쇄조치는 공급망과 경제성장에도 영향을 줄 수 있다. 정부 지원은 강세(전국인민대표회의 결과 참고)를 유지하고 목표 지향적으로 진행되고 있는 반면에, 우리는 러시아-우크라이나 분쟁이 원자재 수입국인 중국에 어떻게 영향을 미치는 지에 대해 모니터링하고 있다. 우리는 장기적인 관점에서 중국이 강력한 바텀업 기회를 제공한다고 생각한다.
채권 플랫폼	신용국 시장	=		(동유럽에서) 전쟁의 충격으로 인한 원자재/에너지 가격의 상승 압박은 글로벌 경제성장에도 영향을 주고, 이에 따라 신용국 시장에도 영향을 줄 수 있다. 하지만, 그 영향의 효과는 균질적으로 나타나지는 않을 것이며, 이는 신용국 세계의 파편화라는 우리의 견해를 재확인시켜 준다. 우리는 원자재 수출의 남미 국가(브라질)와 UAE에 긍정적인 포지션이지만, 필리핀에는 신중한 포지션이다.
	미국 국채	-		연준의 최근 모습은 경제성장 측면에서 유지되고 있는 일부 압박에도 불구하고 긴축을 견지를 바탕으로 인플레이션을 관리하는 측면으로 치우쳐 있다. 우리는 듀레이션에 방어적인 포지션을 유지하지만, 투자자의 안전자산 추구에서 재무성증권이 혜택을 받을 수 있기 때문에 이와 관련된 경계 태세를 유지한다. 미국 물가연동국채(TIPS)의 경우, 우리의 익스포저는 제한적이다.
	미국 IG 회사채	=		우리는 크레딧에 선별적 포지션이며, 연준이 금리 인상을 계속할 수순을 밟고 있다는 사실을 감안하여 순 듀레이션 익스포저를 제한시키고 있다. IG 밸류에이션은 시장의 어려운 기술적 상황 및 견조한 기업 펀더멘탈을 반영하고 있다. 따라서, 신규 회사채 발행사들이 할인을 제공하고 있는 까다로운 국면이지만, 투자자는 바텀업 분석의 놓치지 않아야 한다. 우리는 액티브한 포지션을 유지하며, 강력한 소비자 소득으로 인해서 유동화자산의 모색을 계속한다.
	미국 HY 회사채	=		HY 스프레드는 역사적 기준에 비교하여 비싸지만, 이 자산종목의 펀더멘탈은 강력하다. 이 부문은 에너지 가격 상승에서 혜택을 입을 것이지만, 우리는 연준의 긴축 바이어스에서 유동성이 줄어드는 징후의 여부에 대해서 시장을 모니터링하고 있다. 선별의 필요성이 높게 유지된다.
	유럽 국채	-/=		유럽중앙은행은 경제적 충격의 최소화 및 이 와중에 (에너지 가격의 상승으로 악화된) 완고한 인플레이션의 억제를 목표로 하고 있으며, 이에 따라 상대적으로 매력적인 목소리를 내고 있다. 우리는 (유럽 핵심국 국채의) 듀레이션에 여전히 신중한 견지이지만, 안전자산 선호현상을 감안하여 수익률곡선 전반 및 국가별 국채에 대한 접근방식에서 유연성을 유지하고 있다. 주변국 국채의 경우, 유럽중앙은행의 매파적 견지와 러시아-우크라이나 분쟁의 긴장구조를 감안하여 우리는 파편화 리스크에 계속 주목하고 있다.
	유로 IG 회사채	=		높은 인플레이션과 경제성장 우려가 있는 환경에서 유럽중앙은행의 정책지원 철회는 우리가 크레딧에 중립적 포지션을 유지하도록 만들었다. 스프레드 가격조정은 이 자산종목을 매력적으로 만들고 있는 반면에, 기업이익 성장과 유동성에 대한 잠재적 압박으로 인해 우리는 매우 선별적인 포지션을 유지하고 상대적 가치 기회에 포커스를 둔다.
	유로 HY 회사채	=		우리는 HY가 싸졌다고 믿고 있지만, 만연한 리스크를 감안하면 여전히 공정가격에서는 거리가 멀다. 하지만, 일부 기업들은 디레버리징을 하고 있고 채무불이행률(부도율)도 온건하기 때문에 기업 펀더멘탈이 강세이다. 우리는 현재 완화적으로 유지되고 있는 금융조건을 계속 주목하고 있으며, 수익률 기회와 유동성/퀄리티 사이에서 균형을 추구하고 있다.
	중국국채	=/+		중국국채는 글로벌 포트폴리오에 대해 투자자산의 기능을 제공하며, 중국의 경제성장에도 대한 우려와 이에 따른 중국인민은행의 완화적인 통화정책 견지에서 혜택을 입을 수 있다. 하지만, 우리는 FX 컴포넌트의 압박 여부를 모니터링하고 있다.
	신용국 채권 경화표시	=/+		IG에 대비한 HY를 선호하면서 우리는 강력한 바텀업 바이어스를 유지하지만, 선진국의 긴축적 정책이 악재가 된다고 믿고 있다. 또한, 우리는 숏듀레이션 견지를 유지하며, 러시아 상황 전개를 주목하고 있다.
	신용국 채권 현지화표시	=		우리는 발행사에 따른 채권 익스포저를 액티브하게 관리하여, 에너지 가격 상승에서 혜택을 받을 수 있도록 추구하고 있지만, 이러한 프로세스에서 선별에 커다란 포커스를 둔다. FX 컴포넌트의 경우, 우리는 신중한 포지션이다.
기타	원자재			우리는 원자재에 긍정적 포지션이며, 현재의 레짐에서 인플레이션 특성이 커지고 있기 때문에 특히 기본 금속과 금(지정학적 불확실성)에 대해서 긍정적이다. 유가는 공급 혼란의 우려에 의해 떠받칠 것이다.
	통화			미국의 생산성상승과 미국 달러화의 투자안전처 특성으로 인해서 EUR/USD는 가까운 장래에는 약세일 가능성이 크다. 지정학적 긴장으로 인해서 유로화는 향후 수개월 동안에 약세가 될 수 있다. (이러한 측면에서 CHF가 더 나은 포지션을 점함)

범례



출처: Amundi, 2022년 3월 24일 기준, EUR 기반 투자자에 대한 상대적 견해. 본 자료는 특정 시기의 시장환경에 대한 평가를 나타내며, 향후 사건의 예측이나 미래 실적에 대한 보증을 의도하지는 않는다. 본 정보는 이를 참조하는 자가 특히 펀드나 증권과 관련한 어떠한 연구, 투자자문, 권장사항을 마련하는 자료로 사용될 수 없다. 본 정보는 예시적 및 교육적 목적으로만 엄격히 제한되고 예고 없이 변경될 수 있다. 본 정보는 현재, 과거, 미래의 Amundi 상품의 실질적 자산배분이나 포트폴리오를 나타내지 않는다.  
IG = 투자등급 회사채, HY = 하이일드 회사채, EM 채권 HC/LC = 경화표시/현지화표시 신용국 채권, WTI = 텍사스 중질유, QE = 양적완화.



## 선진국

### 거시경제적 전망

2022년 03월 24일 기준 자료

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
전세계	6.1	3.2	3.2	3.8	6.6	3.9
선진국	5.1	2.8	1.8	3.1	5.6	2.6
미국	5.8	3.1	1.8	4.7	6.9	3.2
일본	1.7	2.0	1.2	-0.2	1.3	0.1
영국	7.5	3.8	1.4	2.6	7.1	3.5
유로	5.3	2.3	1.8	2.6	6.3	2.6
독일	2.9	2.0	1.9	3.2	6.1	2.4
프랑스	7.0	3.0	1.7	2.1	4.7	2.9
이탈리	6.6	2.7	1.5	1.9	6.7	2.5
스페인	5.1	4.0	2.1	3.1	6.5	2.1

출처: Amundi Institute

- 미국:** 인플레이션을 더 높게 끌어 올리고 있는 에너지 및 원자재 가격의 상승은 신뢰도와 지출이라는 측면 모두에서 미국 소비자에게 부정적인 영향을 미치고 있다. 이와 동시에, 기업의 자본지출 의도는 높게 유지되고 있으며, 이는 미국 소비가 둔화되고는 있지만 자본적지출은 우크라이나 전쟁의 신뢰도 충격에도 탄력적으로 유지하고 있는 것으로 보인다. 우리는 GDP가 잠재성장률의 방향으로 계속 둔화될 것으로 예상하며, 헤드라인 인플레이션은 향후 수개월 동안에 하향세를 타기 전까지는 계속 높아지고, 올해 전체의 헤드라인 및 코어 인플레이션 모두에 있어서 연준의 목표물가수치를 크게 상회할 것으로 보인다.
- 유로통화권:** 지난 가을과 겨울에 이미 시작되었던 에너지와 원자재 가격의 상승이 유럽의 가계와 기업에 계속 영향을 주겠으며, 이와 더불어서 우크라이나 전쟁이 계속됨에 따라 유럽 국가들의 내수수요는 현저한 충격을 겪을 것이다. 유로통화권 경제는 올 2월까지의 개선의 징후를 나타내고 있었지만, 우크라이나 전쟁은 경기회복을 이제 중단시켜 버렸다. 실제로, 우리는 인플레이션이 향후 수개월 동안에 계속 상승하고, 올해 하반기에 에너지와 원자재 가격 역동성의 약세화 된다는 가정이 현실화되는 경우, 그 이후에는 둔화될 것으로 예상된다.
- 영국:** 에너지와 원자재 가격이 구매력과 기업 마진을 저하시킴에 따라 우리는 인플레이션을 상향으로 및 성장률을 하향으로 조정했다. 이와 더불어서, 식품 가격 상승은 저소득 소비자에게 더욱 커다란 타격을 줄 것이다. 성장 전망이 약세로 돌아선 것을 감안하면, 이미 타이트한 노동시장이 더욱 타이트해질 수 있다는 우려는 고용 성장이 낮아지고 이에 따른 임금 압박이 줄어들 가능성과 더불어서 완화될 수도 있다. 이러한 상황은 결국 지속적인 높은 인플레이션에 당면한 실질소득에 대한 압박을 부추길 것이다.
- 일본:** 일본경제는 수입 에너지 가격의 상승과 공급망 혼란에서 계속 고통을 계속 겪고 있다. 그럼에도 불구하고, 신규 코로나 확진자의 수가 하락함에 따라, 일본정부는 사회적 거리두기 제약을 해제했고 제한적인 수의 방문자에게 국경을 개방하기 시작했다. 민간소비는 더 빠른 속도로 회복될 가능성이 크며, 이것이 2022년의 전반적인 일본경제를 이끌 것이다. 인플레이션과 관련하여, 우리는 에너지 컴포넌트에 의해 견인된 헤드라인 CPI는 2분기에 더욱 급격하게 상승하여 일시적으로는 2% 이상으로 치솟을 것으로 예상된다. 하지만 유가 상승에서 비롯된 가격 인상의 전가가 제한적으로만 발생하면서 코어 CPI는 1% 미만으로 유지될 것이다.

### 기준금리 전망

	2022 03-30	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	0.38	1.5/1.7	1.86	2.5/2.7	2.78
유로	-0.5	-0.25	-0.2	0.25	0.67
일본	0.00	-0.1	-0.02	-0.1	0.04
영국	0.75	1.25	1.78	1.50	2.3

출처: Amundi Institute

- 연준(Fed):** 연방공개시장위원회(FOMC) 3월 회의는 많은 측면에서 매파적인 특성을 보였다. 물가 안정을 회복시키기 위해 필요한 것이라면 보다 제한적인 수준으로 움직이기 위해서 연준은 가능하면 신속하게 중립적 정책기조로 도달하기를 원한다. 파월 연준 의장은 인플레이션을 끌어내리기 위해서 모든 조치를 다할 것이라는 의지를 분명히 했다. 「경제전망보고서」(Summary of Economic Projections)는 이제 중위 최종 금리(median terminal rate)를 2.75%로 보여주고 있으며, 이는 중립적 수준의 2.5%를 상회한다. 또한, 파월 의장은 다음 번의 회의에서 금리의 50bps 인상을 포함하여 물가 안정을 확보하기 위해서 가능한 모든 수단을 사용하겠다고 최근에 기존의 약속을 되풀이했으며, 이는 2022년말이나 2023년초에는 2.5%의 중립적 수준에 도달될 수 있음을 의미한다.
- 유럽중앙은행(ECB):** 유럽중앙은행은 2분기의 더욱 확연한 수준의 테이퍼링과 더불어서 3분기에 순 자산매입을 종료할 수 있고 2의 발표함으로써 컨센서스를 놀라게 했다. 이와 동시에, 순 자산매입의 종료 "바로 직후"가 아니라 이제는 '이후 언제쯤'에 인상할 계획인 금리에 대한 가이드선에서는 유럽중앙은행은 금리 인상의 시기에서 더 높은 유연성을 확보하기를 원하는 것으로 보인다. 유럽중앙은행은 물가안정의 의무를 수행에 단호한 입장이지만, 높은 수준의 불확실성을 인지하고 있고, 이에 따라 통화정책 경로는 더욱 더 데이터 의존적으로 될 것이다.
- 일본은행(BoJ):** 일본은행은 3월에 또 다시 기존의 정책을 변경하지 않고 그대로 유지했다. 쿠로다 일본은행총재는 4월부터 예상되는 비용 상승으로 비롯된 헤드라인 인플레이션의 2%의 급상승이 일본은행이, 특히 우크라이나를 둘러싼 불확실성이 고조된 상황에서, 통화정책을 긴축하기에는 충분하지 않다고 분명하게 언급했다. 또한, 일본은행은 미국 재무성증권(UST) 수익률 상승으로 인해 자국의 채권수익률의 목표수치를 방어하기 위해서 무제한적 채권매입도 제안하고 있다. 2021년말까지 일본의 GDP는 여전히 코로나 이전 수준 아래에 머물러 있으며, 우리는 아웃풋갭이 2024년 하반기 이전에는 좁혀지지 않을 것으로 예상하며, 이는 근원 인플레이션 상승을 억제하여 일본은행이 테이퍼링을 하지 못하도록 만들 것이다.
- 영국중앙은행(BoE):** 통화정책위원회 위원들 8:1의 대다수의 찬성으로 영국중앙은행(영란은행)은 은행금리를 25bps 인상하여 0.75% 높였고, 이는 정책회의에서 3차례 연속 인상이며 팬데믹 이전 수준으로 정책금리를 복원시켰다. 우리는 영국중앙은행이 적극적인 양적긴축을 시작하기 위해서 다음 회의에서 금리를 1.0%로 인상할 것으로 예상된다. 이와 동시에, 최근에 강화된 비둘기파적인 언급은 통화정책위원회가 인플레이션 상승과 성장에 대한 리스크 사이에서 더욱 섬세한 균형적 조치를 예상하고 있음을 나타낸다. 따라서, 다음 번의 금리 인상 이후에는 인상 사이클의 일시 중단이 있을 수도 있다.

### 통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
ECB정책위	4월 14일
BoJ MPM	4월 28일
Fed FOMC	5월 4일
BoE MPC	6월 16일

출처: Amundi Institute

신흥국

거시경제적 전망

2022년 03월 24일 기준 자료

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
전세계	6.1	3.2	3.2	3.8	6.6	3.9
신흥국	6.8	3.5	4.2	4.4	7.2	4.8
중국	8.1	4.0	4.8	0.9	1.4	1.7
브라질	4.6	0.5	1.5	8.3	9.2	4.8
멕시코	5.4	1.5	1.9	5.7	7.1	5.0
러시아	4.7	-10.0	2.5	6.7	18.6	9.5
인도	9.0	7.5	6.6	5.1	6.2	6.0
인도네시아	3.7	5.4	4.9	1.6	3.6	3.8
남아공	5.3	1.6	1.8	4.6	6.2	4.5
터키	11.4	3.2	3.2	19.4	55.9	19.0

출처: Amundi Institute

- **중국:** 코로나가 여러 주요 도시(상하이, 선진) 및 수출 허브 지역에서 새롭게 확산되었으며, 이로 인해 해당 지방정부들은 표적형 봉쇄조치를 시행하고 집단 테스트를 진행하고 있다. 적어도 올해 전반기 동안에는 코로나 무관용 정책의 일환으로 계속되는 이번 시행된 제한조치들은 우리의 성장 예측에 하방 리스크를 가중시키고 있다. 소비가 커다란 압박을 받음에 따라 근원 인플레이션은 침체된 상태를 유지하고 있다. 수치 상의 인플레이션을 끌어내렸던 기저효과가 사라짐에 따라 코어 인플레이션은 올해 하반기에 더 높아질 수 있지만, 이러한 상황이 취약한 성장 회복 인해 중국인민은행(PBoC)가 완화적 접근방식의 유지하는 것을 막지는 못할 것이다.
- **폴란드:** 우크라이나 전쟁이 폴란드의 인플레이션을 더 끌어올릴 것이지만, 원자재 및 식품 가격의 상승 뿐만 아니라 난민 유입에서 비롯된 수요의 증가도 원인이 될 것이다. 폴란드중앙은행(NBP)은 금리인상 사이클을 계속해야만 하고, 즐로티화를 떠받치기 위해서 FX 시장에 개입해야 할 수도 있다. 유럽연합에 의해 금융적 지원이 제공될 것이기 때문에 폴란드의 재정적 메트릭스가 과도하게 악화되지는 않을 것이며, 이와 관련하여 유럽연합은 폴란드에 대해서는 “법 지배의 메커니즘”을 사용하지 않기로 이미 결정했다. 유럽연합이 조건을 부여할 수는 있겠지만, 폴란드의 국가개발계획(NPD)가 향후 수주 이내에 승인될 가능성이 있다. 유럽연합은 「차세대 유럽연합」(NGEU) 프로세스의 지연으로 인해 특정 기금들을 승인할 수도 있다.
- **인도네시아:** 오미크론 변종의 확산에도 불구하고 경기회복은 점진적이고 꾸준한 속도로 지속되었다. 인도네시아는 원자재 사이클에 긍정적으로 (석유보다는 금속/가스에 더욱 크게) 노출되어 있기 때문에, 중국 경제성장의 악화가 보다 실질적으로 부정적인 리스크가 되지 않는 경우에는 이와 관련된 인도네시아 경제성장에 대한 영향은 긍정적일 것이다. 이제 인도네시아 정책입안자들은 보조금을 낮추어서 더 높은 인플레이션을 허용하면서 재정지출을 제한해야 하는 딜레마에 당면해 있다. 우리는 에너지 가격 상승의 최종 소비자로의 전가는 제한적일 것으로 예상하며, 이로 인해서 인도네시아 중앙은행(BI)이 통화정책의 점진적 정상화에 착수할 수 있을 것이다.
- **브라질:** 지리적인 거리, 교역 관계 및 유럽 지역에 비해 낮은 금융 노출도, 원자재 순 수출국의 지위로 인해서 지정학적 긴장구조의 충격이 주는 손상적인 영향은 브라질( 및 전반적인 남미)에서는 낮을 것이다. 하지만, 이러한 상황에서도 승자와 패자가 존재할 것이다. 정책입안자들이 이러한 충격을 완화하려는 노력에도 불구하고 인플레이션에 미치는 영향이 높을 가능성이 크며, 이는 결국에는 처분가능소득과 소비에 압박을 주게 될 것이다. 하지만, 원자재 관련 투입과 자본적지출은 늘어날 것이다. 브라질 중앙은행(BCB)은 기준금리(SELIC)도 약간 인상해야만 할 것이고 이러한 금리인상의 추이는 길어질 수도 있다. 한 가지의 변하지 않는 요인은 정치적 측면에서이다 - 룰라 전 대통령은 이번 대선에서 패배할 것으로 보인다.

기준금리 전망

	2022 03-24	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.70	3.60	3.60	3.60	3.60
인도	4.00	4.50	4.30	5.00	4.70
브라질	11.75	12.75	12.3	11.75	11.30
러시아	20.00	20.00	23.50	18.00	16.50

출처: Amundi Institute

- **중국인민은행(PBoC):** 2월의 실망스러운 크레딧 데이터와 주식시장의 투매현상 이후에, 중국의 「금융안정발전위원회」는 시장 신뢰성을 회복시키기 위한 지원을 강화하겠다고 시사했다. 따라서, 중국인민은행이 3월에 중기유동성지원창구(MLF) 금리와 대출우대금리(LPR)를 동결했지만, 어려운 경기회복의 전망과 가벼운 소비자 인플레이션을 감안하여 우리는 완화 사이클이 아직 종결되지는 않았다고 믿고 있다. 추가적인 10bps의 정책금리 인하(MLF와 LPR) 및 50bps의 지급준비율(RRR) 인하가 있을 가능성이 여전히 크다. 또한, 우리는 공공대출의 증가로 견인된 신용 성장의 재개도 있을 것으로 예상된다.
- **인도중앙은행(RBI):** 목표물가수치보다 경미하게 높은 헤드라인 CPI, 새로운 비용 압박에서 비롯된 뚜렷한 가격 상승의 리스크(에너지, 식료품, 비료) 등으로 인해서 4월의 통화정책회의에서 인도 중앙은행은 비둘기파적인 견지를 유지하기 어려운 입장이다. 인도당국은 연료 가격 상승의 최종 소비자로 전가를 지연시키고 있지만, 인플레이션은 인도중앙은행의 전방보다 훨씬 높아질 것으로 예상된다. 4월의 통화정책회의는 인플레이션 전망을 상향 수정하고 통화정책 방향을 중립적 견지로 전환할 가능성이 크다 - 첫 번째 금리인상이 2022년 2분기에 있을 것으로 확인되었으며, 그 시점은 4월이 아니라 6월이 될 가능성이 더 크다.
- **브라질중앙은행(BCB):** 브라질통화위원회(COPOM)는 앞서 사전 발표했던 것처럼 3월에 통화긴축의 속도를 (100bps로) 늦추었으며, 금리를 “더욱 제한적인 대역으로 심각하게 끌어올릴” 필요가 있는 경우에는 5월에도 이와 동일한 수준의 금리인상이 있을 것임을 시사했다. 하지만, 또 다른 발표에서 캄포스 총재는 인플레이션이 4월에 고점에 도달할 것으로 예상되고 통화긴축의 사이클이 975bps 인상 이후에 원숙한 국면에 접어들었기 때문에 6월 금리인상이 기정 사실은 아니라고 언급했다. 이러한 발언은 브라질 긴축사이클의 최종 금리가 12.75%가 될 것임을 나타낸다.
- **러시아중앙은행(CBR):** 2월 28일의 2.5%에서 20%로 감쪽스러운 금리를 인상한 이후에 러시아중앙은행은 3월 18일에 현재의 금리는 일시적이라고 언급하면서 정책금리를 동결했다. 이전의 급격한 금리인상 움직임은 추가적인 신용평가 하락과 인플레이션 리스크, 특히 RUB의 급격한 평가절하를 감안하여 이루어졌다. 우크라이나 전쟁 및 러시아에 대한 다양한 제재의 결과로 나타난 인플레이션 상승의 예상을 감안하여, 우리는 러시아중앙은행은 적어도 2022년 2분기 동안에는 금리를 동결할 것으로 예상된다. 긍정적인 측면은 엘비라 나비올리나 현 러시아중앙은행 총재가 세 번째 임기에도 다시 추천되었다는 사실이다.

통화정책 회의일정

중앙은행	다음 회의
RBI	4월 8일
PBoC	4월 20일
CBR	4월 29일
BCB	4월 5일

출처: Amundi Institute

매크로 및 시장예측

거시경제적 예측

(2022년 3월 24일)

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
미국	5.8	3.1	1.8	4.7	6.9	3.2
일본	1.7	2.0	1.2	-0.2	1.3	0.1
유로통화권	5.3	2.3	1.8	2.6	6.3	2.6
독일	2.9	2.0	1.9	3.2	6.1	2.4
프랑스	7.0	3.0	1.7	2.1	4.7	2.9
이탈리아	6.6	2.7	1.5	1.9	6.7	2.5
스페인	5.1	4.0	2.1	3.1	6.5	2.1
영국	7.5	3.8	1.4	2.6	7.1	3.5
중국	8.1	4.0	4.8	0.9	1.4	1.7
브라질	4.6	0.5	1.5	8.3	9.2	4.8
멕시코	5.4	1.5	1.9	5.7	7.1	5.0
러시아	4.7	-10.0	2.5	6.7	18.6	9.5
인도	9.0	7.5	6.6	5.1	6.2	6.0
인도네시아	3.7	5.4	4.9	1.6	3.6	3.8
남아공	5.3	1.6	1.8	4.6	6.2	4.5
터키	11.4	3.2	3.2	19.4	55.9	19.0
선진국	5.1	2.8	1.8	3.1	5.6	2.6
신흥국	6.8	3.5	4.2	4.4	7.2	4.8
전세계	6.1	3.2	3.2	3.8	6.6	3.9

기준금리 전망

선진국

	2022-03-30	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
미국	0.38	1.5/1.7	1.86	2.5/2.7	2.78
유로통화권	-0.5	-0.25	-0.2	0.25	0.67
일본	0.00	-0.1	-0.02	-0.1	0.04
영국	0.75	1.25	1.78	1.50	2.3

신흥국

	2022-03-24	Amundi +6개월	컨센서스 +6개월	Amundi +12개월	컨센서스 +12개월
중국	3.70	3.60	3.60	3.60	3.60
인도	4.00	4.50	4.30	5.00	4.70
브라질	11.75	12.75	12.3	11.75	11.30
러시아	20.00	20.00	23.50	18.00	16.50

장기채권수익률 전망

2년물 채권수익률

	2022-03-30	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	2.35	2.4/2.6	2.82	2.6/2.8	2.96
독일	0.03	0/0.20	0.33	0.1/0.3	0.55
일본	-0.03	-0.10/0	-0.01	-0.10/0	0.02
영국	1.39	1.2/1.4	1.52	1.4/1.6	1.47

10년물 채권수익률

	2022-03-30	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	2.41	2.5/2.7	2.53	2.5/2.7	2.57
독일	0.69	0.4/0.6	0.76	0.4/0.6	0.82
일본	0.23	0.1/0.3	0.29	0.1/0.3	0.35
영국	1.69	1.4/1.6	1.76	1.5/1.7	1.81

통화 전망

	2022-03-29	Amundi 2022년 3분기	컨센서스 2022년 3분기	Amundi 2023년 1분기	컨센서스 2023년 1분기		2022-03-29	Amundi 2022년 3분기	컨센서스 2022년 3분기	Amundi 2023년 1분기	컨센서스 2023년 1분기
EUR/USD	1.11	1.02	1.13	1.13	1.15	EUR/SEK	10.34	10.52	10.30	10.20	10.10
USD/JPY	123	126	118	119	118	USD/CAD	1.25	1.29	1.25	1.22	1.24
EUR/GBP	0.85	0.84	0.84	0.82	0.84	AUD/USD	0.75	0.73	0.75	0.78	0.76
EUR/CHF	1.03	1.03	1.05	1.10	1.07	NZD/USD	0.69	0.67	0.70	0.69	0.71
EUR/NOK	9.62	9.81	9.70	9.55	9.63	USD/CNY	6.36	6.50	6.42	6.30	6.45

출처: Amundi Institute

## 당사 예측에 대한 고지사항

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

## 방법론

### – 시나리오

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

### – 리스크

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

## PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

### INVESTMENT OUTLOOK



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

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

### SHIFTS & NARRATIVES



**Shifts & Narratives #15 - The Green risk premium and the performance(s) of ESG investing**

RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - Amundi Institute - LAUGEL Elodie, Global Head of Institutional Marketing, Chief Responsible Investment Officer

특별기획  
우크라이나

**Shifts & Narratives #14 - Russia conflict marks a further step in the road back to the '70s (02-03-2022)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

**Shifts & Narratives #13 - Money and psychology of inflation: an investor view (18-01-2022)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

### INSIGHTS PAPERS



**Crypto-currencies: a bubble or the emergence of a new paradigm in decentralised finance? (17-02-2022)**

MORTIER Vincent, Chief Investment Officer, BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Global Research - PERRIER Tristan, Global Views Analyst

**Emerging Markets outlook and investment convictions - Reasons for cautious optimism in 2022 (7-02-2022)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

### WORKING PAPERS



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

**Cascading Effects of Carbon Price through the Value Chain: Impact on Firm's Valuation (25-02-2022)**

ADENOT Théophile, Amundi Technology's Innovation Lab - BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center - COUNATHE Pierre, Amundi Technology's Innovation Lab - JOUANNEAU Mathieu, ESG Solutions and Data Specialist - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology - LE GUENEDAL Theo, Quantitative Research

**Net Zero Carbon Metrics (15-02-2022)**

Le GUENEDAL Theo, RONCALLI Thierry, LOMBARD François, SEKINE Takaya - Quantitative Research

**Equity Convexity and Unconventional Monetary Policy (11-02-2022)**

Lauren Stagnol, Quantitative Research - Marc-Ali Ben Abdallah, Smart Beta & Factor Investing - Patrick Herfroy, Smart Beta & Factor Investing

**Choice Overload participation and asset Allocation in French savings Plans (27-01-2022)**

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center - SZAFARZ Ariane, ULB & New York University (NYU) - POTERBA James, Professor of Economics at the Massachusetts Institute of Technology and the President and Chief Executive Officer of the National Bureau of Economic Research

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



특별기획  
우크라이나

**A more fragmented Emerging Markets world amid the Russia-Ukraine crisis (25-03-2022)**

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - BERARDI Alessia, Head of Emerging Macro & Strategy Research - FIOROT Laura, Deputy Head of Investment Insights, Amundi Institute

**15-16 March FOMC review: we have full throttle lift off (17-03-2022)**

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

특별기획  
우크라이나

**Russia-Ukraine: a lot of bad news already priced in, but the outlook is deteriorating (11-03-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer, MIJOT Eric, Head of Developed Markets Strategy Research - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

특별기획  
우크라이나

**Russia-Ukraine: an uncertain outcome calls for higher focus on liquidity (07-03-2022)**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer, PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

특별기획  
우크라이나

**Russia attacks Ukraine: markets will have to readjust to the shock (24-02-2022)**

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

DISCUSSION PAPERS



**Money and its velocity matter: the great comeback of the quantity equation of money in an era of regime shift (18-01-2022)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

**DB plans in their end game in the post-pandemic era (02-12-2021)**

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

THEMATIC PAPERS



**ESG Thema #8 - Financing the energy transition in Asia (23-02-2022)**

CHEN Sylvia, ESG analyst

**ESG Thema #7 - ESG Corporate Disclosure: Towards more demanding and harmonized reporting (1-02-2022)**

Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - DE VECCHI Viola, ESG Communication Officer **The wheels of a Circular Economy go round and round - N°5 The fashion industry: making circular the "new look" of fashion (20-01-2022)**

LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting - BENAMIRA Fatima ESG Analyst - Construction and Building Materials - GIELEN Pierre, ESG Analyst - Technology, Media and Telecommunications - HAUSTANT Patrick, ESG Analyst - Automobiles - LUCET Lorna, ESG Analyst - Circular Economy expert - MINTON Molly, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



**Inflation is starting to burn - Strategies to protect portfolios from inflation risk (9-02-2022)**

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



**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 Fixed Income Yield Real Estate  
Quant Investment Strategies Asset Allocation

**고지사항**

본 문서는 정보 제공의 목적으로만 제공됩니다.

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

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

별도로 언급하지 않는 한, 본 문서에 포함된 모든 정보의 출처는 Amundi Asset Management SAS이며 2022년 3월 31일 기준이다. 투자분산이 수익성이나 손실에 대한 보호를 보장하지는 않는다. 본 문서는 “있는 그대로”의 원칙하에서 제공되며, 이러한 정보의 이용자가 이러한 정보의 이용에 따르는 리스크를 전적으로 감수해야 한다. 과거 데이터와 분석은 향후 실적분석, 전망, 예측에 대한 지표나 보증으로 간주되지 않아야 한다. 시장 및 경제적 추이와 관련되어 표현된 견해는 해당 저자의 것이고 반드시 Amundi Asset Management SAS의 견해가 되지는 않고 시장 및 다른 조건에 따라 변경될 수 있으며, 국가, 시장, 부문이 예상한 것과 같은 성과를 낼 것이라는 어떠한 보장도 있지 아니한다. 이러한 견해들은 투자 조언, 증권 추천 또는 모든 Amundi 상품의 거래 예시로써 의존되지 않아야 한다. 투자는 시장, 정치, 유동성, 통화 리스크를 포함하여 각종 리스크를 동반하게 된다.

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

최초 사용 일자: 2022년 4월 1일.

문서 발행자: Amundi Asset Management, 자본금 €1,143,615,555의 “société par actions simplifiée” - 프랑스 금융감독기관 규제대상의 포트폴리오 운용사: 등록번호 GPO4000036 - 본사 주소: 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

사진 저작권: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus-Ozgur Donmaz

**대표 편집인**

BLANQUÉ Pascal, *Chairman of Amundi Institute*

**편집인**

DEFEND Monica, *Head of Amundi Institute*

**Amundi Institute 기여자**

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

**부편집인**

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

GEORGES Delphine, *Senior Fixed Income Research Strategist*  
 HUANG Claire, *Senior EM Macro Strategist*  
 MIJOT Éric, *Head of Developed Markets Strategy Research*  
 PORTELLI Lorenzo, *Head of Cross Asset Research*  
 PERRIER Tristan, *Global Views*  
 USARDI Annalisa, *Cross Asset Research Senior Macro Strategist*  
 VARTANESYAN Sosi, *Senior Sovereign Analyst*

**Amundi Investment Insights 기여자**

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

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

**개념정립 및 생산책임**

BERGER Pia  
 PONCET Benoit