

Institute

제06호
2022년 6월

CROSS ASSET

투자전략

CIO 견해

기술주의 투매, 채권의 유혹

AMUNDI INSTITUTE

유로통화권의 독자적 생존이 가능하도록 만들
재정규칙 및 통화규칙의 혁신

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

제6호 - 2022년 6월 차례

글로벌 투자견해

CIO 견해

기술주의 투매, 채권의 유혹

p. 3

최근 경제성장 우려에 따라 10년물 미국 재무성증권의 수익률이 2.75%에 근접하면서 일시적으로 3%대 문턱에 도달하는 환경 등이 발생함에 따라 연준의 기조가 더욱 공격적으로 전환되는 것과 같은 혹독한 상황이 나타나고 있다. 우리는 투자자가 미국과 유럽의 듀레이션에서는 중립적인 방향으로 움직여야 한다고 생각하는 반면에, 유럽의 고위험 세그먼트에 대해서는 퀄리티에 포커스를 두고 신중한 포지션을 유지해야 한다고 믿고 있다. 경화표시 신흥국 채권은 매력적인 밸류에이션을 나타내고 있다. 반면에, 주식의 경우에는 유럽보다는 미국의 경제회복 탄력성에 플레이하는 것을 선호한다. 전반적으로, 투자자는 리스크를 증가시키지 않으면서 적절한 분산투자자과 잘 갖추어진 헤지를 유지해야 한다.

Amundi Institute

폴리시믹스의 ‘거대한 일치’의 종료 나토 확장 - 지정학적 질서의 분수령

p. 4

중앙은행들은 스태그플레이션이 부상할 수 있는 현재의 시기에 금리를 인상하고 유동성을 줄여야만 했지만, ‘호의적 무시’로 치우치는 경지를 유지하여 경제성장을 보존하는 인플레이션은 허용할 것이다.

멀티애셋

주식에서 IG 크레딧으로 리스크 배분의 로테이션

p. 5

경제전망에 대해 집중하고 있는 우려는 최근의 주식에서 가격조정 이후에 매력도가 증가한 우량한 크레딧으로의 리스크 재분배를 요구하고 있다.

채권

채권은 이제 그 매력도가 선별적으로 증가함

p. 6

유동성이 축소되는 와중에 경제의 지평선 상에 몰려온 먹구름은 듀레이션에서 중립 방향의 움직임과 크레딧에서 높은 선별성을 요구하고 있다.

주식

과잉적인 밸류에이션과 경기사이클릭 리스크에 유의할 것

p. 7

우리는 수익성이 없는 성장주와 비싼 분야에 대해서 신중한 포지션을 유지하고 핵심 우량주로의 틸팅을 관리하는 것이 핵심이라고 믿고 있다.

글로벌 테마 견해

유로통화권의 독자적 생존이 가능하도록 만들 재정규칙 및 통화규칙의 혁신

p. 8

위기가 심화됨에 따라 구조적/거버넌스 이슈의 중요성이 더욱 커지는 경향을 나타내고 있다. 또한, 경제정책의 목표는 재정적 및 통화적 측면 모두에서 점차 더 야심 차게 되었다. 정부와 유럽중앙은행(ECB)은 곤란한 상황에 처해 있다. 유럽중앙은행의 「테일러 원칙」이던지 「안정과 성장에 관한 협약」의 재정규칙이던지 간에 이러한 “오래된 규칙”들은 시대에 뒤떨어져 있다. 즉, 이와 같은 적합한 규칙의 부재는 금융적 및 거시경제적 변동성으로 이어질 수 있다. 아직까지 정립되지는 않았지만 “새로운 규칙”만이 최근에 부상한 도전과제들에 대처하는 통화정책 및 재정정책을 유효하게 만들 수 있을 것이다. 주요 전략적 방향을 우선순위로 이러한 새로운 규칙을 일관된 방식으로 정의하는 것은 유럽연합 회원국의 의지에 달려 있다.

시장 시나리오 및 리스크

| | |
|------------------------------------|-------|
| > 중심 및 대안 시나리오 | p. 9 |
| > 상위 리스크 | p. 10 |
| > 우크라이나 위기의 트리구조 | p. 11 |
| > Cross asset 디스패치: 시장 변곡점 감지하기 | p. 12 |
| > 글로벌 리서치 클럽 | p. 13 |
| > Amundi 자산종목 견해 | p. 15 |

거시경제적 현황

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

CIO 견해

기술주의 투매, 채권의 유혹



Vincent MORTIER,
Group Chief Investment Officer



Matteo GERMANO,
Deputy Group Chief Investment Office

올해의 두 번째 분기는 기술주에게는 점차 고통스러운 상황이 되고 있으며, 이는 2000년대 기술주 버블 붕괴의 기억을 떠올리게 한다. 연준의 기초가 더욱 공격적으로 전환되고 있으며, 실질수익률이 상승(2020년 이후 최초로 10년물 미국 물가연동국채(TIPS)가 플러스로 전환)하고 경제성장의 우려로 인해 10년물 미국 채무성증권의 수익률이 2.75%에 근접하면서 일시적으로 3%대 문턱에 도달하는 등 혹독한 상황이 나타나고 있다. 이제 금리는 자산배분의 재조정이 요구될 수도 있는 수준에 있다.

향후 시장 방향성을 감지하기 위해 모니터링 해야 할 핵심 테마:

- 1. 스태그플레이션 리스크:** 경제성장률-인플레이션의 전투가 글로벌 수준에서는 불균형적으로 진화하고 있으며, 여기에는 「인플레이션 상승/건조한 경제성장률」에서 「경제성장률의 하락/지속적으로 높은 인플레이션」으로 전환이라는 주요한 테마가 동반되고 있다. 이러한 상황을 반영하기 위해서 우리의 주요 시나리오에서는 이미 지역적인 차이를 예상하고 있다. (유로통화권에서 기술적 리세션 vs 미국에서 잠재성장을 아래로 떨어지는 경제성장률, 하지만 2022년에는 미국에서 리세션이 발생하지는 않음)
- 2. 중국의 경제전망:** 지난 3월 이후의 경제활동의 광범위한 둔화, 상하이에 봉쇄조치 연장 및 다른 지역으로 제한조치 확대 등을 감안하여 우리는 2022년 경제성장률이 3.5%가 될 것이라고 보고 있다. 이러한 상황은 특히 2분기의 경제성장률을 저해할 것이지만, 포괄적 정책지원의 강화 덕분에 하반기에는 반등할 것으로 예상된다.
- 3. 중앙은행:** 중앙은행들은 인플레이션 대처 및 더욱 중요한 자신의 신뢰성 보존을 위해서 소통에 계속 집중하면서도 인플레이션에 대한 대응을 실질적으로 늦추는 상태(뒷북을 치는 자세)를 유지할 것이다. 이러한 과정에서 유럽중앙은행은 다른 중앙은행들보다 더욱 심각한 도전에 직면하고 있다 - 러시아-우크라이나 분쟁 및 금융조건의 긴축화에서 비롯된 파급영향이 회원국들 사이에 불균형적으로 나타날 것이다. 유로통화권 주변국의 높은 부채 수준과 경제 리스크의 상승은 유럽중앙은행의 운신의 폭에 영향을 줄 수도 있다.
- 4. 시장 및 기업이익 성장예측:** 우리는 시장에서 기대하는 기업이익이 전종목에 걸쳐서 너무 낙관적으로 유지되고 있다고 믿고 있다. 우리는 미국 EPS 성장률이 자사주 매입으로 떠받쳐져서 5-9% 범위(컨센서스는 +9.8%)에 있을 것이고, 유럽에서는 잠재적으로 수익 리세션이 진입할 것으로 예상한다.

이러한 모든 상황을 감안할 때, 현재의 약세 시장환경이 즉각적으로 종료될 것이라고 예상하기는 어렵고, 이에 따라 우리는 전반적인 중립적 리스크 견지를 유지하면서 일부 세그먼트에서는 조정이 있을 것이 확실하다고 믿고 있다.

- **크로스애셋의 경우, 우리는 투자자가 리스크를 증가시키지 않으면서 투자분산을 추가적으로 증가시켜야 한다고 믿는다.** 이를 실현시키기 위해서, 우리는 **주식에 대한 신중한 포지션을 경미하기 증가**(특히 유럽 주식에 대해)시켰으며, **미국 투자등급 크레딧에 대해서는 긍정적 포지션을 증가**시킨 반면에, 미국 경제의 보다 탄력적인 기대성장률과 미국 주식시장에서 더 높은 기업이익 잠재성장률을 감안하여 미국 주식에 대한 기존의 상대적 선호를 유지한다. 또한, 우리는 투자분산의 목적 및 여전히 높은 지정학적 리스크에 대한 헤지로서 **석유에 대해 긍정적인 포지션**이다.
- **채권(bonds)의 경우, 우리는 스태그플레이션 견지를 추가적으로 줄였다** - 특히 유럽의 경우에 더욱 그러하지만, 미국에서도 마찬가지이며 우리는 **투자자가 중립적 방향으로 움직여야 한다고** 믿고 있다. 최근의 움직임 이후에 명목수익률에 대한 리스크는 이제 더욱 대칭적으로 되었으며, 이는 한 편으로는 인플레이션이 명목수익률의 상방 리스크를 가져오고, 다른 편으로는 지정학적/경제적 불확실성은 하방 리스크에 우호적이기 때문이다. 크레딧의 경우, 우리는 퀄리티에 계속 포커스를 두며, 유럽의 높은 리스크 세그먼트에 신중한 포지션을 늘렸다. 우리는 경화표시 신흥국 채권(bond)의 매력적인 밸류에이션과 원자재 수출국에 대한 노출로 인해서 이에 대한 기존의 긍정적인 견해를 유지한다. 통화와 관련하여, 우리는 유로화에 대비하여 미국 달러화에 대한 긍정적인 견해를 계속 유지한다.
- **시장이 향후의 기업이익의 경로를 가격에 반영하고 있기 때문에, 주식과 관련된 불확실성은 높게 유지되고 있다.** 지역별로, 우리는 유럽에 대비하여 미국을 계속 선호하는 반면에 신흥국에 대해서는 중립적 포지션을 유지한다. 우리는 가치주에 대한 선호를 유지하고 있지만, **퀄리티로의 틸팅을 계속 증가시키고 있다.** 신흥국의 경우, 우리는 인플레이션 압박과 비싼 밸류에이션으로 인해 아시아에 대해 신중한 포지션을 증가시킨 반면에, 브라질, UAE, 인도네시아에 대해서는 긍정적인 포지션을 유지한다. 중국의 경우, 대부분의 악재가 가격에 반영되어 있다 - 규제완화와 결합된 경기의 반등이 하반기에 시작될 것으로 보인다.

주식과 채권에서 '거대한 가격재조정'이 아직까지는 종료되지 않았을 수도 있지만, 이러한 가격재조정은 인플레이션/성장 전망이 보다 명확해지기를 기다리고 있기 때문에, 가격재조정의 일부 일시중지와 시장 내부의 지속적인 로테이션이 나타날 가능성이 크다. 이와 같은 불확실성의 시기에 바텀업 선별은 가장 탄력성이 높은 종목을 찾는 데에 도움을 줄 수 있기 때문에 투자자는 계속 바텀업 선별에 포커스를 두어야 할 것이지만, 가격재조정의 국면에서 과도하게 불이익을 받았을 수도 있는 종목에서도 기회를 모색해야 할 것이다.

전반적인 리스크 분위기



우리는 경미하게 신중한 리스크 견지를 취하고 있으며, 크로스애셋 투자분산을 증가시키고 있다. 우리는 주식에서 유럽에 대비하여 미국을 선호하는 것에 계속 플레이하고 있다.

이전 달 대비 변화

- ▶ 중립적 듀레이션 견지의 방향으로 움직임, 약간의 스태그플레이션 견지만을 가짐.
- ▶ 미국 IG 크레딧에 건설적 포지션이 증가되었지만, 리스크가 높은 크레딧에는 신중한 포지션을 취함
- ▶ 투자분산의 수단으로 석유가 고려됨.

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

AMUNDI INSTITUTE

간략하게 정리한 큰 그림



Pascal BLANQUÉ,
Chairman, Amundi Institute

중앙은행들은 스태그플레이션이 부상할 수 있는 현재의 시기에 금리를 인상하고 유동성을 줄여야만 했지만, '호의적 무시'로 치우치는 경지를 유지하여 경제성장을 보존하는 인플레이션은 허용할 것이다

폴리시믹스의 '거대한 일치'의 종료

폴리시믹스의 '거대한 일치' 시대가 종료되었다. 적자예산의 축소가 압박했으며, 이러한 과정에서는 가계 저축의 축소와 임금 협상의 측면에서 기업이익에 대한 압박의 상승이 동반될 것이다. **재정 지출이 사실상 무제한이라는 널리 퍼져 있는 믿음(즉, 재정적인 '공짜 점심')이 심각하게 시험을 받을 것이다. 통화적인 측면에서, 우리는 초완화적인 통화 유통의 종말을 목도하고 있다.** 중앙은행들은 스태그플레이션이 부상할 수 있는 현재의 시기에 금리를 인상하고 유동성을 줄여야만 했지만, '호의적 무시'로 치우치는 경지를 유지하여 경제성장을 보존하는 인플레이션은 허용할 것이다. 그 동안의 공론화는 통화적 측면에 집중되어 있지만, 우리는 통화정책의 새로운 역할을 이해하기 위해서는 전반적인 폴리시믹스(정책조합)를 살펴봐야 할 것이다. 향후 가능한 3가지의 시나리오:

- 1. 재정확대의 계속 및 통화정책 정상화.** 통화정책 정상화는 재정적 공간의 '킬러'가 되어 대규모 채무 부담을 지속 가능하지 않도록 만들 때 때문에, 이 시나리오로 되는 것을 어렵게 한다. 게다가, 정책입안자들은 리세션이 발생하는 경우를 대비하여 추가적 정책적 여지를 가질 수 있는 안전망을 확보해야만 한다. 이 시나리오에의 주된 리스크는 통화정책 정상화의 시기이다. 통화당국은 너무 빨리 통화량을 줄여 버리거나 너무 뒤늦게 개입하게 될 수도 있다. 시장에서는 이러한 옵션을 위험자산의 추가적인 가격재조정(하방)을 함의하는 것으로 받아들이고 있으며, 특히 금리에 민감한 주식에서 더욱 그러하다.
- 2. 재개되는 재정팽창을 수용하기 위해서 중앙은행들은 당분간 대응을 늦추는 행보(뒷북을 치는 자세)를 유지한다.** 이 시나리오가 경제성장/인플레이션 균형을 최적화하고 통제된 경기둔화를 유도하는 데에 최선의 방안이다. 이 시나리오에서 투자자는 이익배당 주식과 실물자산을 통해서 인플레이션에 대한 대처를 추구해야 할 것이다.
- 3. 재정확대 및 중앙은행의 전면적인 완화정책으로 현시대의 대다수가 경험하지 못했던 수준으로 모든 기대인플레이션을 끌어올린다.** 이 시나리오는 1970년대 스타일의 레짐으로 높은 인플레이션, 명목성장을, 시장 주도로 조정되는 명목금리, 모든 리스크프리미엄에서 나타나는 조정 국면, 균형을 유지하는 밸류에이션을 그 특징으로 생각할 수 있다. 투자자는 현금과 실물자산의 보유하는 방식을 제외하는 이러한 상황의 영향권에서 벗어날 수 있는 여지가 거의 없다.

대중적인 의견은 첫 번째 옵션의 시나리오에 대부분 집중되어 있지만, 우리는 두 번째나 세 번째가 현실화될 가능성이 크다고 믿고 있다. **재정지출은 중요한 새로운 사회적 과제의 세트(에너지 전환, 사회적 및 전략적 자율성)를 목표로 해야만 하며, 중앙은행은 이를 우선순위로 수용해야만 할 것이다.** 특히, 통화당국이 신뢰성 높은 예산규칙의 부재로 인한 공백을 채워야 하는 유럽에서는 더욱 그러하다. 최악 경우의 시나리오는 전면적인 스태그플레이션이다. 재정적 측면에서 아무런 조치가 없다면, 지난 몇 년 동안의 추세를 뒤집는 폴리시믹스에서 긴축이 기계적으로 있게 될 것이다.



Didier BOROWSKI,
Head of Global Views
Amundi Institute

나토 확장 - 지정학적 질서의 분수령

핀란드와 스웨덴은 나토에 가입하겠다는 의도를 표명하면서, 지난 수십년 동안 유지했던 이들 국가의 중립국/비동맹의 원칙을 종료되었다. 이는 커다란 지각적인 변동으로, 지역적인 지정학적 질서에서 주요한 함의를 가지게 된다. 이 두 국가는 러시아의 우크라이나 침공이 자신들의 주권을 즉각적으로 위협한다고 결론을 내렸다. 하지만, 스웨덴과 핀란드는 자신들의 나토 회원국 가입이 방어적인 목적으로 일차적으로 안보를 향상시키는 것이 목표라고 신중하게 입장을 표명했다. 이에 대한 증명으로 스웨덴은 나토 가입 후보국으로써 자국 내에서 나토 기지를 설치하지 않고 핵무기도 배치하지 않을 것이라는 두 가지의 조건을 내 걸었다.

핀란드와 스웨덴은 나토에게도 전략적인 관심국이다. 스웨덴의 최첨단 장비는 발틱해 전 지역에서 첩보 수집을 가능하게 만든다. 핀란드는 거의 900,000명의 예비군을 확보하고 있으며, 이러한 병력은 나토에 유의적인 방어력을 제공할 수 있다. 1년 정도 소요될 것으로 보이는 나토 가입이 진행되는 동안에는 이 두 후보국은 역내 침공이 발생하는 경우에 상호방위의 의무를 제공해야 하는 나토 조약의 제5조에 의한 보호를 받지 않는다. 이것이 바로 **미국과 영국이 가입이 결정되기까지의 과도적인 기간 동안에 두 후보국에 대한 침공이 발생하는 경우에 지원을 제공할 것이라고 이미 언급한 이유**이다.

에르도간 튀르키예(터키) 대통령은 거부권을 행사하지 않는 것에서 일부 혜택을 받기를 원하고 있기 때문에, 이들 국가의 나토 회원국 가입을 거부하겠다고 위협하고 있다. 무엇보다도, 튀르키예(터키) 대통령은 미국 군수 장비를 튀르키예(터키)에서 구입하는 것을 보장받기를 원할 가능성이 크다. 이와 더불어서, 에르도간 대통령은 두 후보국가가 튀르키예에서 독립을 요구하며 활동하고 있는 쿠르드노동자당(PKK)에 대한 지원을 중단하라고 요구하고 있다.

러시아는 두 후보국의 나토 가입신청을 "지대한 여파"를 지닌 "중대한 실수"라고 비난했다. 러시아는 핀란드에 대한 가스 공급을 중단했지만, 나토에 맞설 수 있는 수단이나 의지도 없다. 하지만, 보복조치가 여러 형태(사이버 공격, 영공 침범과 같은 협박 조치)로 나타날 수는 있다.

당사의 견해: 우크라이나 침공은 스웨덴과 핀란드의 중기적인 성장예측에 영향(불확실성 충격)을 미치고 있다. 이 국가들의 나토 가입은 현지의 경제행위자에 대한 신뢰성을 회복시키는 데에 도움을 줄 것이며, 외국인 투자를 촉진시킬 수도 있다. 또한, 이번 가입신청의 과정은 유럽 방어를 강화할 필요성에 대한 성찰을 가속화시킬 것이다.

멀티어셋

주식에서 IG 크레딧으로 리스크 배분의 로테이션



Francesco SANDRINI,
Head of Multi-Asset Strategies



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

경제전망에 대해 점증하고 있는 우려는 최근의 주식에서 가격재조정 이후에 매력도가 증가한 우량한 크레딧으로 리스크 재분배를 요구하고 있다

점증하는 인플레이션 우려는 지정학적 긴장, 양적긴축(QT), 중국의 코로나 제약조치와 결합하여 두 가지 주요 리스크를 만들어내고 있다. 하나는 양적긴축에 따른 유동성 유출과 관련이 되고 다른 하나는 기업마진 압박과 연관이 있고, 이는 현재 시장에서 가격에 반영되어 있지 않은 수익성 리세션의 리스크를 우리가 간과하지 않아야 함을 의미한다. 긍정적인 측면을 언급하자면, 특히 미국에서 소비의 강세 유지, 타이트한 노동시장, 건전한 기업 재무제표들 들 수 있다.

따라서, 투자자는 미국의 상대적 탄력성에 플레이하는 것을, 특히 미국 IG 크레딧의 추가를 고려해야 하는 반면에, 경기민감주, 특히 유럽에 대해서는 신중한 포지션을 늘려야 할 것이다. 분산투자의 목적으로 우리는 원자재에 계속 긍정적 포지션을 취하며, 경기둔화로 인한 수요 약세에도 불구하고 타이트한 수급으로 강세장을 보일 석유에 대해서 우리는 이제 긍정적 포지션이다.

투자확신감이 높은 아이디어

우리는 선진국 주식에 방어적인 견지를 취하며, 여기에서 유럽 주식에는 신중한 포지션이고, 유럽에 대비하여 미국 주식에 대한 상대적 선호에 플레이한다. 이는 지금과 같은 경기둔화의 국면에서 경기민감주의 익스포저를 줄이려는 필요성을 반영하고 있으며, 러시아-우크라이나 전쟁의 영향에 가장 크게 노출되어 있는 분야는 피해야 할 것이다. 우리는 신흥국 주식에는 중립적 포지션이지만, 코로나 제약조치의 확대가 중국 경제성장애 미치는 영향을 인지하고 있으며 이에 대해 경계 태세를 유지한다.

듀레이션의 경우, 우리는 미국에 대해 경미하게 신중한 견지를 유지하는 반면에, 글로벌 수준에서는 국가별 및 곡선 수준에서 기회를 계속 모색하고 있다. 유럽의 경우 우리는 10년물에서 독일에 대비하여 이탈리아에 대한 기존의 상대적 선호를 유지하는 반면에, 프랑스 대선 이후에 정치적 리스크프리미엄이 사라졌기 때문에 우리는 독일에 대비한 프랑스에 대한 기존의 긍정적 견지를 종결시켰다. 영국중앙은행(BoE, 영란은행)이 경기전망의 악화라는 관점에서 경미하게 비둘기파적 경향을 나타내고 있기 때문에, 우리는 영국 2년물-10년물 곡선이 스티프닝할 것이라고 생각한다. 2년물 수익률은 현재 공격적인 긴축을 가격에 반영하고 있지만, 더 낮아지는 방향으로 움직일 수도 있다. 10년물 수익률은 양적긴축을 바탕으로 상승세를 보일 것이다.

인플레이션 압박으로 인한 호주중앙은행의 예상하지 못한 금리 인상이 영국중앙은행의 비둘기파적 기조와 비교하여 더욱 매파적인 견지를 나타내고 있기 때문에, 우리는 영국 10년물에 대비한 호주 10년물에 대한 기존의 긍정적 인 바이어스를 제거했다.

지난 달에 신흥국 채권지수(EMBI)에 긍정적인 포지션이 된 후에 우리는 미국 IG에 긍정적 견지를 추가하여 크레딧과 신흥국 채권에 대한 기존의 선호를 부가적으로 증가시키고 있다. 이는 미국의 견고한 거시경제적 배경, 긍정적 기업 펀더멘탈(높은 유동성 수준 및 충당금적립률의 견고한 재무제표), 단기적인 부채 재조달의 낮은 리스크, 안정적인 레버리지 등에 근거한 것이다. 또한, 최근의 스프레드 확대 이후에 벨류에이션의 매력성도 상승한 것으로 보인다. 시장분위기는 위험자산에 신중한 포지션을 유지하고 있지만, 우리의 견해로는 스프레드가 확대되는 경우의 미국 IG는 가장 커다란 탄력성을 가질 것으로 생각된다.

경제적 및 인플레이션 패턴 및 통화관련 조치에서 나타나는 분화가 플레이할 수 있는 매력적인 테마를 제공하기 때문에 우리는 통화 공간에서 기회를 계속 추구한다. 특히, 우리는 JPY와 USD에 대비하여 EUR에 계속 신중한 포지션을 취한다. 현재의 인플레이션 압박을 고려할 때에 미국 달러화에 대비하여 EUR 벨류에이션은 그 매력성이 떨어지고 있다. 우리는 CHF/EUR에 대한 기존의 긍정적 견해와 CAD는 경제성장의 환경악화에서 피해를 볼 수 있는 경기민감의 통화이기 때문에 CAD에 대비하여 USD에 대한 기존의 바이어스를 유지한다. 기술적인 반동의 여지가 있기 때문에 NZD의 평가절하 이후에 우리는 NZD에 대비하여 USD에 대해 더 이상 건설적인 포지션이 아니다. 신흥국 FX 공간의 경우, 우리는 BRL이 아웃퍼포먼스를 보일 잠재력이 있는 것으로 파악하고 있다.

리스크 및 헤징

스태그플레이션 리스크의 상승과 여전히 진행 중인 지정학적 긴장은 투자자가 헤지를 유지 또는 심지어는 강화시켜야 함을 나타낸다. 따라서, 우리는 투자자가 크레딧에 대한 보호를 유지하면서 비용에 대해 전반적인 보호를 향상시킬 수 있는 효율적인 옵션을 찾아 미국 주식시장에서 헤지를 조정해야 한다고 생각한다.

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

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

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

채권

채권(fixed income)은 이제
그 매력도가 선별적으로 증가함



Amaury D'ORSAY,
Head of Fixed Income



Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

유동성이 축소되는 와중에
경제의 지평선 상에 물려온
먹구름은 듀레이션에서 중립
방향의 움직임과 크레딧에서
높은 선별성을 요구하고 있다

인플레이션과 경제성장 전망은 채권(bond) 투자자에게는 핵심적인 테마이다. 중앙은행들은 인플레이션을 완화시키는 조치를 시작했으며, 연준의 경우에는 이러한 조치를 이행하겠다고 공언하고 있지만 미국경제의 경착륙을 방지하기 위해서 여전히 데이터에 의존하고 있다. 유럽중앙은행의 경우, 유럽 지역이 우크라이나 전쟁의 지속에 의해 인플레이션을 더 추가적으로 악화시킬 수 있는 에너지 가격의 상승과 추가적인 대 러시아 제재의 리스크라는 형태로 직접적인 영향을 받고 있기 때문에 그 당면과제가 경미하지만 더욱 큰 어려움에 직면해 있다. **국채의 커다란 가격조정장이 있는 후에, 우리는 듀레이션 견지에서 중립 방향의 움직임을 증가시키고 있으며, 높은 리스크의 크레딧 공간에는 신중한 포지션을 유지한다.**

글로벌 및 유럽 채권(fixed income)

우리는 중립 방향의 움직임에서 듀레이션 견지를 계속 조정하고 있지만, 지역별로 상이한 견지를 유지한다. 특히, 유럽에서 리세션의 리스크가 더 높기 때문에 우리는 유럽중앙은행이 연준보다 낮은 수준의 긴축정책을 이행할 수도 있다고 믿고 있다. 따라서, **우리는 영국과 유로통화권의 듀레이션에 대한 신중한 포지션을 줄여서 경미한 숏듀레이션/중립적 듀레이션을 취하는 반면에, 미국에 대해서는 숏듀레이션을 유지한다.** 또한, 투자분산의 목적으로 우리는 **중국 듀레이션과 선별적인 신흥국 채권에 긍정적인 견해**를 유지한다. 우리는 곡선 기회에, 특히 유로통화권, 캐나다, 호주의 곡선에 대해서도 계속 플레이한다.

기업 크레딧에서 현재 진행되고 있는 주요 논쟁은 기업이익, 금리 및 인플레이션 상승이 가격에 적절하게 반영되었는 지의 여부이다. 우리는 모든 세그먼트에서 이러한 요인들이 가격에 반영되어 있지는 않다고 생각한다. 이에 따라서, 우리는 크레딧 시장의 높은 리스크 공간(예: 하이브리드 회사채)에 대한 신중한 포지션을 늘리면서 크레딧 리스크 견지를 줄이고 있고, 단기만기/중기만기의 높은 등급의 크레딧을 선호한다. 미국 기업의 펀더멘탈이 보다 우량하기 때문에, **지역적으로 우리는 유로 IG 크레딧에 대비하여 미국에 더욱 건설적인 포지션이다.**

Barclays 글로벌 통합지수 수익률



Source: Amundi Institute, Bloomberg, 25 May 2022

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, QT = 양적긴축

미국 채권(fixed income)

시장에 의해 특히 곡선의 프론트엔드에서 가격에 반영된 긴축의 수준과 높은 지정학적 및 경제적 불확실성을 감안하여, 우리는 **듀레이션에 중립적인 방향의 움직임으로 되돌아오는 것이 현명**하며, 시장 변동성이 여전히 높기 때문에 전술적인 접근방식을 유지해야 한다고 생각한다. 기업 펀더멘탈이 강세이기 때문에 **크레딧은 기회를 제공한다.** 여기에서 우리는 **금융 및 산업 부문을 선호**하면서 선별적인 포지션이다. 또한, 우리는 현저한 할인을 제공하는 신규 발행채권을 액티브하게 추적하고 있지만, 이에 대해서도 고유한 바텀업 기회를 추구한다. 우리는 크레딧 배분의 견지를 전술적으로 조정해야 한다고 믿고 있으며, 크레딧 시장의 유동성은 변동성이 높은 환경에서 낮아지기 때문에 투자자는 유동성이 높은 파생상품을 통한 헤지를 활용할 수 있을 것이다. 견고한 소득과 저축이라는 관점에서 '소비자'는 강세를 유지할 수 있기 때문에 **우리는 유동화자산의 추구를 계속한다.** 경제성장과 관련된 일부 우려를 감안하면 공공기관발행의 부동산저당증권이 크레딧의 다른 분야에 보다 아웃퍼포먼스를 보일 수 있기 때문에 **우리는 부동산저당증권(agency MBS)에서 가치를 찾고 있다.**

신흥국 채권

신흥국 채권(bond) 투자 유니버스 내에서 우리는 전반적으로 신중한 견지를 유지한다. **우리는 숏듀레이션 바이어스를 유지**하지만, 이전보다는 방어적인 포지션을 경미하게 낮추었다. **우리는 경화표시 채권을 선호**하며, 벨류에이션은 IG에 대비하여 HY에서 그 매력도가 높다고 믿고 있지만, 선별적 접근방식이 요구된다. 원자재 가격 상승은 원자재 수출국에 우호적이며, 이러한 관점에서 경제적 및 지리적으로 현재 진행 중인 우크라이나 전쟁에서 떨어져 있는 남미는 그 탄력성이 높은 것으로 나타나고 있다.

FX

우리는 기존의 **USD에 대한 긍정적인 견해**와 EUR, JPY, CNY에 대한 신중한 견해를 유지한다. 신흥국의 경우, 우리는 **남미의 선별적인 FX에 건설적인 포지션**(MXN, CLP)이지만, HUF와 같은 동유럽 통화에 대해서는 신중한 포지션이다.

주식

과잉적인 밸류에이션과 경기사이클적 리스크에 유의할 것



Kasper ELMGREEN,
Head of Equities



Yerlan SYZDYKOV,
Global Head of Emerging Markets



Kenneth J. TAUBES,
CIO of US Investment Management

우리는 수익성이 없는 성장주와 비싼 분야에 대해서 신중한 포지션을 유지하고 핵심 우량주의의 틸팅을 관리하는 것이 핵심이라고 믿고 있다

종합적 평가

높은 인플레이션, 현재 진행 중인 우크라이나 분쟁, 경기모멘텀의 둔화, 중국의 코로나 봉쇄조치는 시장에서 변동성을 유발하고 있다. 이러한 상황은 인플레이션과 기대금리가 상승하여 기업이익 선행 멀티플이 작년에 나타난 수준에서 축소되는 현재의 시기에 발생하고 있다.

전반적으로, 시장의 비싼 분야가 압박을 계속 받을 것이기 때문에 밸류에이션에 포커스를 두는 것이 핵심적 사안으로 유지되고 있다. 경기민감도가 낮은 가치주와 우량주가 탄력성을 찾을 수 있는 곳이다. 우리의 전반적인 접근방식은 단기 이상의 기업이익 지속가능성에 포커스를 두면서 선별적 방식을 유지한다. 지역적으로는 선진국 세계 내에서는 미국이 계속 선호된다.

유럽 주식

유럽 시장의 어려움이 계속되고 있다. 인플레이션 상승 및 성장 둔화는 기업이익을 압박하고 있고, 금리 상승은 기업이익 멀티플을 압박하고 있다. 우리는 현재의 밸류에이션이 유통화권 지역에서 리스크로 부상하고 있는 전면적인 리세션을 가격에 반영하고 있지 않다고 생각한다.

가능한 경제적 결과의 범위가 넓고 밸류에이션 분산율이 높은 현 시기를 감안하면 이와 같은 환경에서는 초우량의 경기민감도가 낮은 가치주와 경기방어주 종목이 좋은 선택이라고 생각된다. 따라서, 우리는 바벨형 접근방식을 유지한다. 한 편으로는, 우리는 의료건강 및 필수소비재 부문(기존의 바이어스를 증가시킴)에서 방어적인 종목을 선호한다. 다른 편으로는, 우리는 소재 부문과 산업 부문에서 선별적으로 퀄리티의 경기민감주를 모색하고 있다. 이렇게 함에 있어서, 우리는 경제적 약재에 유의해야 할 것이고 이에 악영향을 받지 않는 사업모델에 대한 기존의 포커스를 유지한다. 또한, 우리는 정보기술 및 유틸리티 부문에 대한 신중한 포지션을 유지한다.

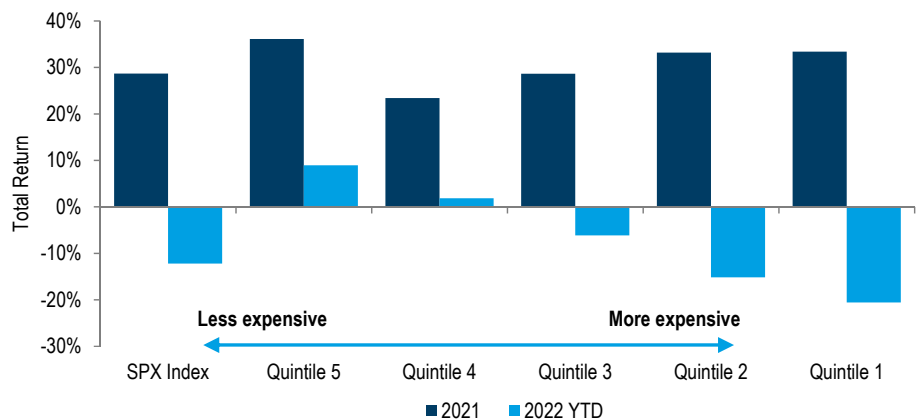
미국 주식

경제성장 데이터의 최근 약세에도 불구하고 노동시장과 소비자의 재정상태는 강세를 유지하고 있기 때문에, 리세션은 우리의 기본 시나리오에서 상정되지 않고 있다. 하지만, 금리 상승의 환경에서 밸류에이션 멀티플에 대한 압박이 유지될 것이다. 따라서, 우리는 **우량주 및 경기민감도가 낮은 가치주에 대한 기존의 틸팅을 유지하며, 시장의 높은 모멘텀 주식/성장주 측면에 대해서는 신중한 포지션을 유지한다.** 우리는 대형주에 신중하고 선별적인 포지션을 유지하며, 높은 운영효율성을 가진 기업, 자사주 매입과 이익배당으로 주주에게 보상하는 기업 및 이익성장률을 유지할 수 있는 기업들의 방향으로 바이어스를 취한다. 우리는 에너지주와 소재주에서 기회를 모색하고 있으며, 높은 자기자본이익률을 나타내는 은행과 선별적인 소비자 종목을 선호한다. 우리는 경제 재개가 소비자 지출을 견인할 것으로 믿고 있지만, 노동 가용성과 비용 상승 및 이에 따른 기업의 마진과 생산에 미치는 영향에 대해서 모니터링하고 있다. 흥미로운 사실은 최근의 조정 장세 이후에 선별적인 기술주 종목들이 매력적으로 되었다는 점이지만, 우리는 바텀업 접근방식을 유지하고 각 종목에 대해서 그 기업이익의 질을 평가한다. 반면에, 우리는 대형주에 대한 투자비용을 축소했으며, 수익성이 없는 성장주와 부실한 가치주 종목은 피한다.

신중국 주식

높은 시장 불확실성에도 불구하고, 신중국 밸류에이션의 매력도는 분명히 상승했으며, 이는 신중국 주식의 매력적인 수익성을 나타내고 있지만 강력한 분화가 동반되고 있다. 따라서, 우리는 원자재 수출국(브라질, UAE)과 내수소비 스토리(인도네시아)를 선호하면서 선별적인 포지션을 유지한다. 아시아의 경우, 비싼 밸류에이션과 인플레이션 압박 재개로 인해 우리는 신중한 포지션을 늘리고 있다.

미국 주식 밸류에이션 견인의 가격재조정: PE 오분위별 S&P 500 수익률



Source: Amundi Institute, Bloomberg, as of 25 May 2022

글로벌 테마 견해



Didier BOROWSKI,
Head of Global Views

유럽중앙은행은 채권매입 프로그램을 기준금리 정책에서 분리하는 데에 동의해야 할 것이다

유로통화권의 독자적 생존이 가능하도록 만들 재정규칙 및 통화규칙의 혁신

위기가 심화됨에 따라 구조적/거버넌스 이슈의 중요성이 더욱 커지는 경향을 나타내고 있다. 또한, 경제정책의 목표는 재정적 및 통화적 측면 모두에서 점차 더 야심 차게 되었다. 정부와 유럽중앙은행(ECB)은 곤란한 상황에 처해 있다. 유럽중앙은행의 『테일러 준칙』이던지 『안정과 성장에 관한 협약』의 재정규칙이던지 간에 이러한 “오래된 규칙”들은 시대에 뒤떨어져 있다. 즉, 이와 같은 적합한 규칙의 부재는 금융적 및 거시경제적 변동성으로 이어질 수 있다. 아직까지 정립되지는 않았지만 “새로운 규칙”만이 최근에 부상한 도전과제들에 대처하는 통화정책 및 재정정책을 유효하게 만들 수 있을 것이다. 주요 전략적 방향을 우선순위로 이러한 새로운 규칙을 일관된 방식으로 정의하는 것은 유럽연합 회원국의 의지에 달려 있다.

구조적/거버넌스 이슈가 위기를 겪을 때마다 점차 더욱 뚜렷해지고 있다. 유로통화권의 가장 어려운 문제 중의 하나는 통합된 유럽 설립의 아킬레스건으로 유지되고 있는 재정정책이다. 유로통화권은 단일통화 정책과 매우 자주 조화되지 않은 상태로 남겨진 회원국 각국의 독립적인 재정정책의 악명 높은 조합으로 이루어진 불안정한 통화동맹이다. 그리고, 이러한 제도적인 틀이 얼마나 비효율적인지는 정확하게 위기 기간 동안에 극명하게 부각된다.

한편, 공공정책 목적은 점차 원대해지고 있다. 우리는 정부들이 향후에 에너지 전환에 자금을 제공하고, 인프라, 교육, 의료건강에 투자하며 리세션 동안에 경제를 안정화시키는 적극적 역할을 할 것으로 예상된다. 또한, 중앙은행들은 물가와 금융안정성을 확보해야 할 뿐만 아니라, 에너지 전환에 기여하면서 금융 파편화를 억제해야 할 것으로 예상된다.

이는 제약조건(물가 안정성 및 채무 지속가능성)이 더욱 엄격해지고 많은 사안들이 복잡하게 얽혀 있는 상태에서 너무 적은 수단을 가지고 있는 정부들과 중앙은행들에게는 거의 불가능에 가까운 일이다. 대외적인 공급측면의 충격과 “불확실한 충격”의 결합은 유로통화권의 경제예측에 먹구름이 되고 있으며, 유로통화권은 이제 설립 후의 역사 상에서 최초로 스태그플레이션 압박을 극복해야만 할 것이다.

최근 수십년 동안에는 통화적인 측면에서 사전 설정된 규칙과 관련하여 광범위한 컨센서스가 부상했다. 『테일러 준칙』이 점차적으로 자리를 잡았지만 부적합하거나 부적당한 것으로 보인다. 현재의 인플레이션 압박이 임금 및 전반적인 물가 수준으로 전이되지 않는 한, 금리를 (공격적으로) 인상하여 공급측면 충격의 결과인 인플레이션 압박을 완화하려는 시도는 무의미하다.

재정적인 측면에서 『안정과 성장에 관한 협약』의 규칙은 시대에 뒤떨어져 있다. 채무와 재정적자의 측면에서 각 회원국에 단일한 수치(각각 GDP의 60%와 3%)를 적용하는 것은 타당하지 않다. 이러한 규칙은 과거에 경기사이클 친화적일 때만 유용한 것으로 밝혀졌다. 그리고, 이를 위반했을 때의 제재는 효과가 없었다.

설령 이러한 제재가 효과가 있더라도, 순전히 재량적인 조치가 최선의 공공정책 결정을 이끌어 낸다고 의미하지는 않는다. 규칙의 부재는 금융적 및 거시경제적 변동성을 부추길 수도 있다. 규칙은 여전히

시장 기대감을 고착시키는 데 있어서 필수적이다. 그러면 어떻게 가능할까? (관련된 충격을 흡수하기 위해서) 재정정책에 대한 조화된 접근방식을 통해서만이 통화 정상화가 가능하다. 재정규칙과 통화규칙 사이의 엄격한 분리는 작동하지 않는다. 디스인플레이션으로 인해 유럽중앙은행이 통화정책을 완화할 수 있었던 코로나 위기 동안에는 암묵적으로 조화가 이루어지는 “운이 좋은” 시기가 있었다. 이는 채무 비용을 낮추었고 재정정책이 관련된 충격을 흡수할 수 있도록 했다. 이제는 이러한 조화를 보다 명시적으로 이루는 방법을 모색하는 것이 필수적이다.

빠른 해결책은 없지만, 일부 방법은 탐구해 볼 가치가 있다. 유럽중앙은행의 독립성은 본질적으로 침범될 수 없다. 하지만, 유럽중앙은행의 책임을 재해석하는 것을 막을 수는 없을 것이다. 첫 번째로, 유럽중앙은행은 “개선된” 테일러 준칙에 따라 인플레이션 충격의 원인(즉, 공급측면인지 아니면 수요측면인지를 판단)을 보다 명시적으로 고려할 수 있다. 그리고 두 번째로 더욱 중요한 사안은, 유럽중앙은행은 채권매입 프로그램을 기준금리 정책에서 분리하는 데에 동의해야 할 것이다.

하지만, 이렇게 하기 위해서는 『안정과 성장에 관한 협약』이 우선적으로 재해석되어야 한다. 초기 단계로서 유럽연합 회원국들은 몇 가지 핵심적(존재적) 목표와 유럽 수준에서 부채를 증가시키는 것이 이렇게 하지 않음으로써 집단적으로 잃을 것이 더 많다는 사실에 합의할 수 있다. 국가별 채무 지속가능성의 확보에 필요한 방안들을 결정하기 위해서 기초재정균형, 채무부담, 최초의 부채수준, GDP 대비의 정부지출의 비율을 검토하는 것이 필수적이다. 이는 각 국가에 특화된 규칙이 궁극적으로는 단일한 재정적자 기준의 규칙보다 더욱 적합함(그리고 더욱 구속력이 있음)을 의미한다. 또한, 정부가 자본적지출을 보호하면서도 연별 지출증가율이 실질 GDP 성장을 아래로 유지하는 국가별 수준에서 다년간의 지출 계획이 필요하다. 이러한 계획에서는 정부가 통제하고 명시적으로 측정되는 총계 수치를 집중되어야 할 것이다. 정부와 유럽중앙은행은 실용적이고 조화되며 혁신적인 접근방식을 통해서만 이러한 과제를 해결할 수 있을 것이다.





2022-05-20 작성 완료



중심 시나리오 및 대안 시나리오 (12~18개월 기간)



월별 현황

우리는 지난 달과 비교하여 중심 시나리오와 대안 시나리오의 확률을 변경하지 않고 유지했지만, 급변하는 지정학적 상황(우크라이나 위기의 트리구조)을 고려하여 그 내용을 변경했다. 중국에서 코로나19의 새로운 확산과 유로통화권의 경기침체는 단기적으로는 경제성장 불확실성을 가중시키고 있다.

| 다운사이드 시나리오 30% | 중심 시나리오 60% | 업사이드 시나리오 10% |
|--|--|--|
| 스태그플레이션으로 향하는 경기하락 재개 | 험난한 노정, 지역별 분화 | 포용적이고 지속가능한 성장 |
| 분석 | 분석 | 분석 |
| <p> 우크라이나 전쟁의 장기화는 신뢰도와 경제활동에 악영향을 주고 있음. 공급망에 혼란을 야기하면서 원자재와 에너지 가격을 더욱 오랫동안 끌어올릴 것임.</p> <p> 코로나19 대유행이 글로벌 이동성 제약의 재개와 공급망 훼손의 병목현상으로 이어짐.</p> <p> 이러한 두 가지의 유발요인 모두는 경기 둔화로 이어지는 반면에, 인플레이션이 상승되고 관리되지 못하는 상태가 유지됨.</p> <p> 일부 신흥국 채무불이행(디폴트) 및 선진국 공공부채의 지속가능성.</p> <p> 경제를 떠받치기 위해 통화적 및 재정적 완화조치가 재개되고 있으며, 이로 인해 금융역압이 추가적으로 강화될 가능성이 있음.</p> <p> 성장 둔화가 동반된 인플레이션으로 인해 중앙은행, 특히 유럽중앙은행이 자신의 가이드스에서 이탈해야만 하고, 이에 따라 신뢰성을 상실함.</p> <p> 기후 변화에 대처하기 위해서 고안된 정책과 투자가 연기되고 및/또는 국가별 관련 정책이 무질서하게 시행됨.</p> | <p> 우크라이나 전쟁이 신뢰도에 타격을 주어 원자재와 에너지 가격을 일시적으로 높게 끌어올림.</p> <p> 코로나19는 엔데믹(풍토병)이 되고, 간헐적인 대확산(중국)이 동반됨; 글로벌 경제활동은 유지되지만 공급망 병목현상이 지속됨.</p> <p> 경제성장 분화의 심화:</p> <ul style="list-style-type: none"> 글로벌 경제성장은 2022년에 점진적으로 낮아지는 추이를 나타내고, 2023년은 하방 리스크에 노출되어 시작됨. 2분기 중국의 GDP 역성장 인해 2022년 전반기에 소프트웨어 패치 유럽과 영국에서 경기침체 또는 기술적/단명하는 리세션 미국 경제는 탄력적이지만, 둔화할 것으로 예상됨: 2023년 보통 이하의 경제성장률의 방향이 됨. <p> 헤드라인 인플레이션이 고점을 치고 있지만, 계속 상승을 유지할 것임. 높은 원자재 가격, 공급측면의 병목현상, 임금 압박 상승은 일부 지역(예: 유로통화권)에서 코어 인플레이션을 끌어올리고 있음.</p> <p> 통화정책의 무동조화:</p> <ul style="list-style-type: none"> 연준은 테이퍼링에서 양적완화로 빠르게 전환하고 급격한 금리인상 사이클(전반기)에 진입함; 하지만 연준은 하반기에 금리 인상의 속도를 낮출 것임 소프트한 금리인상 사이클의 영국중앙 유럽중앙은행은 2022년에 양적완화를 종료하고 금리인상을 3차례 할 것으로 보이지만, 실질적인 통화긴축을 할 수 있는 여지가 없음 완화적인 바이어스를 가진 중국인민은행. <p>채권수익률은 상승세로 움직이겠지만, 장기적으로는 낮게 유지됨.</p> <p> 재정정책: 에너지 가격의 단기적 효과를 (타겟팅 조치를 통해서, 특히 유럽에서) 완화시켜야 함</p> <p> 기후변화가 원자재 사이클에 지장을 주고 스태그플레이션 추이를 가중시킴.</p> | <p> 우크라이나 전쟁 종전 및 러시아 제재는 점진적으로 완화되어 감. 에너지 및 원자재 가격의 하락 및 인플레이션 빠르게 낮아짐.</p> <p> 바이러스 변이에도 불구하고 예상보다 빠르게 엔데믹(풍토병)이 찾아들.</p> <ul style="list-style-type: none">  잉여적인 저축과 임금 상승이 소비를 촉진시켜 기업 마진의 잠식을 상쇄함.  디지털 전환 및 에너지 전환과 구조적 개혁을 통한 생산성 향상 <p> 인플레이션은 관리가 유지되고, 중앙은행들은 점진적으로 통화정책을 정상화함.</p> <p> 투자 강세와 저축 감소에 의한 명목금리와 실질금리의 상승.</p> <ul style="list-style-type: none">  강력한 경제성장과 재정규율로의 점진적인 전환을 통해 지속 가능한 부채 유지.  포용적 성장 및 효과적인 불평등 해소.  기후변화 정책과 에너지 전환이 최우선순위가 됨. |
| 시장 함의 | 시장 함의 | 시장 함의 |
| <ul style="list-style-type: none"> - 현금, USD 및 미국 재무성증권 선호할 것 - 최소 변동성 전략에 플레이할 것 - 금 - 원자재 및 에너지 | <ul style="list-style-type: none"> - 리스크 감안의 실질수익세의 하락이 예상됨 - 미국 재무성증권 및 유로통화권과 신흥국의 수익률곡선의 제한적인 스티프닝 - 금, 연계채권, 주식을 통한 인플레이션 헤지 - 신흥국(EM): 단기적으로 신중한 포지션, 장기적인 실질수익 및 성장 스토리는 영향을 받지 않음 | <ul style="list-style-type: none"> - 미국 재무성증권 곡선의 베어 스티프닝 - 경기민감주와 가치주 익스포저로 위험자산에 대한 선호할 것 - 인플레이션 헤지로서 물가연동채권 및 주식에 대한 선호 |

 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

경제 펀더멘탈이 악화되고 있기 때문에 우리는 금융 리스크의 확률을 20%에서 30%로 증가시켰다. 우리는 우크라이나 전쟁과 그 경제적 요인에 대한 잠재적 함의를 고려하여 경제적 및 지정학적 리스크의 확률을 기존의 30%를 고수한다. 우리는 코로나19 관련 리스크(중국의 봉쇄조치 포함)를 경제적 리스크의 일부분으로 간주한다.

리스크는 헤지 전략의 파악이 용이하도록 그룹화되어 있으며, 이러한 그룹화된 리스크들은 분명한 연관관계를 가지고 있다.

경제적 리스크 30%

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

금융적 리스크 30%

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

정치적/지정학적 리스크 30%

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

* 자세한 내용은 11페이지의 “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 현통화 CCY

- 석유, 위험자산, 프런티어 시장, 신흥국

- 크레딧 및 주식, 신흥국 채권지수



[A]

러시아는 돈바스 지역에 군사작전을 집중하고, 마리우폴 전투에서 승리함. 평화회담은 교착상태이며, 해결책이 임박하지는 않은 것으로 보임. 러시아 핵무기 운영 부대에 특별 경계 태세에 돌입함.



[B]

제한적인 군사적 긴장고조를 동반한 단기적인 해결책

[C]

장기화된 (낮은 강도의) 군사적 분쟁 또는 글로벌 군사적 긴장고조

[B1]

제재와 외교적 대화로 분쟁이 종식됨

- 우크라이나의 분할 또는 비무장화 (중립국 지위).
- 중앙은행의 통화정책 정상화 복귀.
- 시장 안도, 하지만 유럽연합 수익 리세션의 리스크.
- 공급 다변화가 현실화될 때까지는 높지만 안정적인 에너지 가격.

[B2]

러시아가 돈바스 지역 및 크리미아 북부 지역을 장악함; 분쟁이 종식됨

- 우크라이나의 분할 또는 비무장화 (중립국 지위).
- 유럽연합 GDP 역성장, 8-10%의 인플레이션.
- 유럽연합 수익 리세션의 리스크.
- 제한적인 대체재로 인한 높은 에너지 가격.

[B3]

러시아가 우크라이나의 동부 및 남부를 장악함; 분쟁이 몰도바까지 확대됨

- 러시아에 대한 전면적인 제재로 러시아는 경제적 및 금융적 위기에 빠져들고, 그 여파가 동유럽까지 확산됨.
- 유럽연합 GDP 역성장, 8-10%의 인플레이션. 시장이 러시아가 레드라인을 넘을 것임을 가격에 반영함.
- 유럽연합 수익 리세션.
- 제한적인 대체재로 인한 높은 에너지 가격.

[B4]

사회적 소요 또는 군사적 정부전복으로 푸틴 체제가 종료됨

- 러시아는 경제적 및 금융적 위기에 빠져들고, 그 여파가 동유럽까지 확산됨.
- 러시아 정치적 상황의 불확실성.
- 유럽연합 GDP 역성장, 8-10%의 인플레이션.
- 유럽연합 수익 리세션.
- 중앙은행의 통화정책 정상화 복귀.
- 변동성이 큰 에너지의 높은 가격.
- 수익률곡선의 플래트닝.

[C1]

낮은 강도의 분쟁, 제한된 공급망 혼란만 동반됨

- 글로벌 스태그플레이션.
- 유가는 2023년 1분기까지 배럴당 \$75-80로 하락함, 또는 일부 공급처 다변화가 이루어질 경우에는 향후 12-18개월 동안에 배럴당 \$60-65로 하락함.
- 유럽연합 GDP 성장률이 잠재성장률로 회복되지만, 인플레이션은 3% 이상으로 유지됨.

[C2]

높은 강도의 분쟁

- 최악의 시나리오에는 서구권과 러시아의 군사적 대결이 포함됨.
- 글로벌 GDP 역성장(금융대위기(GFC)나 코로나 19와 유사한 수준이 됨).
- 유럽연합 GDP 역성장(-4.5/-2.0%), 에너지 배급 동반.
- 심각한 원자재 부족으로 인한 두 자리 수의 인플레이션.
- 시장 항복.

경제적 영향

시장 반응

- **긍정적:** EU 및 중국의 주식, 신흥국 크레딧.
- **부정적:** 국채, 원자재(에너지, 금).

- **긍정적:** 안전자산(USD), 유가 (\$100-120/bbl).
- **부정적:** 유동자산 및 EUR.

- **긍정적:** USD 및 금, 유가 (\$120/bbl 이상).
- **부정적:** 주식시장(미국 주식시장의 아웃퍼포먼스 동반); 채권수익률 붕괴.

- **긍정적:** 고배당주 및 우량주, 신흥국 시장 내에서 남미와 중국 선호.
- **부정적:** EUR, 신흥국 FX.

- **긍정적:** 실물자산, 주식, 원자재.
- **부정적:** 신흥국 채권 및 선진국 크레딧.

- **긍정적:** 미국 재무성증권, 유동성 실물자산, USD, 금.
- **부정적:** 모든 위험자산.

출처: Amundi Institute, 2022년 4월 28일 기준. EM: 신흥국 시장, CB: 중앙은행, FX: 외환, USD: 미국 달러화, EUR: 유로화, CNY: 중국 위안화, LatAm: 남미, EE: 동유럽, GFC: 금융대위기, USD: 미국 달러화, EUR: 유로화, UST: 미국 재무성증권.

CROSS ASSET 디스패치: 시장 변곡점 감지하기

월별 현황: 시장분위기의 신호등이 황색에서 적색으로 변경되었다.

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

경제적 배경

- 식품 및 에너지 인플레이션이 구매력에 충격을 주어서 마치 역진세처럼 작동하고 있기 때문에 인플레이션 상승과 내수수요의 약화를 바탕으로 경기모멘텀이 점차적으로 둔화되고 있다.
- 인플레이션과 성장 전망의 수정 방향은 계속 분화되고 있다. 스태그플레이션 모멘텀은 유로통화권에서 특히 확연하게 나타나고 있다.
- 더욱 지속적인 인플레이션과 긴축화 통화정책으로 이어지고 있는 원자재와 에너지 가격에 대한 장기적인 스트레스가 성장과 인플레이션의 조합에 대한 훨씬 덜 우호적인 상황에서 경제적 불확실성을 악화시키고 있다.

펀더멘탈 및 밸류에이션

- 매크로 상황의 근래의 악화가 현재의 수준을 견고한 진입 포인트로 간주되는 수준에 벗어나게 유지하고 있음에도 불구하고 최근의 조정으로 시장은 덜 비싸게 만들어 주었다.
- 양적긴축은 인플레이션 이슈에 대응하면서 멀티플이 확대시키지 않았지만, 적어도 유럽에서는 원자재 부족의 잠재적 가능성을 고려하면 기대감은 여전히 매우 낙관적이다.
- 그럼에도 불구하고, 밸류에이션과 시장조정 이후의 현재 수준은 향후 수익에 대한 가시성의 부재를 상쇄할 수는 없으며, 이에 따라 리스크는 분위기를 불가능하게 만들고 있다.

중립적 +
자산배분

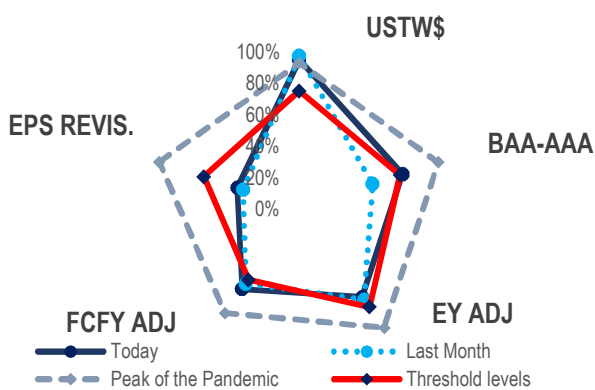
기술적 요인

- 위험시장에 대한 최근의 시장 조정은 대부분의 역행투자 메트릭스(contrarian metrics)를 해소하고 대다수를 상방 움직임으로 치우치게 만들었다. 하지만, 역행투자에는 유발요인이 필요하며, 경제적 배경에 대한 현재의 낮은 가시성은 여전히 보수적인 접근방식을 요구할 수도 있다.
- 위험자산 추이는 파편화된 상태를 유지하고 있으며, 이는 기술적 관점에서는 전반적으로 중립적 익스포저의 결과가 된다.

시장분위기

- 위험자산에 대한 시장조정이 5월에도 계속되고 있으며, 대부분의 리스크 분위기 메트릭스의 급상승이 동반되었다.
- 시장에서 리스크 집중도가 높고 전반적인 리스크오프 확률은 방어적인 자산배분을 크게 요구하고 있다.
- 금융조건은 모든 곳에서 넓혀지고 있지만, 이전 주식시장 조정국면에서 보다는 탄력도가 커지고 있음을 나타내고 있다. 무디의 Baa-Aaa 스프레드는 2020년 이후 최초로 경고를 유발하고 있다.

여전히 부양적인 Cross Asset Sentinels Thresholds (CAST)



Source: Amundi Institute, Data as of 20 May 2022

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

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

글로벌 리서치 클럽

1 점증하는 리세션 리스크

- 우리는 높은 인플레이션과 2022년 전반기의 잠재적인 리세션을 감안하여 유로통화권에서 스태그플레이션이 있지만, 미국에서는 경착륙이 가능(리세션 리스크: 향후 12개월 동안 20% 및 향후 18개월 동안의 40%)하다고 생각한다.
- 우리는 연준이 향후 12개월 동안에 시장에서 예상하는 대로 금리를 인상할 것이지만, 유럽중앙은행과 영국중앙은행은 컨센서스가 예상하는 것 이하로 긴축할 것으로 생각한다.
- 유로통화권 소비자는 임금 상승의 약세와 신뢰도의 심각한 상실로 인해서 새로운 충격을 상쇄할 수 있는 수단이 줄어드는 상황에서 이러한 상황에 당면하고 있다. 기업의 경우에는 투입가격과 재개된 스트레스와 수요 전망에 대한 불확실성 상승을 목도하고 있다. 1분기에 제로 퍼센트대와 마이너스 사이의 성장률을 기록한 이후의 유로통화권 G4는 역성장의 징후를 다시 보이고 있다.
- 미국은 높은 인플레이션이라는 폭풍우를 견딜 수 있는 상대적으로 강력한 펀더멘탈을 가지고 있다(여러 측면에서 경기회복이 완료되었음). 유로통화권 펀더멘탈은 새로운 충격에 더 연약하고 취약하다(여러 측면에서 경기회복이 완료되지 않았음).

투자 중요 합의

- 중앙은행의 최종 금리:
 - 미국 @ 3.25% (시장 예측에 부합),
 - 유럽중앙은행 @ 0.5%
 - 영국중앙은행 @ 1.5% (시장 예측에 대비한 비둘기파적 예측)
- 우리는 유로통화권 주변국 국채에 신중한 포지션, 미국과 유로통화권 5Y5Y 인플레이션 스왑에 롱포지션을 유지한다.

2 수익률 상승의 관점에서 이탈리아 국채의 지속가능성은?

- 7년 만기물리 3.4% 이상으로 지속적으로 움직인다면 평균수익률 부채/GDP가 상승할 것이다.
- 하지만, 유럽중앙은행 개입은 궁극적으로는 파편화의 정도(즉, 스프레드의 확대 및 지속적인 상승)에 의해 결정될 것이다.
- 명목성장률과 자금조달 비용이 채무 지속가능성에서 핵심적인 사안이다.
 - 재정규율이 유지되는 동안(0%의 기초재정균형)에는 3.4%의 장기적인 명목 GDP는 추가적인 채무 비용의 상승을 상쇄시킬 수 있다.
 - 채무 지속가능성은 수익률 곡선에서 강세의 지속적이고 광범위하면서 더욱 커진 전환이 발생하고 이탈리아 국채 수익률에서만 상승이 동반되어 문제를 야기함.
 - 하지만, 이탈리아 펀더멘탈은 2011년이나 2018년과 비교하여 통화정책 긴축화를 다룰 수 있는 더 나은 포지션에 있음.

투자 중요 합의

- 유럽중앙은행이 장기적인 측면에서 펀더멘탈의 강세화를 배경으로 양적완화를 중단함에 따라 주변국 채권에 신중한 포지션 취함

3 주식 밸류에이션: 유로통화권의 리세션 리스크 상승을 가격에 반영하고 있지 않음

- 선진국의 2022년 기업이익 사이클은 컨센서스 예상 이하로 마무리될 것이다. (9페이지의 분석 참조)
 - 미국 EPS 성장률은 자사주 매입의 떠받침에도 불구하고 높은 1자리 수치[5%~9%]에 있을 것이다(컨센서스 +9.8%).
 - 유럽의 수익 리세션[-5%~+5%]을 배제할 수 없지만, 컨센서스는 11%의 기업이익 성장률을 예상하고 있다.
 - 유럽의 EPS 성장률은 약세의 경제성장률로 인해서 미국보다 더 둔화될 것이다 - 우리는 올해 글로벌 GDP 성장률이 +3.0%, 유럽에서는 2.3%만 될 것으로 예측한다.
- 신흥국의 2023년 1분기 EPS 성장률이 7.5%일 것으로 예상된다(컨센서스 10%).
 - 기업이익 전망수정은 하향세를 나타내고 있다 - 남미와 EMEA는 여전히 플러스이지만, 아시아의 신흥국과 중국은 마이너스이고 추가적으로 악화되었다.
 - 중국의 기업이익 성장률은 신흥국과 궤를 같이할 것으로 예상된다(2023년 1분기의 +7.5%).

투자 중요 합의

- 미국의 2022년 경제성장률 2.6%와 더불어서 미국의 EPS는 낮은 1자리 대의 성장률을 여전히 달성할 수 있을 것이다. 하지만, 유럽의 기업이익은 미국보다는 탄력성이 떨어질 것(또한, 수익 리세션의 리스크도 존재함)이다.
- 우리는 주식에 중립적 포지션을 유지하며, 상대적 가치 전략을 모색하고 있다.
- 우리는 실질금리 상승을 배경으로 가치주, 경기사이클의 완속도를 감안하여 우량주, 인플레이션을 상쇄하는 고배당주, 최소한의 변동성을 가진 주식을 선호한다.
- 우리는 경기민감주, 소형주, 전략적 모멘텀주는 피한다.

글로벌 리서치 클립

4 크레딧: 글로벌 상황이 악화됨에 따라 신중한 포지션을 유지할 것

- 기업 크레딧은 경기 악화, 마진 압박, 통화정책 긴축화라는 도전에 당면하고 있다.
 - 글로벌 상황의 악화, 특히 유로통화권에서 악화. 여전히 상승하고 있는 인플레이션으로 중앙은행들은 긴축 모드를 유지하고 있으며, 이는 급격한 경기둔화나 리세션을 유발할 리스크가 동반됨.
 - 기업 펀더멘탈에서 분화가 증가하고 있음. 마진 압박 시작: 임금 상승, 소재, 에너지, 수송의 비용 상승. 가격결정력이 핵심적 요인이 될 것임.
 - 밸류에이션과 유로통화권의 리세션 리스크 상승을 가격에 반영하고 있지 않음.
 - 유럽중앙은행의 기업부문 매입프로그램(CSPP) 종료와 더불어서 기술적 요인이 덜 우호적으로 되고 있음.
- 우호적인 특성이 줄어든 크레딧 조건: 악화하고 있는 경제적 배경, 중앙은행의 긴축화, 기업 펀더멘탈의 분화 증가 및 마진 압박.
- 미국 10년물 수익률의 안정화, 2022년 3분기까지 유가 강세, 2022년 신흥국-선진국 격차 개선 등이 있다는 가정 하에, 단기적인 시장전위의 측면에서 경화표시 신흥국 채권은 저렴하다.

투자 중요 함의

- 선진국의 경우, 우리는 유럽에 대비하여 미국을 선호하며, 그리고 섯듀레이션 세그먼트를 선호한다.
- 신흥국의 경우, 우리는 경화표시 채권을 선호한다. 우리는 스프레드가, 특히 HY에서는 현재의 수준에서 축소될 것으로 예상한다.

5 중국: 제로 코로나 정책에 의해 먹구름이 낀 성장 전망

- 올해 전체 연도의 경제성장률 4% 미만: 1분기 경제성장률은 예상보다 견고한 수치인 전년동기대비 4.8%으로 강력한 부정적인 기저효과를 잘 견뎌내었다.
- 하지만, 3월 경제활동의 광범위한 둔화, 상하이 봉쇄조치의 연장, 제로 코로나 정책의 다른 지역으로 확대 적용은 중국을 2분기에 일시적인 리세션에 들어서게 만들 것으로 예상된다.
- 고차 주기의 지표에 따르면, 상하이 이외 지역의 경제활동은 5월-6월에 점진적 회복을 나타내고 있다.
- 우리는 중국의 2022년 경제성장률 예측을 컨센서스보다 낮은 기존의 3.5%를 고수하며(Reuters 5%, Wind 5.2%), 2023년에는 5.4%로 반등할 것으로 예상한다.
- 중국인민은행은 중국위안화의 느린 평가절하를 선택했으며, 따라서 우리는 향후 RMB 약세가 강화될 것으로 예상해야 할 것이다.

투자 중요 함의

- USD/CNY 목표수치는 6개월/12개월에 대해 6.95/6.50로 높아졌다.

코로나19 현황 요약

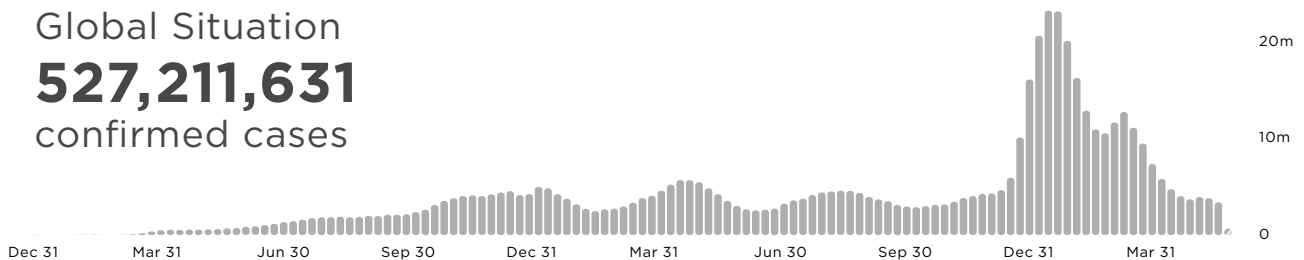
Pierre BLANCHET, Head of Investment Intelligence

코로나19 오미크론 변이의 광범위한 확산이 진정세를 보이고 있다. 주당 2천만 이상의 확진자를 발생시킨 1월의 고점 이후로, 그 수치가 1/10로 줄어들어 WHO 통계에서는 이제 전세계적으로 주당 2백만의 확진자를 기록하고 있다. 더욱 중요한 사실은, 2020년 3월 이후로 사망자 수가 현재와 같이 낮은 적이 없었다는 점이다.

지난 3월 이후로 또 다른 대확산을 겪어야 했던 중국에서는 공식 통계에 따르면 일일 확진자 수가 이제 100명 미만으로 떨어졌다. 수개월 동안의 강력한 제한조치 이후에, 특히 상하이 지역의 전면적인 봉쇄조치 이후에 바이러스 발병이 완화되고 있는 것으로 보인다. 하지만, 중국 동북부(허베이)의 감염 리스크는 여전히 상승하고 있다. 통제가 되지 않는 상황으로 보였던 북한의 봉쇄조치 완화에 대한 최근 발표는 개선의 징후를 확인시켜 주고 있다.

코로나 바이러스가 계속 활동할 것으로 예상해야 하지만 이러한 징후들은 다소 간의 안도감을 주고 있으며, 관련된 데이터는 코로나19가 팬데믹에서 공급망, 소비자 수요, 경제 활동에 미치는 영향이 전반적으로 낮은 엔데믹(풍토병)로 변화했다는 우리의 견해를 확인시켜 주고 있다.

Global Situation
527,211,631
confirmed cases



Source: World Health Organization

Data may be incomplete for the current day or week.

AMUNDI 자산종목 견해

| | 자산종목 | 견해 | 1개월 변화 | 근거 |
|--------|--------------|-----|--------|--|
| 주식 플랫폼 | 미국 | =/+ | | 강력한 소비자 지출 및 노동시장은 전반적인 수요를 떠받칠 것이며, 이는 우리가 미국 경제는 잠재성장을 방향으로 둔화되지만 리세션이 발생할 가능성이 낮다고 믿는 근거를 제공한다. 우리는 우량주 및 경기민감도가 낮은 가치주를 선호하는 반면에, 수익성이 없고 비싼 성장주와 대형주에는 극도로 신중한 포지션이다. |
| | 미국 가치주 | + | | 비용상승과 관련된 불확실성은 경기사이클을 덜 타고 지속가능한 기업이익의 성장을 낼 수 있는 고퀄리티 가치주 기업에 대한 포커스를 요구하고 있다. 가치주를 선호하는 로테이션은 단기적으로 차질을 겪을 수 있는 반면에, 가치주 종목으로의 움직임은 장기적으로 계속될 가능성이 크다. 여기에서 핵심은 시장 방향성보다는 선별을 우선시하는 것이다. |
| | 미국 성장주 | - | | 하나의 부문으로서 성장주의 장기적인 밸류에이션은 광범위한 분산도를 가지면서 높게 유지되고 있다. 기술 부문에서 지난 5월의 가격조정에는 선별적인 기회를 제공할 수도 있으며, 우리는 장기적인 기업이익 성장 잠재력에 포커스를 계속 유지한다. |
| | 유럽 | -/= | | 유럽에서 스태그플레이션 리스크의 상승은 기업이익 성장률에 압박을 가하고 있고 추가적인 가격조정으로 이어질 수도 있다. 따라서, 우리는 한 편으로는 경기방어적 종목을, 다른 편으로는 산업 및 소재 부문에서 고퀄리티의 경기민감주를 선호한다. |
| | 일본 | = | | 경기모멘텀의 온건한 약화로 인해 우리는 기업이익에 경제 태세를 유지하게 되었다. 반면에, JPY 평가절하는 시장에 대한 떠받침으로 작동한다. 따라서, 우리는 전반적으로 중립적인 바이어스를 유지한다. |
| | 중국 | = | | 제로 코로나 정책이 최근의 추가적인 경기부양책에도 불구하고 중국에 대한 경제전망을 계속 압박하고 있다. 우리는 예상되는 경기반등과 더불어서 하반기에는 개선의 여지가 있는 것으로 파악하고 있다. |
| | 신홍국 시장 | = | | 최근 가격 움직임이 있었던 신홍국 주식 공간은 더욱 매력적이 되었지만, 분화가 유의적인 수준으로 나타났다. 우리는 브라질과 UAE와 같은 원자재 수출국과 내수 수요 스토리가 있는 국가에 긍정적인 포지션이지만 더 비싼 밸류에이션을 가진 아시아 국가들에게는 신중한 포지션이다. |
| 채권 플랫폼 | 미국 국채 | = | ▲ | 인플레이션 상승의 환경이 경제성장에 대한 불확실성의 증가와 동반되어 나타나고 있기 때문에, 명목수익률에 대한 리스크는 하방 및 상방의 모든 리스크를 가진다. 따라서 일부 경미하게 부정적인 듀레이션을 가지면서 우리의 바이어스는 중립의 방향이다. 우리의 물가연동국채(TIPS)에 대한 익스포저는 최소화되어 있다. |
| | 미국 IG 회사채 | =/+ | ▲ | 건조한 미국의 거시경제적 배경, 긍정적인 기업 펀더멘탈(높은 유동성 수준과 총당금적립율의 견고한 재무제표), 단기적인 부채 재조달의 낮은 리스크, 안정적인 레버리지를 근거로 우리는 최근 스프레드 확대가 있었던 미국 IG에 대해 건설적 포지션을 늘리게 되었다. |
| | 미국 HY 회사채 | = | | 우리는 HY에 중립적이고 선별적인 포지션이다. 한 편으로 이 부문은 높은 에너지 가격으로 떠받쳐지고 있지만, 다른 편으로는 양적긴축의 결과로서 특히 유동성 감소가 금융조건을 긴축시킬 수 있기 때문에 밸류에이션이 모니터링 되어야 할 것이다. |
| | 유럽 국채 | = | ▲ | 핵심국 국채 수익률 상승으로의 장기적인 움직임이 계속되고 있는 반면에, 지정학적 긴장과 시장 스트레스는 수익률에 대한 하방 압박을 주고 있다. 유럽중앙은행의 양적완화 종료 이후에 "당분간" 상승할 것으로 상정하고 있는 데이터 의존적인 접근방식과 결합하여 이러한 상황은 투자자가 듀레이션에 민감한 포지션을 유지해야 하는 이유를 부각시키고 있다. 우리가 중립의 방향을 이동함에 따라 우리는 유럽 핵심국 국채의 듀레이션에 대한 방어적 포지션을 (이전보다) 경미하게 낮추었다. |
| | 유로 IG 회사채 | = | | 크레딧의 경우, 우리는 높은 등급의 투자공간과 단기만기/중기만기의 회사채를 선호한다. 높은 생산자 가격과 마진에 대한 잠재적 압박으로 인해서 우리는 (재무제표가 강력한 기업으로) 선별적인 포지션을 유지한다. 우리는 투자자가 펀더멘탈 분석 기반의 접근방식을 통해 하이베타에서 로우베타 세그먼트/증권으로 이동하는 것을 고려해야 한다고 생각한다. |
| | 유로 HY 회사채 | = | | 스프레드가 3월초의 수준보다 낮아져 강력한 기업 펀더멘탈을 가리키고 있음에도 불구하고 유럽의 경제성장 및 인플레이션과 관련된 우려는 기업이익을 압박할 수 있다. 향후에 시장이 퀄리티와 유동성 리스크에 기반하여 크레딧을 차별화할 것으로 보이며, 이로 인해 우리는 이 시장 전체에 대해서 매우 선별적인 포지션이다. |
| | 중국국채 | =/+ | | 중기적인 관점에서 중국국채 자산종목이 강력한 투자분산의 혜택을 제공하기 때문에 우리는 중국국채에 경미하게 긍정적인 견해를 유지한다. |
| | 신홍국 채권 경화표시 | + | | 우리는 경화표시 신홍국 채권에 경미하게 건설적인 포지션을 취하며, 우리의 강력한 바텀업 바이어스에 부합되는 고우스토리에 대해서 더욱 그러하다. 이러한 고우스토리 내에서, HY에서 스프레드 축소의 기대감을 바탕으로 우리는 IG에 대비하여 HY를 선호한다. |
| | 신홍국 채권 현지화표시 | = | | 우리는 현지화표시 신홍국 채권 듀레이션에 건설적인 포지션을 유지하며, 우리가 한 집단으로서 신홍국 FX에 대해서는 약간 신중한 포지션이지만 원자재 수출국 FX로 자산을 재분배할 여지가 존재한다고 믿고 있다. 신홍국 시장의 높은 파편화로 인해 우리는 매우 선별적인 포지션을 취한다. |
| | 기타 | 원자재 | | |
| 통화 | | | | 유럽중앙은행의 매파적으로 전환된 관련된 사안에 대한 언급은 EUR/USD가 최근의 20년 동안의 최저점에서 탈출하는 데에 도움을 주었다. 우리는 마이너스 금리의 종료가 장기적으로는 EUR를 떠받칠 수 있다는 점을 인지하고 있지만, 상대적인 상황(성장률과 단기금리)은 여전히 단기적으로는 USD를 선호하도록 만들고 있다. |

범례



출처: Amundi, 2022년 5월 26일 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 임의에 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 신홍국 채권, WPI = 텍사스 중질유, QE = 양적완화.

선진국

거시경제적 전망

2022년 05월 30일 기준 자료

| 연평균 (%) | 실질 GDP 성장률 % | | | 인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %) | | |
|---------|--------------|------|------|------------------------|------|------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |
| 전세계 | 6.2 | 3.1 | 3.3 | 3.9 | 7.5 | 4.6 |
| 선진국 | 5.2 | 2.6 | 1.8 | 3.2 | 6.4 | 2.9 |
| 미국 | 5.8 | 2.6 | 1.9 | 4.7 | 7.3 | 3.3 |
| 일본 | 1.7 | 2.0 | 1.2 | -0.2 | 1.3 | 0.1 |
| 영국 | 7.4 | 3.4 | 0.7 | 2.6 | 8.8 | 5.2 |
| 유로 | 5.4 | 2.3 | 1.7 | 2.6 | 7.0 | 3.2 |
| 독일 | 2.9 | 1.8 | 1.9 | 3.2 | 7.3 | 3.3 |
| 프랑스 | 7.0 | 2.8 | 1.6 | 2.1 | 5.3 | 3.5 |
| 이탈리아 | 6.6 | 2.5 | 1.5 | 2.0 | 6.7 | 2.9 |
| 스페인 | 5.1 | 3.9 | 1.8 | 3.1 | 7.7 | 2.9 |

출처: Amundi Institute

- 미국:** 1분기에 역성장(수요 약화에서 비롯된 것이 아님, 작년 4분기 동안 순 수출의 대폭적인 감소와 재고 급증의 회수 과정으로 인한 결과임)을 겪은 후에 우리는 2분기부터 상승하기 시작하는 순차적 성장이 시작되고 지속적이면서도 온건한 속도로 2022년 4분기에 1.6%, 2023년 4분기에 1.5%에 도달하는 경제성장률로 안정화될 것으로 예상한다. 내수수요는 금융조건의 긴축으로 인해서 현저하게 둔화될 것이며, 이는 예상보다 이르게 경제성장률을 잠재성장률 아래로 끌어내리게 될 것이다. 인플레이션 압박은 변동성이 높은 헤드라인 컴포넌트(에너지 및 식량 인플레이션)와 더욱 고착되고 있는 핵심 동인요인 모두에서 고조된 상태를 유지하고 있으며, 올해말까지는 6% 이상을 유지할 것이다.
- 유로통화권:** 유로통화권은 지속적으로 높은 인플레이션으로 인해 정체된 성장의 한 해가 될 것으로 보인다. 우리는 유로통화권 경제가 올해 대부분 동안에 매우 제한적인 순차적 성장을 할 것으로 예상한다 - 높은 인플레이션과 낮은 신뢰도는 소비를 저해하고, 불확실성은 투자를 압박할 것이다. 내수수요는 약세이고 대외 수요도 크게 개선되지 않아서 수출의 기여도가 줄어들고 있다. 인플레이션이 점진적으로 광범위한 범위로 확산되고 있다 - 핵심적 동인요인이 높게 유지될 것이기 때문에 우리는 인플레이션이 유럽중앙은행의 물가목표치에서 현저하고 높은 상태를 유지할 것으로 계속 예상한다.
- 영국:** 높고 지속적인 인플레이션이라는 환경에서 물가 상승과 세금 인상이 가계의 실질처분가능소득을 저해하기 때문에 우리는 영국 경제가 그 동력을 빠르게 상실할 것으로 예상한다. 기술적인 리세션은 현실화될 가능성이 있지만, 현재로서는 영국 경제가 마이너스 성장률을 두 분기 연속으로 기록하는 것은 피할 것으로 예상된다. 따라서, 우리는 영국 GDP가 역성장과 온건한 성장률 사이를 가까스로 기록할 것으로 보고 있다. 생산자 가격 압박이 계속 상승하고 있고 서베이 데이터는 인플레이션 압박이 장기간 동안 높게 유지될 것이라고 일반적으로 나타내고 있기 때문에 인플레이션 모멘텀이 여전히 높다.
- 일본:** 다른 선진국과는 달리 일본의 팬데믹 이후의 경기회복은 미진한 상태를 유지하고 있다. GDP는 1분기에 다시 역 성장을 기록했으며, 전반적인 경제생산량은 2022년 4분기와 동일한 수준에서 유지되고 있다. 기업 투자가 특히 우려되는 분야였으며, 새로운 공급 제약과 계속되는 교역 측면의 악화를 감안하면 최근 시장분위기의 추락은 경기반등에 우호적이지는 않다. 반면에, 기대인플레이션 사상 최고치를 찍으면서 인플레이션은 점차적으로 고착되고 있다. 코어 인플레이션이 올해 동안 계속해서 추가적으로 상승하겠지만, 일본은행의 물가목표치인 2% 이하로는 안정적으로 유지될 것이다.

기준금리 전망

| | 2022 05-31 | Amundi +6개월 | 컨센서스 +6개월 | Amundi +12개월 | 컨센서스 +12개월 |
|----|------------|-------------|-----------|--------------|------------|
| 미국 | 0.88 | 2.4/2.6 | 2.63 | 2.7/3 | 3.09 |
| 유로 | -0.5 | 0.25 | 0.48 | 0.5 | 1.26 |
| 일본 | 0.00 | -0.1 | -0.02 | -0.1 | 0.03 |
| 영국 | 1.00 | 1.25 | 1.78 | 1.50 | 2.30 |

출처: Amundi Institute

- 연준(Fed):** 지난 번의 연방공개시장위원회(FOMC) 회의에서 연준은 금리를 50bps 인상하고, 시장이 예상했던 것과 같은 속도로 보유자산의 축소가 6월에 시작될 것이라고 발표했다. 연방공개시장위원회 회의에서는 연준의 매파적이고 인플레이션에 중점을 두는 견지가 확인되었으며, 다음 번의 두 차례 회의에서도 50bps 정도의 추가적 금리 인상이 있고 올해 나머지 기간 동안의 회의들에서도 25bps씩의 금리 인상이 있을 것임을 암시했다. 이러한 경로는 미국 연방기금금리에 대한 우리의 기본 시나리오에 부합되며, 올해말까지는 2.5%, 1년 후에는 3/3.25%에 근접하게 될 것으로 보인다.
- 유럽중앙은행(ECB):** 라가르드 총재는 양적완화 순 매입이 3분기 초반에 종료될 가능성이 크다고 확인했으며, 이를 통해 포워드 가이드언스에 부합하는 7월에 금리 인상이 가능하게 되었다. 라가르드 총재의 “현재의 전망에 기반하면 우리는 이번 3분기말까지 마이너스 금리를 벗어나야 하는 포지션이 있을 가능성이 크다”라고 언급했으며, 이는 두 번째 금리 인상이 9월에 있을 수 있다는 것을 의미한다. 그 이후의 분기 동안의 통화정책 정상화는 보다 데이터 의존적이 될 것으로 보이지만, 우리는 올해 4분기에 세 번째의 금리 인상, 2023년 1분기에 네 번째의 금리 인상이 있을 것으로 예상한다. 또한, 유럽중앙은행은 6월 회의에서 3월 성장률 예측을 하향 수정할 가능성이 크다.
- 일본은행(BoJ):** 일본은행이 비둘기파적인 견지를 유지하는 데에는 충분한 이유가 존재한다. 일본의 경기회복은 심각한 아웃풋갭(2024년 이전까지는 줄어들지 않을 것으로 예상됨)과 더불어서 다른 국가에 비해서 뒤쳐져 있다. 소비자 인플레이션은 강해지고는 있지만 여전히 제약적으로 유지되고 있다. 이러한 상황을 바탕으로, 일본은행은 비용으로 견인된 인플레이션의 상승은 지속 가능하지 않다고 반복적으로 언급하고 있다. 일본은행은 초완화적인 통화정책을 유지하고 있으며, 무제한적인 분량의 일본국채(JGB)를 매입하겠다고 약속함으로써 수익선곡선관리(YCC) 목표수치를 방어하고 있다. JPY에 대한 관리를 재무성(MoF)에 넘기면서 일본은행은 계속해서 내수 경제를 최우선시하고 완화적인 견지를 유지할 것이다.
- 영국중앙은행(BoE):** 영국중앙은행(영란은행)은 지난 번의 회의에서 금리를 25bps 인상했지만, 적극적인 양적긴축(QT)의 도입에 대한 발표를 하지 않고 이를 8월로 연기했다. 새로운 전망에서는 인플레이션은 10% 이상을 기록할 가능성이 크고 2023년에는 GDP의 역 성장과 2024년에는 경기침체에 가까울 것으로 예상되는 등 영국 경제의 암울한 상황을 보여주고 있다. 지난 번 회의의 성명서에는 비둘기파적인 요소를 담고 있었으며, 두 명의 위원들은 추가적인 금리 이상이라는 가이드언스의 적절성 여부에 의문을 제기하고 있었다. 이러한 결과에 감안하여 우리는 영국중앙은행이 현재 시장에서 가격에 반영되어 있는 것보다 더욱 제한적인 경로로 금리 인상을 진행할 것이라고 예상된다.

통화정책 회의일정

| 중앙은행 | 다음 회의 |
|----------|--------|
| ECB정책위 | 6월 9일 |
| Fed FOMC | 6월 15일 |
| BoE MPC | 6월 16일 |
| BoJ MPM | 6월 17일 |

출처: Amundi Institute

신흥국

거시경제적 전망

2022년 05월 30일 기준 자료

| 연평균 (%) | 실질 GDP 성장률 % | | | 인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %) | | |
|---------|--------------|-------|------|------------------------|------|------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |
| 전세계 | 6.2 | 3.1 | 3.3 | 3.9 | 7.5 | 4.6 |
| 신흥국 | 6.9 | 3.5 | 4.3 | 4.4 | 8.3 | 5.8 |
| 중국 | 8.1 | 3.5 | 5.4 | 0.9 | 2.1 | 2.2 |
| 브라질 | 4.6 | 1.4 | 1.3 | 8.3 | 10.6 | 6.0 |
| 멕시코 | 4.8 | 1.7 | 1.9 | 5.7 | 7.2 | 4.9 |
| 러시아 | 4.7 | -10.0 | 1.3 | 6.7 | 14.9 | 8.6 |
| 인도 | 9.2 | 7.5 | 6.0 | 5.1 | 7.1 | 6.2 |
| 인도네시아 | 3.7 | 5.2 | 4.8 | 1.6 | 3.8 | 3.7 |
| 남아공 | 5.5 | 1.5 | 1.8 | 4.6 | 6.2 | 5.0 |
| 터키 | 11.4 | 3.3 | 3.2 | 19.4 | 66.2 | 34.3 |

출처: Amundi Institute

- **중국:** 화물차 유통량과 물류 처리량을 포함하는 고차 주기의 경제 데이터가 지난 4월초 이후로 점진적으로 회복되고 있지만, 여전히 3월말 수준을 하회하고 있다. 전년동기대비 기준으로 그 하락폭은 적당히 좁혀졌으며, 2분기에는 마이너스 성장률로 상승을 기록했을 가능성이 크다. 개선된 통화완화적 노력에도 불구하고, 우리는 제로 코로나 정책을 중국의 성장 전망에서 주된 촉매제로 파악하고 있다. 우리는 GDP가 전분기 대비 연간 기준으로 15.8% 역성장(전년동기대비 -0.6%)할 것으로 예상된다.
- **CEE4: (헝가리, 체코, 폴란드, 루마니아)** 인플레이션이 계속 상승하고 있다(헝가리의 전년동기대비 9.5%에서 체코 공화국의 4월 14.2%까지 분포함). 지속적인 글로벌 및 국내의 인플레이션 압박의 상황에서, 중앙은행들은 인플레이션 예측수치를 상향 수정했으며, 지난 회의에서 금리를 다시 인상했다(CNB, NBP, NBR은 75bps, NBH는 100bps를 올려서 각각 5.45%, 5.25%, 3.75%, 5.4%로 인상됨). 체코국립은행(CNB)은 총재의 교체로 인해서 비둘기파적인 견지가 강화되고 금리인상 사이클을 조만간 종료할 것으로 예상된다. 다른 중앙은행들은 금리인상 사이클을 연장할 가능성이 크며, 헝가리중앙은행(NBH)은 굳건한 금리인상의 경로를 유지하는 반면에 루마니아중앙은행(NBR)은 여전히 대응을 늦추는 행보를 보이고 있다.
- **남아시아:** 5월 동안에 이 지역 여러 국가들의 정책입안자들은 인플레이션의 급상승 추이에 대처하기 위해서 통화적 및 비통화적인 조치를 취하고 있다. 인도중앙은행(RBI), 필리핀중앙은행(BSP), 말레이시아중앙은행(BNM) 등과 같은 중앙은행들은 통화정책 긴축 사이클을 시작한 반면에, 인도네시아 정부와 인도 정부는 식품 항목(각각 팜유 및 밀)에 대한 수출 금지를 강제했으며, 이는 이러한 소프트웨어 자재의 국내 공급을 원활하게 유지하고 통제권을 더욱 잘 장악하는 것을 목표로 하고 있다. 인도네시아는 식용유 가격의 낮게 유지시키려는 시도는 실패하고 사재기가 증가함에 따라 최근에 팜유 수출금지를 해제했다.
- **브라질:** 견조한 교역조건(ToT)와 다양한 경기부양책 덕분에 전반기에는 경제활동의 강세(2022년 GDP가 1.4% 확대된 것으로 보임)가 나타났지만, 후반기에는 높은 인플레이션, 금리, 선거 불확실성이 경제성장을 압박함에 따라 누그러질 것으로 보인다. 인플레이션은 연간 기준으로 12.1%에서 고점을 찾을 가능성이 높지만, 광범위한 수준의 인플레이션 압박은 아직까지는 순차적으로 찾아들지 않았다 - 인플레이션 동향지수는 고점 수준에서 아직 변화하지 않고 있다. 브라질중앙은행(BCB)은 긴축사이클의 미세조정 국면을 재개(6월 13.25%로 종료될 가능성이 높음)함으로써 통화정책의 추가적인 옵션을 다시 확보하고 있다.

기준금리 전망

| | 2022 05-31 | Amundi +6개월 | 컨센서스 +6개월 | Amundi +12개월 | 컨센서스 +12개월 |
|-----|------------|-------------|-----------|--------------|------------|
| 중국 | 3.70 | 3.60 | 3.70 | 3.60 | 3.70 |
| 인도 | 4.40 | 6.00 | 5.50 | 6.25 | 5.85 |
| 브라질 | 12.75 | 13.25 | 13.4 | 11.25 | 11.90 |
| 러시아 | 11.00 | 8.00 | 9.10 | 7.00 | 8.15 |

출처: Amundi Institute

- **중국인민은행(PBoC):** 4월의 데이터가 중국 경제의 광범위한 악화를 진정으로 반영됨에 따라, 중국인민은행은 주태담보대출금리 하향성을 20bps 인하시 고작 5월 뒤인 5월 20일에 5년 대출우대금리(LPR)를 15bps 인하했다. 가계 신뢰도를 복원시키고 주택 수요를 부양시키려는 이와 같은 강력한 움직임 있는 후에, 1년 대출우대금리의 추가적인 10bps 인하는 여전히 완전하게 배제되지는 않는다. 하지만, 은행간 시장의 유동성이 이미 현저하게 완화되었고 중국인민은행이 유동성의 전달 채널에 더욱 집중하고 있는 것으로 보이기 때문에, 추가적인 금리 인하는 확신감이 낮은 꼴이다.
- **인도중앙은행(RBI):** 5월에 비정규 결정으로 인도중앙은행은 정책금리를 40bps 인상하여 4%에서 4.4%로 올렸으며, 비둘기파적인 견지를 유지했다. 긴축 사이클이 조만간 시작될 것이라고 광범위하게 예상되고 있었지만, 5월의 결정은 그 시점으로 인해 놀라움을 주었고 다음 단계에 대한 재평가를 유발시켰다. 또한, 4월의 헤드라인 인플레이션 수치 7.8%와 더불어 끈질기게 높게 유지되고 있는 핵심물가와 도매물가지수(WPI)는 향후 정책금리의 긴축화에 대한 압박을 가중시키고 있다. 우리의 2022년 동안 기대인플레이션 약 7%에 기반하는 경우, 인도중앙은행은 중립적 실질금리에 도달하기 위해서 약 150-200bps를 더 인상해야만 할 것이다.
- **브라질중앙은행(BCB):** 75bps 금리인상을 배제하고 있지 않아서 비둘기파적인 측면에서 약간 놀라움을 자아내고 있는 미국 연준과는 달리 브라질통화위원회(COPOM)는 6월에 (5월의 100bps와 비교하여) 적은 수준의 추가적인 금리인상이 있을 것이라고 사전에 발표했으며, 그 이전에는 이번 금리인상 사이클인 12.75%에서 종료될 것이라고 암시했다. 브라질중앙은행은 금리인상의 문을 다시 열었고, 인플레이션 리스크, 고조된 불확실성, 다시 되돌아온 FX 평가절하를 무시할 수 없기 때문에 현재는 원숙한 국면의 긴축 사이클에서 미세조정 단계에 접어들었다. 우리는 6월에 최종금리에 도달할 것으로 예상하지만, 8월의 추가적인 금리인상을 완전히 배제할 수는 없다.
- **러시아중앙은행(CBR):** 러시아중앙은행은 5월 26일(목요일)의 비정규 회의에서 정책금리를 300bps 인하하여 11%로 내렸다. 금리인하는 RUB의 강세와 인플레이션 모멘텀의 경미한 둔화에 의해서 유발되었다. 기대인플레이션도 역시 하락세이다. 러시아중앙은행은 금융안정성에 대한 즉각적인 리스크는 감소했다고 생각하고 있다. 러시아중앙은행은 인플레이션 예측은 2023년 5-7%, 2024년 4%로 낮추었다. 인플레이션이 안정화되고 경제활동이 약세를 유지하는 경우에 우리는 향후 수개월 동안에 추가적인 금리인하가 있을 것으로 예상된다. 우리는 정책금리가 향후 12개월 동안에 낮으면 7%까지 될 것이라고 예상한다. 다음 회의는 6월로 예정되어 있다.

통화정책 회의일정

| 중앙은행 | 다음 회의 |
|------|--------|
| RBI | 6월 6일 |
| CBR | 6월 10일 |
| BCB | 6월 15일 |
| PBoC | 6월 20일 |

출처: Amundi Institute

매크로 및 시장예측

거시경제적 예측

(2022년 5월 30일)

| 연 평균 (%) | 실질 GDP 성장률 % | | | 인플레이션 (CPI, 전년동기대비, %) | | |
|-------------|-----------------|-------|------|---------------------------|------|------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |
| 미국 | 5.8 | 2.6 | 1.9 | 4.7 | 7.3 | 3.3 |
| 일본 | 1.7 | 2.0 | 1.2 | -0.2 | 1.3 | 0.1 |
| 유로통화권 | 5.4 | 2.3 | 1.7 | 2.6 | 7.0 | 3.2 |
| 독일 | 2.9 | 1.8 | 1.9 | 3.2 | 7.3 | 3.3 |
| 프랑스 | 7.0 | 2.8 | 1.6 | 2.1 | 5.3 | 3.5 |
| 이탈리아 | 6.6 | 2.5 | 1.5 | 2.0 | 6.7 | 2.9 |
| 스페인 | 5.1 | 3.9 | 1.8 | 3.1 | 7.7 | 2.9 |
| 영국 | 7.4 | 3.4 | 0.7 | 2.6 | 8.8 | 5.2 |
| 중국 | 8.1 | 3.5 | 5.4 | 0.9 | 2.1 | 2.2 |
| 브라질 | 4.6 | 1.4 | 1.3 | 8.3 | 10.6 | 6.0 |
| 멕시코 | 4.8 | 1.7 | 1.9 | 5.7 | 7.2 | 4.9 |
| 러시아 | 4.7 | -10.0 | 1.3 | 6.7 | 14.9 | 8.6 |
| 인도 | 9.2 | 7.5 | 6.0 | 5.1 | 7.1 | 6.2 |
| 인도네시아 | 3.7 | 5.2 | 4.8 | 1.6 | 3.8 | 3.7 |
| 남아공 | 5.5 | 1.5 | 1.8 | 4.6 | 6.2 | 5.0 |
| 터키 | 11.4 | 3.3 | 3.2 | 19.4 | 66.2 | 34.3 |
| 선진국 | 5.2 | 2.6 | 1.8 | 3.2 | 6.4 | 2.9 |
| 신흥국 | 6.9 | 3.5 | 4.3 | 4.4 | 8.3 | 5.8 |
| 전세계 | 6.2 | 3.1 | 3.3 | 3.9 | 7.5 | 4.6 |

기준금리 전망

선진국

| | 2022-05-31 | Amundi +6개월 | 컨센서스 +6개월 | Amundi +12개월 | 컨센서스 +12개월 |
|-------|------------|----------------|--------------|-----------------|---------------|
| 미국 | 0.88 | 2.4/2.6 | 2.63 | 2.7/3 | 3.09 |
| 유로통화권 | -0.5 | 0.25 | 0.48 | 0.5 | 1.26 |
| 일본 | 0.00 | -0.1 | -0.02 | -0.1 | 0.03 |
| 영국 | 1.00 | 1.25 | 1.78 | 1.50 | 2.30 |

신흥국

| | 2022-05-31 | Amundi +6개월 | 컨센서스 +6개월 | Amundi +12개월 | 컨센서스 +12개월 |
|-----|------------|----------------|--------------|-----------------|---------------|
| 중국 | 3.70 | 3.60 | 3.70 | 3.60 | 3.70 |
| 인도 | 4.40 | 6.00 | 5.50 | 6.25 | 5.85 |
| 브라질 | 12.75 | 13.25 | 13.4 | 11.25 | 11.90 |
| 러시아 | 11.00 | 8.00 | 9.10 | 7.00 | 8.15 |

장기채권수익률 전망

2년물 채권수익률

| | 2022-05-31 | Amundi +6개월 | 포워드 +6개월 | Amundi +12개월 | 포워드 +12개월 |
|----|------------|----------------|-------------|-----------------|--------------|
| 미국 | 2.57 | 2.9/3.1 | 2.96 | 3.1/3.3 | 3.09 |
| 독일 | 0.51 | 0.3/0.5 | 0.78 | 0.5/0.7 | 0.89 |
| 일본 | -0.07 | -0.10/0 | -0.05 | -0.10/0 | -0.03 |
| 영국 | 1.60 | 1.2/1.4 | 1.64 | 1.2/1.4 | 1.63 |

10년물 채권수익률

| | 2022-05-31 | Amundi +6개월 | 포워드 +6개월 | Amundi +12개월 | 포워드 +12개월 |
|----|------------|----------------|-------------|-----------------|--------------|
| 미국 | 2.87 | 2.9/3.1 | 2.97 | 2.9/3.1 | 3.03 |
| 독일 | 1.13 | 0.8/1.0 | 1.24 | 0.8/1.0 | 1.30 |
| 일본 | 0.24 | 0.1/0.3 | 0.31 | 0.1/0.3 | 0.37 |
| 영국 | 2.11 | 1.7/1.9 | 2.20 | 1.7/1.9 | 2.27 |

통화 전망

| | 2022-05-27 | Amundi 2022년 3분기 | 컨센서스 2022년 3분기 | Amundi 2023년 1분기 | 컨센서스 2023년 1분기 | | 2022-05-27 | Amundi 2022년 3분기 | 컨센서스 2022년 3분기 | Amundi 2023년 1분기 | 컨센서스 2023년 1분기 |
|---------|------------|---------------------|-------------------|---------------------|-------------------|---------|------------|---------------------|-------------------|---------------------|-------------------|
| EUR/USD | 1.07 | 1.02 | 1.08 | 1.11 | 1.11 | EUR/SEK | 10.53 | 10.31 | 10.34 | 10.13 | 10.20 |
| USD/JPY | 127 | 129 | 130 | 122 | 126 | USD/CAD | 1.27 | 1.31 | 1.26 | 1.23 | 1.25 |
| EUR/GBP | 0.85 | 0.84 | 0.85 | 0.85 | 0.85 | AUD/USD | 0.72 | 0.69 | 0.73 | 0.76 | 0.75 |
| EUR/CHF | 1.03 | 1.00 | 1.04 | 1.07 | 1.06 | NZD/USD | 0.65 | 0.63 | 0.67 | 0.69 | 0.69 |
| EUR/NOK | 10.16 | 9.92 | 9.80 | 9.42 | 9.62 | USD/CNY | 6.70 | 6.95 | 6.70 | 6.50 | 6.65 |

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

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

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

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

SHIFTS & NARRATIVES



Shifts & Narratives #17 - Keeping up with climate change in setting long-term asset class views (09-05-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

Shifts & Narratives #16 - Investing in a fragmented world (06-04-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute

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

INSIGHTS PAPERS



Setting your investment objectives: institutional asset allocation practice (05-05-2022)

FRANCERIES Karin, Head of OCIO Advisory - TAZÉ-BERNARD Éric, Chief Allocation Advisor - OCIO Solutions

Global real estate markets: rich valuations, but not a source of systemic risk (03-05-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Amundi Institute - PERRIER Tristan, Global Views Analyst, Amundi Institute - HUANG Claire, Senior EM Macro Strategist, Amundi Institute - STAGNOL Lauren, Quantitative Research Analyst, Amundi Institute

WORKING PAPERS



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

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

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

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

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

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

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



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

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

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

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

Adding to the debate: "Is the Fed behind the curve?" (22-04-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute

특별기획
우크라이나

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

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

The inflation psychology is kicking in (20-04-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute

ECB strikes a somewhat dovish tone, despite inflation remaining top priority (15-04-2022)

Gilles DAUPHINÉ, Deputy Head of Fixed Income - Monica DEFEND, Head of Amundi Institute

French election: markets complacent for Macron victory, but game is not yet won (12-04-2022)

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

특별기획
우크라이나

US economy and markets look resilient regarding the Russia-Ukraine crisis (05-04-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - J. TAUBES Kenneth, CIO of US Investment Management - BERTINO Claudia, Head of Investment Insights, Amundi Institute - FIOROT Laura, Deputy Head of Investment Insights, Amundi Institute

THEMATIC PAPERS



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

Maury Chloé, ESG Analyst

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

CHEN Sylvia, ESG analyst

INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



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

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

DISCUSSION PAPERS



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

**Amundi 간행물
알아보기**

research-center.amundi.com



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

중요 정보

본 문서는 정보 제공의 목적으로만 제공됩니다.

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

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

별도로 언급하지 않는 한, 본 문서에 포함된 모든 정보의 출처는 Amundi Asset Management SAS이며 2022년 5월 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, 사교적, 징벌적, 결과적 또는 다른 유형의 손해(이익 상실 포함, 이에 한정되지는 않음)에 대해서 책임이 있지 않다.

최초 사용 일자: 2022-06-01

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

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

대표 편집인

BLANQUÉ Pascal, *Chairman of Amundi Institute*

편집인

DEFEND Monica, *Head of Amundi Institute*

Amundi Institute 기여자

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

Amundi Investment Insights 기여자

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

개념정립 및 생산책임

BERGER Pia
PONCET Benoit

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*
TONIATO Joao, *Equity Research Strategist*
USARDI Annalisa, *Cross Asset Research Senior Macro Strategist*
VARTANESYAN Sosi, *Senior Sovereign Analyst*

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