

자산배분

확신사항

PHILIPPE ITHURBIDE, Research, Strategy and Analysis 글로벌 헤드

지난 호의 거시경제적 주요내용에서 커다란 변화는 없지만, 다음 추이의 확신사항을 우리의 자산배분에 요인들로 이미 추가했다. 따라서 다음과 같은 몇 가지 주요 사항이 포착되었다.

- 경제성장률은 대부분의 국가에서 견고한 상태를 유지하고 내수소비에 의해 계속 견인되고 있으며, 이제는 (특히 미국과, 유로통화권, 일본에서) 투자와 (주로 아시아에서) 외국무역도 경미한 상승세를 보이고 있다. 우리는 특히 브라질과 러시아(지금까지 상당 시간 동안 우리가 투자비중을 확대한 두 국가)에 면밀하게 주목하고 있다. 지난 달은 우리의 확신사항을 강화시켜 주었다. 이 두 국가는 지난 수개월 동안에 리세션(경제불황)에서 계속 벗어나고 있을 뿐만이 아니라 인플레이션도 안정세로 돌아서고 있어 중앙은행이 경제활동을 더욱 적극적으로 지원할 수 있는 여지를 부여하고 있다.
- 미국 연준은 시장에 금리인상을 다시 한 번 암시하고 있으며, 3월에 금리를 인상시킬 가능성이 가장 크다. 연준은 2017년에 분명 긴축통화정책을 두 번 이행할 가능성이 크며, 금융위기 이후 처음으로 자신의 금리전망 점도표(dot plot)에 부합하게 된다. 이는 금리인상에 가속도가 붙었기 때문이 아니라 단순히 금리인상의 의지를 과감하게 수정했기 때문이다. 하지만 1995년 2월 ~ 1996년 2월 사이(1년 300bp 인상)와 2004년 6월 ~ 2006년 6월 사이(2년 425bp 인상 또는 매6주 25bp 인사)의 통화정책 정상화의 국면에는 크게 미치지 못하는 수준이다.
- 미국의 정치상황은 중점 사안을 유지하고 있으며, 최근 몇 주 동안에는 도널드 트럼프 대통령이 특히 중국 및 일본과 관련하여 공격적인 연사의 수준을 낮춤에 따라 냉정한 사고가 우위를 점하기 시작했다. 미국 대통령은 중국이 환율을 조작한다는 비난을 멈추게 될 것인가? 그렇게 된다면, 이는 한 단계 진전된 상황이 될 것이다. 분명한 사실은, 지난 10여년 이상 동안 USD에 대비한 RMB의 가파른 상승과 실효환율 측면에서 트럼프 대통령의 비판은 타당하지 않음을 보여주고 있다. 중국통화의 (관세부과 공포 가중된 평가절하, 지난 2년 동안 매달 증가된 순자본유출 및 1월에 강화된 자본통제 등이 동반된) 현재 약세는 미국 행정부의 목표와는 반대의 방향으로 흘러가고 있다. 현재로서는 트럼프 대통령이 관세부과 인상 및 국경세 제안을 철회할 가능성이 매우 크다. 우리의 기본 시나리오에서 이를 결코 상정하지 않았기 때문에 이러한 철회는 결코 놀라운 사실은 아니다. 또한 우리는 공공재정을 약화시킬 수 있는 조치를 단행하는 것이 어려울 것이지만 야심적인 인프라 부양책과 감세조치는 이행될 가능성이 크다고 예상하고 있다. 문제는 그 이행 여부가 아니라 이와 관련된 규모이다. 재정조치는 2~3주내에 발표될 것이며, 이는 게임체인저(game changers)가 될 수도 있다. 우리는 특히 법인세가 33%에서 20%로 될 가능성이 크다고 예측한다. 이는 다음과 같은 이유에서 단순한 상징적 조치 이상이 될 것이다. i) 우선 첫 번째로, 미국은 현재 세계에서 법인세가 가장 높은 국가 중의 하나에서 벗어나게 된다. ii) 이러한 조치는 미국 내 기업들의 수익창출을 촉진하고 부양시키는 데에 효과를 주게 된다. iii) 또한 미국에 대한 투자계획을 활성화를 부양시키게 되기 때문이다. 현재의 빠듯한 일자리 시장을 감안할 때, 이러한 조치는 임금 기대감을 분명 끌어올리게 될 것이다. 세금인하는 분명 관세인상보다 분명 대중적일 것이다. 세금인하는 국내성장을 촉진하는 반면에 관세인상은 (이미 하락세의) 세계무역을 더욱 위축시킬 것이고 다른 국가의 보복조치의 리스크를 유발할 수 있다. (RMB 평가절하의 리스크도 동반?)
- 미국에서의 상황은 다소간 안정세를 찾아가고 있는 반면에, 유럽의 실질적인 정치상황을 그려하지 못하다. 추가적인 압박이 부상했으며, 이는 주로 프랑스 대선과 관련되어 있다. 유로통화권 지역에서 다른 선거들도 중요한 사안임에도 불구하고 프랑스는 세계의 이목을 중점적으로 받고 있다. 이탈리아 총선은 올 하반기까지는 치러지지 않을 예정이지만, 이탈리아 유권자는 (“극단주의” 정당을

“경제성장률은 대부분의 국가에서 견고한 상태를 유지하고 내수소비에 의해 계속 견인되고 있다”

“미국 연준은 시장에 금리인상을 다시 한 번 암시하고 있으며, 3월에 금리를 인상시킬 가능성이 가장 크다”

“재정조치는 2~3주내에 발표될 것이며, 이는 충분히 게임체인저가 될 수 있다”

2017년 3월

배척하는 일반적인 의지가 없기 때문에) 그 지지성향을 계속 지속될 것으로 보이고 베페 그릴로의 “파이브스타”당이 (로마와 토리노에서와 같이) 총선에서 승리할 리스크는 다소 높은 상태이다. 하지만 유념할 사항이 있으며 이는 매우 중요한 점이다 - 베페 그릴로 당대표는 공개적으로 반유럽주의를 표방하고 있지만 자신이 설립한 당 안에서도 이 사안에 대한 합의가 도출되고 있지 않다. 마테오 렌치 전총리가 이탈리아 민주당 당대표를 최근에 사임하여 이탈리아 민주당은 당대표 선출을 위한 전당대회를 총선 이전에 소집해야 하며, 이는 총선 이전까지에 불확실성 요인을 하나 더 추가하게 되었다. 다음 가을로 선거가 예정된 독일의 경우, 앙겔라 메르켈 총리가 이끄는 CDU와 마르틴 슈츠(전 유르의회 의장)가 이끄는 SPD이 다른 당들에 크게 앞서고 있으며, 각각 투표의향도 30%의 대등한 수준을 보이고 있다(불과 2개월 전에는 CDU는 30%, SPD는 20% 이었음). 두 당대표 모두가 유럽연합에 우호적이기 때문에 유럽연합에 대한 리스크는 없다. 프랑스에서는 최소한 다음의 세 가지 이유로 인해 양상이 보다 복잡하다. (i) 연합 체계의 완료: 녹색당(야니크 자도)는 사회당(브누아 아몽)에 합류했으며, 중도우파의 민주운동(프랑수아 바이루)은 에마뉘엘 마크롱의 “전진” 운동에 합류했다. (ii) 프랑수아 피용의 후보 완주의 여부가 복잡한 양상을 띠고 있다. (iii) 마린 르 펜(국민전선) 후보가 투표 성향으로 인해 2차 투표에서 가능성은 거의 없지만 예상을 뒤엎고 승리한다고 하더라도, 국민전선이 입법부에 다수당이 될 가능성은 거의 없다. 총선 이후의 정치적 교착상태가 발생하는 경우 가장 큰 리스크가 될 것이다. (“이번 달의 테마”, 페이지 7 참조)

우리는 경미한 조정은 있지만 대체적으로 지난 달에 자세하게 제시한 포트폴리오 포지션 설정을 유지한다.

- 현 시점에서 유럽 주식에 대한 경미한 투자비중확대 포지션이지만, 상기에서 언급된 미국의 재정조치가 발표되는 경우 미국 주식의 반등에 대한 전망을 가진다. 유럽에서 정치적 어려움이 발생하는 경우 달러화가 추가적으로 평가절상될 수 있다는 점을 상기해야 한다. (매크로-헤징에 대한 주장이 무시되지 않아야 함)
- 유럽의 장기금리는 당연히 (유럽을 포함하여 현재 상대적으로 견고한) 경제활동지표와 (경미하게 상승 중인) 인플레이션지표에 좌우되지만, 도널드 트럼프 대통령의 정책 전개상황과 일반적인 유럽 선거(특히 프랑스 대통령선거)에 일차적으로 영향을 받는다. 이 마지막 사인이 주요 요인이며, 관련하여 신중한 포지션을 취할 필요가 있다.
- 국채와 비교하여 주식에 대한 투자비중을 확대한다. 수익성이 회복되고 견고한 경제성장률과 강세의 인플레이션이 호재로 작동하기 때문에 우리는 낙관적인 전망을 점진적으로 회복시키고 있다. 유럽은 결국에는 자체적으로 (유로화, 배당물, 가치평가, 선물 수익성, 배당정책, 손익평형 인플레이션을 하락 등의) 문제를 해결할 수 있을 것이다...
- 국채에 비교하여 회사채(특히 투자등급)에 투자비중을 확대한다. 하지만 미국 기업들의 리레버리징(부채 재확대)를 고려하면 미국 채권은 유럽 채권에 비교하여 금리인상에 더욱 취약하다는 사실에 유념해야 한다.
- 유로통화권 주변국 채권과 반핵심국(주로 프랑스와 네덜란드) 채권에 대한 익스포저를 감소시킨다.
- 미국 재무성증권의 우량한 수준으로 복귀하기를 기다린다. 미국 국채는 특히 캐리 기회 및 신흥국 시장이나 유럽에서 문제가 발생할 때에 대비하는 자연적인 매크로-헤징 특성으로 인해 매력적이다.
- 유럽의 장기채권수익률 급상승에 베팅하지는 않아야 하지만, 최소한 프랑스 대선이 치러질 때까지는 이의 지속적 하락을 기대하지도 않아야 한다.
- 극도로 저평가되어 있고 포트폴리오의 투자비중이 과도하게 낮다고 간주되었던 인플레이션 연계채권을 우리는 그 매크로-헤징 특성을 이유로 2016년 1분기에 투자종목으로 복귀시켰다. 이제 우리는 인플레이션 사이클 및 유가 강세(단기실물채권의 경우)를 포함한 인플레이션 연계채권의 펀더멘털에 그 투자이유가 기반하고 있다.
- 우리는 신흥국 시장으로 점진적인 복귀를 계속하지만, 현지화표시 채권보다는

“프랑스: 가장 큰 리스크는 총선 이후의 정치적 교착상태의 발생”

“유로통화권 주변국 채권과 반핵심국(주로 프랑스와 네덜란드) 채권에 대한 익스포저 감소”

“유럽의 장기채권수익률 급상승에 베팅하지는 않아야 하지만, 최소한 프랑스 대선이 치러질 때까지는 이의 지속적 하락을 기대하지도 않아야 한다”

2017년 3월

경화표시 채권을 여전히 선호한다. 신흥국 시장은 중기적인 가치를 여전히 제공한다. 매력적인 가치평가, 흔히 저평가된 통화, 포트폴리오의 과도한 축소된 투자비중, 자본 유입 증가의 잠재성 등이 우리가 신흥국 시장을 불리시마켓으로 보는 이유이다.

- 우리는 USD에 대한 롱포지션을 고수한다. USD는 연준 정책의 움직임과 향후의 재정조치 발표 모두로 인해 상승할 가능성이 크다.
- 우리는 GDP에 대한 매우 신중한 포지션을 계속 취한다. 브렉시트는 비대칭적 리스크를 부여하고 있으며, 이러한 실질적 또는 공포적 리스크는 가장 자연스럽게 단순하게 통화로 나타날 것이다. 하지만 GBP는 유로통화권에서 혼돈이 발생하는 경우에는 매력적인 매크로-헤징이 된다. 이것이 현재 GBP가 가지는 가장 매력적인 특성이라는 것이 우리의 견해이다.
- 유로화는 평상시보다 더욱 변동성이 큰 수준을 유지할 가능성이 크다. 비유럽주의정당이 당선될 것이라는 공포를 부추기는 여론조사와 프랑스 대신이 유로화를 현저하게 그리고 장기적으로 약화시킬 가능성이 가장 크다.
- 또 다시 SEK와 NOK가 매력적인 옵션이 되고 있다. 이러한 통화들은 비유로화권역 또는 비유럽연합의 통화일 뿐만이 아니라, 해당 국가의 매우(또는 과도하게) 완화적인 통화정책과 더불어서 현재는 통화가 저평가되어 있기 때문이다.
- 또한 우리는 매크로-헤징 전략을 계속 유지한다. 글로벌 지정학적 상황, 미국과 일부 주요 국가(특히 중국) 사이의 외교적 긴장 및 유럽의 정치적 환경으로 인해 일부의 보호전략을 요구되고 있다. 미국 재무성증권 시장, 변동성, USD 현금, 인플레이션 연계채권이 이러한 관점에서 특히 매력적이다. 상황이 실질적으로 파멸의 길로 들어서고 있다고 생각하는 투자자는 금에 대한 일부 롱포지션을 취하는 것이 좋다.

“우리는 USD 롱포지션을 유지한다”

“유로화: 다소 약세로 변동성이 높음”

“현재로서는 SEK와 NOK가 유로화에 대한 우수한 대체투자통화”

이하의 표는 우리의 채권, 주식, 복합자산 포트폴리오에 대한 자산배분을 요약하고 있다.

포트폴리오 유형

> 주식 포트폴리오	> 채권 포트폴리오	> 분산투자된 포트폴리오
<ul style="list-style-type: none"> • 미국 주식과 대비하여 유로통화권 주식 선호 • 유럽 부문: <ul style="list-style-type: none"> - 투자비중확대: 의료부문 - 중립: 부동산투자자산(REITs) - 투자비중축소: 그리스 및 포르투갈 은행 • 미국 부문: <ul style="list-style-type: none"> - 경기관련주, 금융주, 중소형주(내수관련주 플레이)에 투자비중확대 - 글로벌 무역 플레이, 공공기업[전기, 수도, 가스]에 투자비중 축소 • 신흥국 시장: 글로벌하게 신중한 포지션. 신흥국 내부: <ul style="list-style-type: none"> - 투자비중확대: 인도, 페루, 필리핀, 러시아, 멕시코 - 투자비중축소: 대만, 그리스, 터키, 남아공, 한국 - 중립: 중국 • 신흥국 통화에 급격히 하향 조정된 포지션 	<ul style="list-style-type: none"> • 위험자산에 경미한 투자비중축소 • 미국국채의 투자비중축소 • 유로 크레딧 감소에서 투자비중확대 포지션 • 미국 크레딧에서 투자비중확대 포지션 • 유럽 금융주에 롱포지션 (하지만 선별적 접근 유지) • 듀레이션: 글로벌적으로 중립에서 숏듀레이션으로, 단 마이너스 수익률 부문에 숏바이어스 • USD, GBP, JPY에 숏듀레이션 • 미국과 유로통화권의 실질채권에 롱포지션 • 신흥국 채권: <ul style="list-style-type: none"> - 경화표시의 채권 선호 (USD에 롱포지션) - 현지화표시 채권 상품에 현저한 투자비중축소 • EUR 및 JPY에 비교하여 USD에 롱포지션 • 원자재수출의 신흥국 통화에 거의 롱포지션을 취하지 않음 	<ul style="list-style-type: none"> • “가치” 요인과 유럽 금융채권에 롱포지션 • 일본 주식에 대해 전반적인 긍정적 포지션 (JPY 환헤지 지속) • 신흥국 통화, 신흥국 채권 (및 신흥국 주식)에 롱포지션 거의 취하지 않음 • 경화표시 신흥국 채권에 현저한 선호도 • 유로통화권 핵심국에 대비하여 주변국 채권에 투자비중확대 유지 • 미국국채에 대한 롱포지션(캐리 및 매크로-헤징 목적) 유지 • 회사채: HY와 IG에 긍정적, 특히 미국에서 • 손익평형 인플레이션에 긍정적 견해 (모든 지역)

자산배분

이번 달의 토픽

프랑스 대통령선거:
상황 검토 및
현안 분석

PHILIPPE ITHURBIDE, Research, Strategy and Analysis 글로벌 헤드

프랑스 선거는 현재 추세를 나타내는 상징성으로 인해 금융시장에 대한 주요한 우려사안이다. 유로화권역 핵심국가)에서 극우(또는 주변국에서는 극단적인 좌파) 정당의 부상, 제도권 거부 증가, 보호주의의 유혹, 유럽 및/또는 유럽기구에 대한 반감, 불평등성에 대한 투쟁, 부가된 가치의 공유에 대한 논쟁(직원 vs. 주주) 등이 대표적인 현재의 추세에 해당된다. 반유럽 후보나 (마린 르 펜 후보나 장 퓌켈 후보가 공약한 것처럼) 유럽개혁의 추진 및 실패 시 유럽연합탈퇴를 추진하겠다는 후보의 당선은 영국의 브렉시트와 미국의 도널드 트럼프 대통령 당선에 연장선이라고 표심에서는 인지되고 있다.

이는 우리의 중심 시나리오는 전혀 아니지만, 리스크프리미엄(독일에 대비한 스프레드, 변동성, 신용파산스왑(CDS)..)이 선거 결과가 나올 때까지 높게 유지되는 것은 정당해 보인다. 브렉시트 국민투표와 미국 대통령선거는 단일투표로 결정되었다는 중요한 사실을 상기해야 한다. 즉 1차투표에서 다수를 얻은 진영이 승리했다. 하지만 프랑스 선거에는 2차(결선)투표제가 있어서 그 결과가 상이하게 뒤바뀔 가능성이 크다. 1차투표의 최고득표 후보자가 2차투표에서도 승리한다는 보장은 없다. 후보자 사이의 합종연횡과 지지선언이 항상 결과를 좌지우지하게 된다. 본 토픽 분석의 목적 중의 하나는 이러한 내용을 자세히 설명하고 관련된 시나리오를 제시하는 것이다.

프랑스 4번의 선거일:

- 대통령 선거 (2017년 4월 23일 일요일 및 5월 7일 일요일)
- 577명의 의원을 선출하는 총선 (6월 11일 일요일 및 6월 18일 일요일)

프랑스 대통령 선거 후보자

현재 50명 이상이, 심각하거나 다소 “황당한” 이유로, 대통령 선거에 출마를 원하고 있다. 하지만 입후보의 과정은 단순하지 않으며, 필수적인 추천인을 확보해야 한다. 후보자 등록을 위해서는 30개 이상의 각종 의회/자치단체장에서 선출직 공직자(자치단체장, 지방의회 의원, 유럽의회 의원, 프랑스의회 의원 등) 500인 이상의 서명을 받아야 한다(각 의회/자치단체장별로 최대 50명(총 추천의 최대 10%)의 서명 허용). 선출직 공직자만이 예비후보자를 지지할 수 있다. 즉 시장(주: 프랑스에는 36,000개의 행정구역 존재), 부시장, 상원의원, 유럽의회 의원, 지역의회 의원, 지방의회 의원, 코르시카 자치의회 의원, 해외령 의회 의원 등이 이에 해당된다. 총 47,000명 이상이 잠재적으로 추천인이 될 수 있다. 500명의 지지자 목록은 3월 17일 오후 6:00 이전까지 제출되어야 한다. 일반적으로 각 대통령 선거에서 불과 10여명만이 공식후보가 된다. 일부는 필수적인 추천인을 확보하지 못하고, 일부는 당선 가능성이 자신보다 높은 후보의 지지를 선언하고 출마를 포기한다.

공식적으로 출마를 선언한 다양한 인물 중에서, 이러한 추천인을 확보하고 500명의 지지자 서명을 제출했다. 3월 14일 현재까지의 공식 후보자는 다음과 같다. (알파벳 순)

나탈리 아르토, “노동자투쟁당(Lutte Ouvrière)”의 공식 후보, 극좌파 (2012년 대통령선거 1차투표에서 0.56%의 득표율), 46세.

핵심요약사항

프랑스 선거는 현재 추세를 나타내는 상징성으로 인해 금융시장에 대한 주요한 우려사안이다. 유로화권역 핵심국가)에서 극우(또는 주변국에서는 극단적인 좌파) 정당의 부상, 제도권 거부 증가, 보호주의의 유혹, 유럽 및/또는 유럽기구에 대한 반감, 불평등성에 대한 투쟁, 부가된 가치의 공유에 대한 논쟁(직원 vs. 주주) 등이 대표적인 현재의 추세에 해당된다...

반유럽주의 후보나 유럽연합을 개혁하지 못하는 탈퇴하겠다는 후보의 당선을 상정할 수 있다는 사실 자체가 금융시장에 불확실성, 변동성, 충격(유로화 약세, 독일에 대비한 금리 스프레드 상승, 신용파산스왑(CDS) 수준의 증가)을 만들어 낼 가능성이 크다. 유럽연합 탈퇴는 복잡하며 프렉시트는 유럽체제에 커다란 손상(파괴)을 줄 수 있다. 이것은 우리의 시나리오가 아니다. 하지만 선거 결과가 나올 때 까지는 이와 관련된 압박이 사라질 가능성은 실질적으로 0이다.



프랑스 선거는 현재 추세를 나타내는 상징성으로 인해 금융시장에 대한 주요한 우려사안이다



2017년 3월

프랑수아 아셀리노, 인민공화국연맹당(Populaire Républicaine: UPR)의 창립자, 재정부의 경제정보처 대표단장 (2004년~2006년), 59세.

니콜라 뒤퐁애냥, “프랑스 부상(Debout La France)” 정당의 후보 (2012년 대통령선거 1차투표에서 1.79%의 득표율), 55세.

프랑수아 피용, “공화당(Les Républicains)”의 공식 후보, 전 총리 (2007-2012), 전 고등교육연구부 장관, 전 정보기술우체부 장관, 전 사회복지부 장관, 전 교육부 장관 (자크 시락 대통령 및 니콜라스 사르코지 대통령 집권 하에서), 62세.

브누아 아몽, “사회당(Socialist Party)”의 공식 후보, 전 사회적 경제 및 연대 담당 장관, 전 교육부 장관 (프랑수아 올랑드 집권 하에서), 49세.

마린 르 펜, “국민전선(Front National)”의 후보 (2012년 대통령선거 1차투표에서 17.90%의 득표율), 극우, 48세.

에마뉼엘 마크롱, “진전(En Marche!)” 운동, 프랑수아 올랑드의 전 경제부 장관, 38세.

장 뢰 멜랑송, 최근 “불굴의 프랑스(France insoumise)” 운동에 합류한 “좌파당(The left party)”의 당대표, ((2012년 대통령선거 1차투표에서 11.1%의 득표율로 4위 차지), 리오넬 조스팽 총리 하의 전 전문교육관련 장관, 65 세.

총 5명의 후보만이 대통령선거의 1차 투표에서 10% 이상을 득표할 가능성이 크다. 마린 르 펜, 프랑수아 피용은 우파이며, 브누아 아몽, 에마뉼엘 마크롱, 장 뢰 멜랑송은 좌파이다.

우익 정당의 경우, 프랑수아 피용(현재 완주 여부가 불확실)과 마린 르 펜은 유럽, 보호주의, 이주정책뿐만이 아니라 수 많은 사안에서 공통점이 없으며, 2차투표에서 어떠한 동맹도 불가능하다.

좌익 정당의 경우에는 더욱 복잡하다. 위의 3명의 후보에 급진 좌익 정당의 다른 두 후보까지, 정치지형상 가장 분열된 모습을 보여주고 있다. 하지만, 세 명의 주요 좌파 후보자는 상대적으로 전통적인 정치적 분파를 대변하고 있다.

- “빅뱅”의 지지자, 극좌파로 대표되며 급진적 변화를 주창한다 이러한 빅뱅은 장 뢰 멜랑송이 대표적이며, 필립 푸투와 나탈리 아르토와 같은 다른 후보들도 여기에 해당된다.
- 복지국가 주창자, 관련된 시책들은 결국에는 주요한 재정적/예산적 균형에 매우 빠르게 부담을 주게 된다. 프랑수아 미테랑과 프랑스와 올랑드의 분명히 정치적 초석이 되었으며, 2017년 대통령선거에도 브누아 아몽의 중점적 공약이다.
- 기업과 정부 모두에 대한 경쟁성의 지지자. 이러한 추세는 항상 존재해 왔지만, 수십 년 동안 항상 소수에 불과했다. 현재 이를 대변하는 후보는 에마뉼엘 마크롱이며, “시장은 가능한 만큼, 국가는 필요한 만큼”이라는 적절한 구호로 1959년 지적인 전환을 이루었던 독일의 SPD당을 상기시켜 준다. 하지만 사회당의 역할에 있어서 더욱 명확한 좌향좌를 원하는 다수의 좌익 유권자들은 이러한 정치적 지향성으로 인지하고 있지 않으며, 일부의 관점으로는 프랑수아 피용 보수우익의 정치적 지향성에 근접한 것으로 간주하고 있다. 또한 에마뉼엘 마크롱은 토니 블레어(노동당 출신의 전 영국총리)를 상기시켜 주기도 한다. 토니 블레어 전 영국총리는 “경제는 좌도 우도 아니며... 그냥 작동하지 않는 것과 그렇지 않는 것만이 있을 뿐이다”라고 간주하는 경향이 있었다.

이러한 정치적 계파 사이의 분열과 더불어서 유럽의 전국단위 선거(네덜란드, 이탈리아, 프랑스, 독일)가 당면한 과제는 유럽통합의 지속가능성에 귀결된다는 사실을 명확히 파악해야 한다. 프랑스 대통령선거의 모든 후보자들 중에서 마린 르 펜(국민전선, 프랑스 정치지평에서 극우로 분류)과 장 뢰 멜랑송(“불굴의 프랑스((France Insoumise),” 정치 스펙트럼에서 극좌파에 근접)은 공개적으로 유럽, 보다 정확히는 현재 조직된 방식의 유럽기관에 적대적이다. 두 후보자는 유럽연합을 변화시키는 것이



후보자 등록을 위해서는 30개 이상의 각종 의회/자치단체장에서 선출직 공직자 500인 이상의 서명을 받아야 한다 500명의 지지자 목록은 3월 17일 이전까지 제출되어야 한다



우익-좌익: 지대한 (심지어는 연합될 수 없는) 좌우익 내부의 분파성



2017년 3월

불가능하다면 탈퇴를 고려해야 한다고 주장하고 있다. 다른 후보들의 경우, 프랑수아 피용(공화당, 보수우파)과 브누아 아몽(사회당, “정통” 좌파)은 공개적으로 친유럽 정당의 출신이거나 자신이 기반한 정치운동이 유럽연합 참여의 의지에 기반(에마뉼엘 마크롱, “전진(En Marche)”, 프랑수아 바이루(민주운동(MODEM)이 합류한 중도좌파와 중도우파 운동의 연합체)하고 있다. 유로통화 회의주의/반유럽주의 두 정당(모두 빅뱅 시나리오를 지지)은 현재 투표 의향도 40%(마린 르 펜은 30%에 약간 미치지 못함, 장 퓌켈펠트는 10%를 약간 상회)을 받고 있지만, 이들이 선거 동맹을 이루는 것은 전적으로 불가능하다.

현재의 여론조사와 관련하여, 장 퓌켈펠트가 유럽에 부여하는 리스크는 마린 르 펜이 가져올 리스크에 비해서 크게 낮지만, 우리는 이러한 리스크 시나리오를 전혀 신뢰하지 않는다. 하지만, 국민전선 정당(마린 르 펜)의 직권은 프렉시트(프랑스의 유럽연합 탈퇴)를 현실화시킬 수 있음은 확실하다. 마린 르 펜 후보는 실제로 유럽연합의 개혁을 시도하고 이를 실현하지 않으면 유럽연합의 탈퇴를 고려할 수 있음을 주요 공약으로 제시하고 있다. 실제로 프랑스가 취임 후 6개월 동안에 유럽연합의 경제정책과 이주정책에서 변화를 추구하지 못한다면... 공약한 대로 유럽연합 탈퇴에 대한 국민투표를 진행할 것이라고 선언했다. 여기에 한 가지의 의문이 제기된다. 프랑스 국민들은 프랑스의 유럽연합 탈퇴할 준비가 되었는가? 실제로 이를 확신할 수는 없지만, 이러한 리스크(“프렉시트”)가 유럽 및 보다 구체적으로는 유로화권역(EMU)에 계속해서 영향을 줄 것이 확실하다. 즉 유로화의 허약성, 독일국채에 대비하여 주변국 국채(프랑스 국채도 포함) 스프레드(가산금리)의 상승 등이 주요 결과로 나타날 것으로 예상된다. 우리는 프랑스의 유럽연합과 유로화권역 탈퇴 및 마린 르 펜의 대통령 당선 시나리오가 현실화될 것으로 믿지는 않는다. 독일의 경우, 앙겔라 메르켈 총리와 마르틴 슈츠(전 유럽의회 의장) 모두가 프랑스 대통령 당선 가능성이 현재로써는 가장 큰 에마뉼엘 마크롱과 프랑수아 피용과 두 후보들과 같이 유럽연합의 지지자이다. 하지만 이러한 시나리오(프랑스-독일 축의 강화)가 현실화되기까지 금융시장은 다음과 같은 세 가지의 심각한 상황에 당면해야 할 것이다.

- 첫 번째로, 대통령 1차선거에서 극우 정당이 선두로 부상하는 예측에 대처해야만 한다. 본 보고서가 작성된 시점을 기준으로 설문조사(조사기관: Opinion Way, 2017년 3월 14일)에 따르면, 마린 르 펜 후보(27%)는 에마뉼엘 마크롱 후보(“전진(En Marche)!” 운동, 중도 좌파, 24%), 프랑수와 필롱(보수 우파, 20%), 브누아 아몽(사회당, 14%), 장 퓌켈펠트(좌파, 13%) 보다 앞서고 있는 것으로 나타났다.
- 그 후에는, 현재의 여론조사에 따르면, 대통령선거 2차투표의 합종연횡과 지지선언의 전략들을 통해 마린 르 펜을 대통령선거에서 탈락시킬 것이다... 프랑스 유권자들은 합종연횡/지지선언을 통해 우익 성향임에도 결선에서 좌익 후보자에게 투표하거나 좌익 성향임에도 결선에서 우익 후보자에게 투표하기 때문에, 여태까지 총선, 지역 선거, 지방자치단체 선거에서 최종 투표에서 극우/극좌의 후보를 낙선시켜 왔다는 사실을 상기할 필요가 있다... 프랑스 선거에서는 1차투표에서 열정으로, 2차투표는 이성으로 한다고 말해지고 있다. 마린 르 펜은 에마뉼엘 마크롱(40% vs. 60%)과 프랑수아 피용(43% vs. 57%)에 그 누구에게도 패배할 것으로 보이며, 이러한 차이는 통계적으로 의한 유의한 수준이다.
- 마지막으로, 새롭게 당선된 대통령(에마뉼엘 마크롱(현재 지지율 선두) 또는 프랑수아 피용이 될 것으로 예상됨)이 대통령 소속정당이 입법의회에서 다수당이 되도록 유권자의 지지를 확보해야지만 안정적인 정부를 구성할 수 있다. 이 두 후보는 분명 친유럽적인 성향을 가지고 있으며, 선거에서 당선은 강력한 프랑스-독일 축의 부상과 개혁 수행의 역량을 갖춘 정부를 의미한다. 프랑수아 피용 후보는 자신의 모든 진영(우익 진영)에서 지지를 누릴 것이지만, 사회주의적 유권자로부터 일종의 “이단자”로 간주되고 있는 에마뉼엘 마크롱 후보의 경우에는 실질적으로 그렇지 않을 것으로 보인다. 에마뉼엘 마크롱은 중도주의자로 지난 3차례의 대통령선거에 출마했던 프랑수아 바이루(2002년, 2007년(1차투표에서 거의 19%의 득표율로 3위 차지), 2012년)의 민주운동(MODEM)과 연합했기 때문에 현재 중도주의자로 인식되고 있다. 에마뉼엘 마크롱이 당선되는 경우에는 유사한 정치성향의 정당의 지지를 받지 못하는 대통령이 될 수도 있으며, 더욱 복잡하게 될 것이다. 이러한

“ 유로통화 회의주의/ 반유럽주의 두 정당은 현재 투표 의향도 40%를 받고 있다 ”

“ 독일의 앙겔라 메르켈 총리와 마르틴 슈츠 모두가 친유럽파이며, 프랑스의 에마뉼엘 마크롱과 프랑수아 피용도 역시 친유럽파이다 ”

“ 유권자의 2명 중 1명이 여전히 지지자를 바꿀 마음이 있다 ”

2017년 3월

상황에서 마린 르 펜과 에마뉘엘 마크롱(사회주의 대표자들의 대규모 비조건적 지지는 배제) 이 결선투표에 진출한 가능성이 매우 크며, 브누아 아몽이 결선투표 진출도 상당히 높고 에마뉘엘 마크롱이 최후까지 남을 가능성도 무시할 수는 없다. 궁극적으로 이와 관련된 리스크는 프랑스가 정치적 교착상태로 되는 것이다.

여론조사에 대해서는 어떻게 생각해야 할까? 여론조사는 정말 불가피하지만... 미덥지는 못한 것일까? 반드시 알아야 할 몇 가지의 독해 방식

영국의 국민투표와 더욱 심하게는 도널드 트럼프의 미국대통령 당선에 이후로 여론조사와 여론조사기관을 비판하는 것이 일상이 되어 버렸다. 일부에서는 여론조사의 신뢰성을 거부하고 다른 이들은 여론조사의 신뢰성에 대해서만 말한다. 여론조사를 어떻게 평가할 수 있을까?

여론조사의 결과를 살펴 볼 때에, 우선은 사용된 **조사방법**을 확인해야 한다.

선택된 **표본**이 성별, 연령, 사회직업적 범주, 지리적 상황을 바탕으로 인구 전체를 대표해야만 한다... 표본의 크기가 클 수록 신뢰수준이 높아지며, 그 반대도 마찬가지 이다. **오차범위**도 중요한 기준이다. 표본의 크기가 작을 수록 오차범위가 커진다. 즉 오차범위가 1.5%인 상황에서 두 후보의 지지도의 차이가 1%인 경우에, 이러한 통계적 오차범위로 인해서 실제적인 차이는 0이다. 그러므로, 1,500 명의 유권자 표본에서 여론조사의 10%의 투표의향도는 실제로는 8.5%~11.5%를 의미하며, 30%의 의 투표의향도는 27.7%~32.3% 사이가 된다. 이러한 사실은 여론조사가 발표한 지지도 차이의 신뢰성을 크게 저해한다. 즉, 일부 여론조사에서 발표된 프랑수아 피용과 에마뉘엘 마크롱의 차이는 유의하지 않다. 즉 어느 누가 당선되더라도 해당 여론조사의 신뢰성이 없다고 결코 말할 수 없다. 여론조사의 조사시기도 역시 핵심적인 요인이다. 페넬로페이트(Penelopegate: 역자 주, 피용 후보가 아내를 의원보좌관으로 고용하여 단기간의 업무에 약 백만 유로를 급여로 지급한 사건) 이후에 투표의향도는 급격히 하락했지만 곧 회복되었으며, 마크롱 후보에 대한 투표의향도는 바이루 후보와의 연합을 합의한 이후에 (경미한) 상승세를 보였다. 강력하거나 이목을 끌지 많이 끌지 않는 사건들도 여론조사에 영향을 준다. 여론조사의 결과를 즉석 사진과 같이 간주하기 보다는 그 변화내용을 살펴보는 것이 합리적이다. 또한 여러 여론조사를 서로 비교하는 것은 의미가 거의 없고 각 여론 조사기관의 자료에 대한 변화내용에 주목하는 것이 더욱 적절하다.

“ 오차범위가 1.5%인 상황에서 두 후보의 지지도의 차이가 1%인 경우에, 이러한 통계적 오차범위로 인해서 실제적인 차이는 0이다 ”

확신 지지층(security of voting)도 핵심적인 기준이기 때문에, 이러한 요인도 고려되어야 한다. 확신 지지층을 간단히 말하면 응답자 중에서 자신의 선택을 확신하는 비율을 말한다. 일반적으로 일부 후보자들의 경우에는 지지층 기반이 애매하며, 선거기간이 길수록 확신 지지층의 수가 줄어들게 된다. 하지만 후보자들 사이에 중요한 차이점이 이미 파악될 수 있다. 예를 들면, 장 뤽 멜랑송 후보의 잠재적 지지자의 52%가 최근에 지지후보를 바꾸었다고 인정했으며, 브누아 아몽 후보도 비슷한 수치를 보이고 있다. 에마뉘엘 마크롱 후보의 경우에는 이 수치는 더욱 큰 58%에 이른다. 마린 르 펜(23%)과 프랑수아 피용(28%) 두 후보만이 견고한 지지층 기반을 확보하고 있다. 즉, 마린 르 펜과 프랑수아 피용의 투표의향도 비율이 떨어질 리스크는 거의 없는(단 급작스러운 부정적 사건이 발생하는 경우는 제외) 반면에, 에마뉘엘 마크롱의 투표의향도는 이론적으로는 더 큰 리스크를 가지게 된다. 이것이 투표의향도 확장성이나 확신 투표층 증가의 전조를 구성하는 것은 아니지만... 이미 정확하게 현실화되고 있다. **당선 확신, 대세 편승, 후보자 호감도/비호감도**과 같은 다른 기준도 부동산이나 무당파표에 투표 최후의 순간에 영향을 줄 수 있다. 여론조사에 의하면 프랑스 국민의 28%가 마린 르 펜 후보가 “대통령에 걸맞은 인물”이라고 간주하는 반면에, 에마뉘엘 마크롱 후보에 대한 수치는 45%에 이른다.

결론

프랑스 선거는 유로통화권에 대한 공포를 재부각시키지만, 이러한 공포는 대체적으로 과장된 것으로 보인다. 선거 이후에 독일국채에 대비한 스프레드 증가와 국가 신용파산스왑(CDS)에 베팅한다. 반면에 (프랑스와 다른 주변국가에 부정적 바이어스를 가지면서) 관망적 태도를 유지하는 것이 여전히 최선의 전략으로 보인다.

“ 프랑스 선거는 유로통화권에 대한 공포를 재부각시키지만, 이러한 공포는 과장된 것으로 보인다 ”

2017년 3월

자산배분

요약표

자산배분: 멀티클래스 전망 및 투자확신								
	1개월 변화	---	--	-	0	+	++	+++
주식/국채	→						□	
회사채/국채	→						□	
주식/회사채	→					□		
듀레이션	→				□			
회사채	→					□		
석유	→					□		
금	→				□			
현금 EUR	→			□				
현금 USD	→					□		

자산배분: 주요 자산종목별 상대적 전망 및 투자확신									
		1개월 변화	---	--	-	0	+	++	+++
주식	미국 주식	→							
	일본 주식	→				□			
	유로 주식	→					□		
	영국 주식	→				□			
	일본 제외 태평양 지역	↘				□			
	신흥국 주식	→				□			
국채	미국 국채, 단기	→			□				
	미국 국채, 장기	→			□				
	유로 핵심 국채, 단기	→				□			
	유로 핵심국, 장기	→				□			
	유로 주변국 국채	→				□			
	영국 국채	→				□			
회사채	미국 IG	→					□		
	미국 HY	→					□		
	유로 IG	→					□		
	유로 HY	→					□		
	신흥국 경화표시 채권	→				□			
	신흥국 현지화표시 채권	→				□			
외환	USD	→					□		
	EUR	→					□		
	JPY	→					□		
	GBP	→					□		

상기 표는 6~12개월 투자기간을 나타낸다. 관련 변화는 우리 투자위원회의 최근 회의에서 언급된 전망을 반영하고 있다. 각종 행은 각 주요 자산종목에 대한 상대적 전망을, 외환과 원자재에 대한 절대적 전망을 제공한다. 자산종목에 대한 전망, 전망변화, 견해는 기대 방향(+/-)과 투자확신의 강도(+//+/++)를 반영하고 있다. 이는 포트폴리오 구축과 관련한 제약요인 및 고려사항과 관련 독립적이다.

매크로-헤징 전략

	1개월 변화	0	+	++	+++	
미국 장기 재무성증권	→		□			경제적 리스크는 낮아지고 있으며, 경제지표는 미국, 아시아, 유럽에서 다소 고무적이다. 프랑스의 선행지표는 양호세이지만, 정치적 리스크가 계속되고 있다. 연준은 3월에 통화정책을 긴축할 것으로 대체적으로 예상되고 있으며, 금리인상 속도의 실질적 변화에 전조가 되지는 않을 것으로 보인다. 성장률에 대한 리스크를 추가적으로 완화시키기 위한 미국의 법인세 인하가 예상된다. 미국 재무성증권, 미국 달러화 (및 GBP, NOK, SEK)는 유럽의 정치적 리스크와 잠재적인 유로권역의 어려움 발생에 대비하는 우수한 대체제로 보인다.
독일 장기국채	→	□				
장기 USD	→		□			
장기 JPY	→	□				
장기 변동성	→		□			
장기 현금 USD	→		□			
장기 금	→		□			
장기 미국 물가연동채권	→		□			

상기 표는 1-3개월 단기투자 기간을 나타낸다. 관련 변화(제2열)는 우리 투자위원회의 최근 회의에서 언급된 전망을 반영하고 있다. 각 열은 리스크회피 및 매크로-헤징 전략을 표시한다. 이는 자산배분 표와 연관되어 파악되어야 한다. 자산배분의 측면에서 부정적 전망이 헤징으로 이어지지는 않는다. 일시적인 부정적 전망(단기적으로는 부정적이지만 중기적으로는 긍정적)이 우리의 장기 전망에 영향을 주지 않으면서 포트폴리오를 보호하도록 유도할 수도 있다. 전략의 적용은 포지션 (+)으로 표시되며, 포지션의 규모는 등급별 규모(+//+/++)로 표시된다. 이러한 전략은 보호 대상의 초기 포트폴리오 구축과 관련한 제약요인 및 고려사항과 관련하여 독립적이다. 이는 오버레이 포지션이다.

리스크요인

PHILIPPE ITHURBIDE, Research, Strategy and Analysis 글로벌 헤드

아래의 표는 배경된 확률과 더불어 17가지 리스크요인을 제시하고 있다. 또한 가장 신뢰성 높은 시장 영향을 설명하고 있다.

[리스크 1] 미국 정책조합(폴리시믹스)의 현격한 변화 가능성

[확률] 75%

분석 도널드 트럼프의 대통령 당선은 분명 미국의 철학에 있어서 커다란 변화를 대변한다. 신임 대통령의 언급에 따르면, 미국의 철학은 “세계의 경찰”이라기 보다 미국 우선주의의 논리에 의해 결정되어야 한다는 것이다. 이러한 주된 어조의 변환과 더불어서, 문제는 이제 경제정책이, 특히 재정정책과 조세정책을 통해, 크게 변경될 지의 여부이다. 이러한 변화에 따라 통화정책은 어떻게 될 것인가? 이러한 사안은 매우 핵심적인 질문들이다. 감세와 인프라 투자의 부양이 계획되어 있다는 사실은 잘 알려져 있으며, 따라서 예산적자의 수준이 매우 높아질 수 있고 이는 장기금리, 공공부채, 그리고 통화정책에까지 일반적으로 영향을 줄 수도 있다. 또한 미국의 의회는 이와 관련된 사안들에 관련하여 (공화당 의원인 경우에도) 무조건적으로 신임대통령을 지지하지는 않을 것이다. 왜냐하면, 의회는 큰 폭의 예산적자를 선호하지 않기 때문이다. 그러나 선거공약과 비교하여 그 변화가 중간 정도의 수준에 머무른다고 하더라도, 이에 따라 유의미한 수준의 변화가 없을 것이라고 단언하는 것은 실수가 될 수 있다. 법인세 인하와 같은 일부의 공약들은 채택되는 경우 진정한 “게임체인저(game changers)”가 될 것이다. 법인세 인하가 상당한 수준으로 이루어지는 경우, 그 영향은 미국 국내에서 수익의 재개 및 투자계획이 이루어지는 등 많은 분야에서 영향을 받을 것이다. 이와 관련된 사안의 전개과정은 면밀하게 모니터링되어야 한다.

시장 영향 도널드 트럼프의 대통령당선은 미국의 국제적 역할, 나토, 교역협정, 기후협정, 이민억제정책, 교역정책, 보호주의, 증권세 부과 등의 여러 가지 면에서 불확실성을 가져왔다. (미국 의회에서 승인되는 경우) 도널드 트럼프 행정부의 향후 조치들은 금융시장에 추가적인 리스크(특히 미국 달러화, 주변 변동성 및 장기금리)를 부과한다. 연준과의 잠재적 갈등도 채권시장(fixed-income markets)을 동요시키고 있다. 적자폭 확대, 과잉의 성장, 달러화 강제 재현, 인플레이션 기대감 재부상으로 이어지는 경제정책의 전면적 전환이 가지는 리스크는 현 단계에서 미미하지만은 않다. 의회와의 협상이 면밀하게 주목되어야 할 필요가 있다.

[리스크 2] 이탈리아: 다음 수순은 “이탈렉시트”에 대한 국민투표?

[확률] 15%

분석 관료중심적 정부의 구성(파올로 겐틸로니 총리대행)과 유럽중앙은행의 자산매입프로그램의 연장은 이탈리아 금융시장에 안정감을 주었지만, 총선의 상황으로 진입함에 따라서 이제 선거법의 개정 문제가 부상하게 되었다. 원래는 2018년 2월로 계획되어 있었던 총선이 조기에 실시(2017년 하반기?)됨에 따라서, 금융시장은 한편으로는 “포폴리스트” 정당이 정권을 차지할 수도 있다는 점과 다른 한편으로는 유럽연합 탈퇴여부의 국민투표(“이탈렉시트”)로 이어질 수 있다는 점에 대해서 우려하고 있다. 포폴리즘(제도권 거부, 전통적인 정당 거부, 보호주의 부상, 글로벌화 반대, 불평등 증가에 대한 반감, 중앙집권화 거부, 사회제도개혁에 대한 반감 등과 동의어로 사용)의 부상은 이탈리아에서는 이미 현실이 되었다. 지난 5년 동안의 정치적 안정기 이후에 주된 변화의 리스크가 존재한다. 이러한 시나리오는 최악의 시나리오가 될 것이며, 처음에는 정치적 불안정성/위기로 이어지고 분명 개혁 중단으로 귀결된다. 하지만 「파이브스타」 운동은 반유리적이기 보다는 기존 제도권에 반대한다는 사실을 상기해야 한다. 그렇다 하더라도, 이탈리아 국민들은 유럽의 국가 중에서 유로화에 대한 열의가 가장 낮다. 즉, 이탈리아의 유럽연합에 대한 국민투표가 시행된다면 수 많은 불확실성을 가져오게 될 것이다.

시장 영향 조기 총선의 전망은 정치적 불안정성의 국면을 유발할 것이다. 이는 경제성장의 측면에서 뒤쳐져 있는 이탈리아 국가 전체에 좋지 않은 뉴스이다. (특히 “비교대상” 시장인 스페인과 대비되는 경우에 그러하다) 하지만, 이탈리아 채권은 최근에 유럽중앙은행의 양적완화를 통해 보호되고 있으며, 이는 (수익률과 스프레드를 모색하는) 투자자의 투자도피를 방지하는 데에 도움을 주고 있다. “이탈렉시트”에 대한 (현재로서는 여전히 위헌으로 간주되고 있는) 국민투표가 실시되는 경우, 이탈리아 채권시장은 개별리스크를 가지게 되며 금리스프레드는 이탈리아 리스크의 “재평가(repricing)”로 인해 더욱 악화될 것이다. 정치적 불안정성은 이탈리아 주식시장과 금리시장도 크게 약화시킬 수 있다.

[리스크 3] 연준 의도의 곡해... 또는 연준의 오판

[확률] 30%

분석 도널드 트럼프의 대통령당선으로 인해 일정 정도의 불확실성이 발생했다. 트럼프 신임대통령이 2018년에 재닛 옐런 연준의장의 두 번째 임기를 연장시킬 것 같지 않으며, 그가 현재의 통화정책이 “현 상황 안주(complacency)”라고 비판했다는 사실도 알려져 있다. 공화당 의원들도 최근에 연준 의장, 특히 규제와 관련된 연준 의장의 입장과 관련하여 반감을 표현했다. 규제 감소는 도널드 트럼프 대통령의 우선순위 중의 하나였기 때문이다. 하지만 금리와 관련하여 미국 대통령의 메시지를 이해하는 것은 어렵다. 어떻게 강력한 경제성장, 달러 약세 및 보다 제약적인 통화정책을 동시에 성취할 수 있을까? 연준의 의도 및 결정에 대한 곡해는 이미 주된 리스크요인이었다. 대통령선거 이후로 상황은 더욱 악화되었다. GDP 성장률 약 2%, 인플레이션 2% 근접, 완전고용의 상황에서 연방기금금리는 정상적인 통화정책 사이클에서는 현재보다 훨씬 높아야 한다. 연준의 통화정책은 기술적으로 “대응이 늦다(뒤통을 치고 있다)”. 1945년 이후 미국경제에서 긴축통화정책 사이클을 시작한 후 2년 이내에 리세션(불황)이 왔던 경우가 전체 사례의 절반(12번 중에 여섯 번)이었다는 사실을 감안하는

리스크요인

경우 더욱 그러하다 연준이 너무 빠르게, 특히 너무 강력하게 움직이는 경우에 시장이 두려워할 사안임에 분명하다. 현재까지 연준은 신중한 포지션을 유지하고 있다. 여태까지 경제성장률 수준과 경기 사이클이 유의한 금리 인상을 보장할 수 없었고, 지난 8년간 시행해 온 극단적인 완화적 통화정책의 정상화가 더욱 중요하다는 것이 잘 인지되고 있다. 연준의 경우 달러화의 실효환율이 평가 절상되지 않도록 모색하고 있다(연준의 모델에 따르면, 달러화의 실질실효환율 10% 평가절상은 긴축통화정책 상의 175bp에 상응하는 것으로 나타났다). 인플레이션 지표는 이제 연준의 목표 수치에 접근했으며, 연준은 2017년에 두 차례 금리를 인상시킬 것으로 예상된다. 하지만 이와 관련하여 주의해야 할 사항이 있다. 연준은 소통과 관련된 어떠한 실수도 피해야만 한다. 왜냐하면 금리 인상이 너무 빠르게 이루어지거나 이에 대한 건전한 근거가 없거나 또는 주요한 놀라운 사안이 포함되는 경우, 금융시장이 나쁘게 반응할 수 있기 때문이다.

시장 영향 만약 연준이 흔들릴 경우에, 주식시장의 급격한 하향반전과 이미 약세를 보이고 있는 신흥국으로 확산이 예상될 수 있다. 이러한 상황이 발생하는 경우에는 즉 유럽과 미국 사이의 스프레드와 금리의 격차가 벌어지고 유로화의 추가적인 약세가 나타날 수 있으므로, 유럽 위험자산에 우호적인 두 가지 요인이 될 수 있다.

[리스크 4] 중국경제의 “경착륙” / 신용거품 붕괴

[확률] 20%

분석 중국의 경제성장모델은 지난 10년 동안 변경되어 왔다. 경제성장은 과거와 같은 수출주도형이 아니며, 내수수요가 경제성장의 주요 동인이 되었다. 이러한 경제모델 변화와 더불어서 과도한 대출, 부채의 폭발적 증가, 산업 경쟁력의 약화, 생산성 향상 실패 등과 같은 일부 부작용의 징후도 나타났다. 단순화시킨 용어로는 잠재성장률의 하락이라고 할 수 있다. 미래의 잠재성장률은 의문의 여지 없이 낮아질 것임이 명백하다. 이는 이미 상수인 것으로 보인다. 문제는 성장률이 잠재성장률(현재는 5%, 15년 전에는 10%) 아래로 매우 급격히 하락하는 리스크이다. 즉, 중국이 대규모의 경제 위기를 경험할 것인가? 중국의 경제성장이 더욱 심각하게 축소되는 경우에 이미 확인한 글로벌 디플레이션 압박이 더욱 커질 것이다. 지난 세 분기 동안에 약 6.7%로 안정화된 연간 GDP에서 나타나듯이 가장 최근의 지수들은 이러한 리스크가 감소했음을 나타내고 있다. (도널드 트럼프가 선거운동에서 공약한 바에 따라) 45% 관세의 도입은 이러한 부정적인 악순환이 시작되는 전도체가 될 것이며, 우리는 이러한 조치를 채택할 것이라고 전혀 믿지 않는다.

시장 영향 이러한 시나리오는 매우 부정적인 영향을 줄 수 있으며, 그 연속적인 영향은 특히 재앙적인 수준이 될 수 있다. 은행제도의 취약성, 중국 공공/민간 부채에 대한 금융제도의 취약성, 원자재와 신흥국에 대한 영향, 원자재 수출국가의 통화화에 대한 영향, 선진국과 신흥국에 대한 영향 등이 이에 해당된다... 미 연준은 “긴축통화정책 사이클”을 단축할 수 있으며, 유럽중앙은행은 다른 양적완화를 모색할 수도 있다.

[리스크 5] 글로벌 경제성장의 붕괴

[확률] 15%

분석 글로벌 경제성장률의 급락이 중국경제의 경착륙으로 유발될 수도 있지만, 다른 상황에서 비롯될 수도 있다. 원자재 가격과 글로벌 무역량의 지속적인 하락, 과도하게 제약적인 미국 통화정책, 유럽 경제활동의 구조적 취약성은 모두 글로벌 성장의 하락이라는 두려움을 불러 일으키고 있다. 현재까지 신흥국의 경기둔화는 가시적인 현실이었던 반면에, “선진세계”는 지난 4년 동안 그레도 미진하나마 경제성장을 하고 있었다. “선진세계”에서 또 다른 경기둔화가 발생하는 경우 이는 신흥국에 이차적인 영향(수출 하락)을 주고 투자, 일자리의 또 다른 감소로 이어지게 된다... 즉 현재 경제 성장의 주요 동력인 내수수요(주로 민간 소비)에 영향을 주게 된다.

시장 영향 팽창주의적 경제정책(특히 재정정책)의 사용을 제외하는 경우, 우리는 한 편으로는 신흥국들 사이에서, 다른 한 편으로는 선진세계와 신흥세계 사이에서, 통화전쟁의 재발을 두려워하게 될 수도 있다. 위험자산, 주식, 신용의 급격한 실적저하가 예상된다.

[리스크 6] 미국의 리세션

[확률] 20%

분석 우리는 2017년 성장률 2%(vs. 2016년 1.6%), 그 다음 해인 2018년에는 경미하게 상승(2.2%)할 것으로 예측한다. 따라서 경제성장률은 향후 2년동안 잠재성장률을 약간 상회할 가능성이 클 것으로 보인다. 이러한 상황에서 미국에 리세션(경제불황)의 가능성이 있는 것은 아니지만, 연준이 전략적 옵션의 여지가 부족하다는 것이 우려스럽다. 현재의 상황은 2004년-2006년과는 전적으로 판이하다. 2004년-2006년의 2년 동안에 연준은 금리를 17차례 인상(총 425bp)할 수 있었으며, 금융위기가 발생할 때 마다 신속하게 여러 방안을 활용할 수 있는 여지가 있었다. 현재는 이러한 상황과는 거리가 아주 멀다. 연준은 경기사이클과 금융 안정성 측면에서 뒤쳐져 있고, 그 정도가 덜하긴 하지만, 미국 달러는 이러한 금리인상을 견딜 수 없다. 우려스러운 또 다른 사안은 미래의 경제정책에 대한 불확실성이다. 극단주의, 보호주의(및 특히 멕시코와 중국에 대한 영향), 강력한 반이주정책 계획(노동력과 인구 감소 및 노동비용 증가의 동반), 무역협정 재협상은 리세션(경제불황) 전망이 부상하는 계기가 될 수 있다. 하지만 이러한 선거공약이 그대로 정책으로 채택될 가능성은 낮으며, 우리는 그 대신에 미국 경제성장률에 대한(최소한 단기적으로는) 경미하게 호전된 전망에 집중해야 한다.

시장 영향 미국에서 리세션이 발생한다면 글로벌 경제에 재앙이 될 것이며, 유럽은 다소 건전한 경제 상태이지만 이러한 충격을 견디지는 못할 것이다. 단기금리는 매우 장기간 동안 낮은 수준을 유지할 것이며, 전형적인 통화정책을 활용할 여지가 없는 연준은 제4차 양적완화의 시행만을 선택해야 할 것이다. 여기에서 위험자산에 긍정적인 영향이 있을 것이라고 예상할 수는 없다. 초기의 영향은 부정적일

리스크요인

것이며, 중앙은행들의 신뢰성 부족은 변동성과 스트레스를 분명 가증시키게 될 것이다. 예산의 추가적이고 실질적인 불균형을 예상할 수 있다.

[리스크 7] 위안화의 급격한 평가절하

[확률] 10%

분석 중국은 2015년 8월 수일 동안에 자신의 환율정책을 포기하고 위안화의 주된 평가절하를 시장에 맡기려고 준비시키는 것 같다는 인상을 남겼다. (중국은 1994년에 위안화를 30% 평가절하시켰다) 이러한 동일한 두려움이 2016년 1월 초에도 다시 발생했다. 현재까지 중국은 통화정책, 예산정책, 재정정책, 세입정책을 경기부양의 도구로 사용했지만, 환율정책은 사용하지 않는 신중함을 보여 왔다. 또한 중국은 G20에서 경기부양의 도구로 환율정책을 사용하지 않을 것이라고 약속했으며, 위안화는 2016년 10월 1일 이후로 SDR 바스켓의 일부가 되었다. 2016년에 중국은 외환제도를 개정했으며 위안화의 점진적 평가절하를 관리하고 있다. 미국에서 보호주의적 정책이 이행되는 것은 치명적일 수 있으며, 중국당국은 이러한 외환정책을 모색하는 능력이나 의지가 없어질 수 있다. 특히 위안화가 그렇게 뚜렷이 저평가되어 있지 않은 경우에 더욱 그러하다. 트럼프 미국대통령이 말하거나 믿는 바와는 달리 중국은 위안화 가치를 조작하고 있지 않으며, 최근의 상황으로 인해 중국당국은 자신들의 장기적 계획과 반하는 결정으로 자본통제를 강화시켜야만 했다. 급격한 평가절하(하루 동안 10% 이상)는 금융시장에 즉각적으로 부정적 결과를 미치는 것을 넘어서서 경제정책 전반의 측면에서 취약성을 인정하는 것으로 분명 해석될 것이다. 리스크는 매우 낮지만, 잠재적으로는 매우 큰 악영향을 끼칠 수 있다. 때문에 중국이 현재 당면한 최고의 과제는 자본계정을 개방하는 것이다. 즉, 이는 국제투자자의 유치를 통한 통화정책의 독자성 감소, 환율 변동성 상승, 역내시장과 역외시장의 상이한 규칙, 자본흐름의 변동성 증가, 국제 투자자에 대한 의존성이 증가되어 시장관리 용이성의 감소, 기업 상태, 특히 국영기업 상태에 대한 투명성 증가(간단히 말해, 지배구조의 상당히 급격한 변화)를 의미한다. 위안화의 강력한 평가절하는 매우 잘못된 결정일 수 있다.

시장 영향 이러한 유형의 시나리오에서는 시장에서 광범위한 하방 움직임이 예상된다. 예상하지 못한 갑작스런 평가절하는 아시아에서 특히 더욱 강력한 통화전쟁을 촉발시킬 수 있다. 통화정책은 통화의 평가절하를 방지하기 위해서 극한 수준의 완화정책으로 될 수 있다. 신흥국 통화가 실질적 비율을 70%를 구성하기 때문에 유로화와 유럽경제에 충격이 될 수 있다.

[리스크 8] 신흥국 경제의 유의적인 경기둔화

[확률] 20%

분석 원자재 가격의 하락, 중국 성장의 침체, 가까운 장래에 예상되는 미국 통화정책 (및 교역정책)의 변경은 1997년-1998년의 위기 (전세계 신흥국 시장의 붕괴)를 반복시킬 수 있다는 두려움을 최근년 동안 상승시키는 요인들이 되어왔다. 신흥국은 미국에서 양적완화 프로그램을 종료한 이후 압박을 받아오고 있다는 사실에 유념해야 한다. 중국경제의 저력과 어려움을 피할 수 있는 능력 그리고 아시아는 본질적으로 원자재소비 지역이었기 때문에 이러한 스트레스를 견뎌 올 수 있었다. 기업도산 및 대출활동에 관련된 지표로 인해 시장이 때로는 크게 동요하기도 했지만, 중국정부가 시행한 정책(금리와 필수적 은행적립금 인하, 유동성 주입, 재정 및 세금 관련 조치, 통화정책의 유지 등)으로 마련된 자원을 통해 결국에는 모든 것이 해결되었다. 내수수요가 하락할 리스크가 있고 경제정책이 비효율적이게 될 것이다. 하지만 이러한 리스크는 최근 몇 개월 동안에 낮아졌다. 즉 유가상승(OPEC의 응집력 증가)과 자본유입(중국 제외)이 이러한 국가들에서 새로운 요인으로 자리 잡았다. 미국의 보호주의 회귀에 대한 두려움은 많은 신흥국에 있어서 경제성과에 대한 우려를 다시 부각시키게 되었다

시장 영향 유가 하락이 원자재를 소비하는 선진국에는 플러스 요인임에도 불구하고, 이 국가들이 전적으로 이러한 영향에서 벗어나 있다고 믿기 힘들다. 원자재 가격의 하락 및 경제활동의 둔화와 함께 신흥국 통화의 지속적인 하락 및 신흥국에서 유출되는 자본의 흐름도 고려되어야 한다 선진국 및 안전투자국가에서 자산중목을 선택한다.

[리스크 9] 영국을 지속적인 방식으로 약화시키는 브렉시트 이후의 이슈

[확률] 70%

분석 “브렉시트는 브렉시트를 의미하며, 우리는 이를 성공적으로 이루어낼 것이다”. 테레사 메이 총리로 지명되던 날에 자신의 입장을 명확하게 밝혔다. “재국민투표는 [...] 없다”라고 테레사 메이 신임총리는 선언했다. “유럽연합에 남기 위한 어떠한 시도도 있어서는 안되며, 유럽연합에 뒷문을 통해 재가입하려는 어떠한 시도도 용납되지 않고, 재국민투표도 없다. 국민은 유럽연합을 탈퇴하겠다고 투표했으며, 이러한 국민의 의지를 실현시키는 것이 정부와 의회의 의무이다.” 이제 몇 가지 사안이 확실해 졌다. 영국 총리는 리스본조약 제50조를 2017년 1분기에 발동할 것이라고 발표했다. 그 결과는 “브렉시트 경착륙(hard Brexit)”. 추정치에 따르면 영국 GDP에 대한 브렉시트의 영향이 상당히 부정적인 것으로 계산되었다. 영국은 GDP의 2.5%-9.5%를 “상실”할 수도 있다. 무역의 규모 및 비용이 영향을 받을 것이며, 특히 금융서비스, 화학, 자동차와 같이 유럽연합과 고도로 통합된 부문이 영향을 받을 것이다. 영국의 리스크는 유럽의 단일시장에서 자유롭게 교역할 수 있으면서 유럽의 제약조건 없이 원하는 독립성을 확보하려는 영국 자체의 미래 역량에 달려 있다. 이를 동시에 이를 가능성은 낮으며, 또한 탈퇴협상은 늦어도 2017년 2분기에 시작되어서 2년 동안 지속될 수 있다는 점이다(“질문/응답으로 설명하는 브렉시트 이후(Post-BREXIT in a few questions and answers)”, Cross Asset Investment Monthly Strategy, Amundi, July 2016 참조). 영국의 비상대책계획 부재, 영국과 유럽연합 사이의 협상 부재(리스본조약 제50조가 발동될 때까지 유보), 브렉시트를 둘러싼 논쟁의 특성(브렉시트 이상론자와 실용론자 사이의 대립)은 상황을 더욱 복잡하게 만들고 있다.

리스크요인

시장 영향 이러한 경우, 영국 파운드화와 영국경제의 장기적 GDP의 추가적인 약세라는 두 가지 요인을 예상할 수 있으며, 이는 통화정책 현상유지를 장기화시킬 수 있다. 의심할 여지 없이 유로통화권 금융자산의 취약성 증가도 나타날 수 있다.

[리스크 10] 브렉시트와 연계된 새로운 유럽의 경제위기

[확률] 20%

분석 브렉시트가 유럽연합에 경제적인 의미에서 커다란 영향을 미칠 가능성은 거의 없다. 가장 큰 충격을 받을 국가로는 영국과 수출규모, 직접투자, 금융부문에서 긴밀한 관계의 특성을 갖는 아일랜드, 룩셈부르크, 벨기에, 스웨덴, 몰타, 키프러스를 들 수 있다. 브렉시트와 관련된 일차적 리스크는 정치적인 것이다. 다른 유럽연합 국가들이 유럽에 대한 옴트아웃(Europe à la carte: 역주 - 레스토랑 메뉴판에서 원하는 것만 주문하는 방식)을 모색할 수도 있고, 또는 영국의 탈퇴를 처리하는 방식과 관련하여 의견이 크게 대립할 수 있다. 유럽기구는 "수렴(컨버전스)의 도그마"로 인해 이러한 리스크 시나리오에 대한 준비를 하지 않았기 때문에 그 한계를 정기적으로 보여주고 있다. 여태까지의 과정은 유럽 거버넌스(지배구조)의 부재, 예산정책의 협업 부족(비록 유럽중앙은행의 위기확산 방지의 메커니즘은 현저하게 발전되었지만 예산의 측면에서는 그렇지 못함), 국가간의 경쟁력 격차, 어려움에 봉착한 국가를 지원할 목적의 제도적 미완결성, 회원국 상호의존성 인정 실패 등에 대처하는 것이었다. 최근의 영국 국민투표는 새로운 층위의 불확실성을 추가시켰다. 영국의 유럽 탈퇴를 관리하는 것은 역사상 가장 복잡한 이혼을 치르는 것과 흡사하다. 한 가지 분명한 사실은 이러한 과정이 위기를 (다시 한 번) 관리하고 유럽이 이에 대한 계획이 있다는 사실을 확신시키면서 유럽연합 여기저기에서 분출될 유럽에 대한 "옴트아웃(à la carte)"에 대한 어떠한 시도도 제거하는 유럽의 역량에 대한 중요한 시험대라는 사실이다. 새로운 유럽의 위기가 발생한다면, 유럽연방주의에 대한 커다란 진전(그 가능성은 매우 낮음)이 없는 한, 이는 치명적인 사건이 될 수 있다. 영국과의 유럽연합 탈퇴협상은 프랑스와 독일에서 선거가 치러지는 연도 중간에 이루어지며, 이는 분명히 가장 이상적인 정치일정은 아니다. 유럽인들을 유럽이라는 개념과 조화시킬 필요가 있으며, 특히 유럽연합 회의론자들에게 확신을 주는 방안이 필요하다. 하지만 이는 말처럼 쉽지는 않을 것이다. 브렉시트 이후 미국 대통령선거 이전에 유럽의 상황은 이미 복잡한 양태를 보였다.

시장 영향 이와 관련된 부정적 영향은 국제 및 신용의 스프레드(가산금리) 확대, 변동성 증가 등이라는 사실은 매우 잘 알려져 있다. 하지만 그러한 경우 이번에는 심각한 유로화 약세도 동반될 가능성이 거의 확실하다. 새로운 유럽의 위기는 유로통화권의 붕괴 시나리오를 충분히 뒷받침하거나 최소한 취약한 국가의 유로통화권 탈퇴를 예상할 수 있다. 단 견고한 국가들이 어려움을 겪고 있는 국가들을 경제적 및 재정적으로 지원하는 것이 (정치적인 관점에서) 지겹다고 결론을 내려 탈퇴 시나리오를 지원(매우 설득력이 있음)한다는 전제 하에서이다.

[리스크 11] 금융 불안정성 증가

[확률] 70%

분석 지난 수년 동안에는 중앙은행들의 조치들이 금융 안정성을 회복하도록 만들어 왔다. 장단기 금리 인하, 변동성 감소, 크레딧 스프레드(가산금리)의 줄어듦 등과 같은 모든 요인들이 안정성이 높은 환경을 만들어 주었다. 하지만 이와 관련하여 유념할 사항이 있다. (i) 이러한 안정성에 작위적인 측면이 있다는 사실을 과소평가할 수는 없다. 중앙은행들이 자체적으로 모든 문제(일자리, 투자, 성장 등)를 해결할 수는 없으며, 현재의 경제적 조건들이 보다 현격히 개선되지 않는다면 불안정성의 근원이 될 일정 수준의 환멸/실망감이 여기에서 부상할 수도 있다. (ii) 마이너스 금리와 양적완화의 통화정책은 그 효용이 한계에 달했으며, 여기에서 더 이상 기대하는 것은 상당히 무리다. 거시경제적 대응은 결국에는 재정정책과 조세정책에서 비롯될 것이며, 공공지출은 저금리보다 금융시장을 안정화시키는 데 그 장점이 덜하다. (iii) 마지막으로, 유럽에서 예정되어 있는 선거들은 금융자산의 변동성에 영향을 미칠 것임에 분명하다.

시장 영향 금융 불안정성이 증가하면 변동성과 크레딧 스프레드가 상승하며, 노동시장이 약세이고 정치·사회적 리스크가 큰 유럽에서 특히 상승될 수 있다.

[리스크 12] 유동성 위기

[확률] 20%

분석 포지션 및/또는 포트폴리오의 청산으로 이어질 수 있는 위에서 요약한 리스크 시나리오 이외에, 만연한 유동성 제약은 다시 한번 더 신중하게 재고할 가치가 있다. 2008년 금융위기 이후로, 투자은행의 재고자산의 감소, 시장참여자가 대규모 물량의 채권을 매수 및 보유하도록 유도한 규제적인 제약, 자기자본과 시장조성 활동의 감소 및 양적완화 프로그램을 통한 중앙은행의 주도권 행사 등은 모두가 채권시장을 "고갈"시켰으며 포지션 또는 포트폴리오의 종결에 이제 더 많은 시간(영국중앙은행의 추산을 신뢰하는 경우 2008년의 금융위기 이전보다는 7배 이상의 시간)이 필요하게 되었다. 금융위기 이후로 매매호가 차이는 (금리의 하락으로 인해) 줄어들었지만, 유동성을 반영하는(또는 유동성의 부재로 인한) 매매체결의 속도가 느려지고 거래가능물량이 크게 줄어드는 주요한 2가지 결과로 나타났다. 시장에 유동성이 적을수록 가격은 펀더멘털을 덜 반영하며, 시장의 조작가능성이 클수록 위기확신의 리스크도 높아지며, 불안정한 변동성이 높을수록 충격을 흡수할 능력이 낮아진다는 사실을 유념해야 한다. 확실하게 고무적인 징후는 아니다.

시장 영향 이러한 사안은 투자결정에 통합되어야 할 필요성이 있으며, 포트폴리오 구축 제한사항과 스트레스 테스트에서 고려되어야 한다. 유동성이 낮은 포트폴리오 부분이나 위기에서 유동성이 낮아질 가능성이 큰 포트폴리오 부문에 대한 탈출/매크로헤징 계획을 예상할 수 있다.

리스크요인

[리스크 13] 은행 붕괴

[확률] 10%

분석 우리는 이 리스크를 매우 과장된 것으로 생각한다. 하지만 우리는 낙관적이지도 않다. 마이너스 금리는 은행의 수익성에 제재를 가하는 것이며 자본 고비용은 과거의 위기에 대한 중압감, 새로운 위기에 대한 공포, 규제 불확실성, 투자자의 은행(및 은행제도)에서 차별성을 도출하는 것의 어려움을 반영하는 것이다. 이러한 요인들이 은행 저성과의 일차적인 요인이며, 영국 국민투표가 경제성장에 있어서 불확실성을 추가시켰기 때문에 은행의 저성과가 확대되었다. 그렇다고 우리는 과도하게 비관적이지도 않다. 2016년의 은행과 2008년이나 2011년의 은행과는 공통점이 전혀 없다. 시중은행은 현재 높은 수준의 자본을 보유하고 있을 뿐만 아니라 유럽중앙은행은 현재 은행감독과 스트레스 테스트와 함께 위기방지 시스템을 잘 갖추고 있다. 더욱이, 유럽중앙은행의 유동성 접근 공여책은 2년 이상 동안 개별리스크와 시스템리스크를 현저하게 감소시켰다. 하지만, 은행의 저성과와 장기금리의 마이너스대로의 하락이 밀접한 관련성을 갖는 것으로 나타났으며, 실제로 부각되는 문제는 은행이 마이너스대를 유지하는 금리에 어떻게 대처할 수 있을까이다. 우리는 은행 붕괴를 예상하지는 않고, 다만 은행이 부채를 줄이고 대출에서 보수적이게끔 만드는 디지털화 이슈로 인해 높아진 수익성에 대한 지속적인 압박이 있을 것으로 보인다. 하지만 지난 몇 주 동안(특히 도널드 트럼프의 미국대통령 당선 이후) 다수의 채권 유니버스(fixed-income universe)가 플러스대로 복원되고 수익률곡선이 스티프닝(steeptening)하게 되는 것을 목격하였으며, 이 두 가지 사안 모두는 은행의 수익성에 분명한 이점을 가져다 주고 있다. 간단히 말하면, 상황이 상당히 개선되었다.

시장 영향 취약성을 유발하는 요인 중에서 은행간 및 은행제도간에 대한 비차별성은 분명 가장 심각한 우려사안이다. 은행과 관련된 모든 루머나 어려움은 전체 은행들에 대해 일련의 스트레스 유발, 스프레드(가산금리) 확대 및 은행증권의 폭락 등을 양산하고 있다. 은행 붕괴가 있을 경우에 금융 안정성이나 경제에 대한 함의는 상세하게 다루어질 필요조차 없을 것이다.

[리스크 14] 거세지는 지정학적 리스크

[확률] 70%

분석 시장은 현재 지정학적으로 어려운 환경에서 작동되고 있다. 시리아, 이슬람 국가(IS), 테러리스트 공격, 이주민 유입과 터키 등은 특히 유럽의 외교적 관계를 약화시키는 일부 요인들이다. 미국은 도널드 트럼프의 대통령 당선과 함께 반이민자 계획, 멕시코 국경장벽 건설과 더불어서 이러한 논쟁에 공식적으로 참여했다. 상황은 미국과 중국 사이의 성명서 전쟁과 긴장으로 인해 복잡한 양상으로 전개되고 있다. 현재 진행 중인 문제와 갈등이 빠르게 해소될 것이라고 기대할 수는 없다. 지정학적 리스크를 포트폴리오에 영구적으로 통합(매크로헤징 전략을 시스템적으로 제공)하는 것은 이제 더욱 유의미한 전략이다.

시장 영향 향후 긴장도와 휘발성이 큰 사건이 정기적으로 발생할 가능성이 크다. 현재의 지정학적 리스크는 분명하게 파악되고 구체적이다. 미국 외교의 새로운 방향지향의 결과 등과 같은 다른 정치적 리스크의 규모를 현재의 단계에서 평가하기는 더욱 어렵다. 이러한 요인들의 결합이 경제성장전망이나 금융시장에 영향을 줄 가능성이 있는가? 현 상태에서는 아무것도 확실한 것이 없지만, 영향을 줄 가능성은 매우 높다.

[리스크 15] 거세지는 정치적 리스크 (선거일정, 포퓰리즘 부상 등)

[확률] 70%

분석 시장은 현재 정치적으로 매우 어려운 배경에서 작동하고 있다. 2017년에는 많은 선거가 치러질 예정이며, 그 중에는 2017년 3월 네덜란드의 총선, 프랑스의 대통령 선거(2017년 4월 23일 및 5월 7일)와 입법의원 선거(6월 11일 및 6월 18일), 2017년 가을 독일의 총선 등과 같이 특별히 중요한 선거도 포함되어 있다. 의아/우려스러운 상황은 극단주의 정당(유럽의 핵심국가에서는 극우정당, 주변국가에서는 극좌정당)과 보호주의, 이주제한, 공공적자 찬성의 이슈를 반영하고 있는 포퓰리즘의 부상이다. 필수불가피하게 일부 정당들은 불평등과 세금부담의 확대에 점차 민감해지고 있는 유권자를 만족시키기 위해 이러한 이슈들을 반영하게 될 것이다. 역사적으로 이러한 정책들(특히 보호주의)는 경제성장 초약세(또는 무성장경제)와 인플레이션 상승의 국면으로 귀결되었다. 이러한 경제체계의 국면과 공공적자의 증가는 필연적으로 경기불황(리세션)과 정치적/금융적 불안정성으로 이어진다. 유럽에서도 프랑스와 이탈리아와 같은 국가들에서 국민투표가 치러질 수도 있다. 우리는 프랑스나 독일에서 포퓰리즘 정당이 집권할 것으로 예상하지는 않으며(이탈리아에 대해서는 상기의 「리스크 요인 2」 참조), 오히려 프랑스-독일 축이 강화될 가능성이 큰 것으로 내다보고 있다.

시장 영향 현재의 정치적 리스크는 분명하게 파악되고 있지만, 유럽에서 예정된 주요 선거들은 변동성의 증가, 유럽연합의 거버넌스(지배구조)와 향후의 리더십에 대한 문제를 부각시키게 될 것이다. 그러면, 이러한 사안들이 성장전망이나 금융시장에 영향을 줄까? 이에 대한 답은 '예'이다. 유럽중앙은행의 양적완화 프로그램도 특정 유럽의 부채상환(예 프랑스와 이탈리아의 채권)에 대한 리스크프리미엄의 지속을 막지는 못할 것으로 보인다.

[리스크 16] 유로통화권에 대한 공포감을 부활시키는 프랑스의 선거

[확률] 65%

분석 향후 수개월 동안은 분명 프랑스 선거의 중요성이 부각될 것이다. 프랑스에서는 대통령선거(2017년 4월 23일 및 5월 7일)와 입법의원 선거(6월 11일 및 6월 18일)가 예정되어 있다. 여기에는 명확히 해야 할 사안이 있다. 즉 유럽(네덜란드, 이탈리아, 프랑스, 독일)의 선거가 당면한 과제는 유럽통합의 내구성에 귀결된다는 사실이다. 우리는 「국민전선(Front National)」(마린 르 펜)이 승리할

리스크요인

것이라고 예상하지 않으며, 만약 그렇게 되는 경우는 분명 프렉시트(Frexit, 프랑스의 유럽연합 탈퇴) 시나리오에 탄력을 받게 될 것이다. 마린 르 펜 국민전선 당대표는 실제로 유럽연합의 개혁이나 유럽연합의 탈퇴를 주된 당론으로 유지하고 있다. 마린 르 펜은 대통령에 당선된 후 6개월 기간 이내에 프랑스가 유럽중앙은행이 경제정책, 이주정책 등에 대한 입장을 변화시키지 못하는 경우에 유럽연합 탈퇴여부에 대한 국민투표의 실시를 추진하겠다고 공약했다. 이러한 리스크(프렉시트)가 유럽 및 특히 유로화권역(EMU)에 계속해서 영향을 줄 것이 확실하다. 즉 유로화의 취약성, 독일국채에 대비하여 주변국 국채(프랑스 국채도 포함) 스프레드(가산금리)의 확대 등의 결과가 나타날 것으로 예상된다. 우리는 이러한 시나리오가 현실화될 것으로 믿지는 않는다. 오히려 프랑스-독일 축이 강화될 가능성이 큰 것으로 내다보고 있다. 이러한 시나리오(프랑스-독일 축의 강화)가 현실화되기까지 금융시장은 다음과 같은 세 가지의 심각한 상황에 당면해야 할 것이다.

- 첫 번째로, 대통령 1차선거에서 극우 정당이 선두로 부상하는 예측에 대처해야만 한다. 본 보고서가 작성된 시점을 기준으로 현재의 여론조사(조사기관: Opinion Way, 2017년 3월 14일)에 따르면, 마린 르 펜 후보(27%)는 에마뉼엘 마크롱 후보("전진(En Marche)!" 운동, 중도 좌파, 24%), 프랑수아 필롱(보수 우파, 20%), 브누아 아몽(사회당, 14%), 장 뢰 벨랑송(좌파, 13%) 보다 앞서 나가고 있는 것으로 나타났다.

- 그 다음으로, 여론 및 현재의 지지도 조사에 따르면 마린 르 펜 후보는 대통령선거 2차 투표에서 낙선될 것으로 보인다... 프랑스 유권자들은 우익 성향임에도 결선에서 좌익 후보자에게 투표하거나 좌익 성향임에도 결선에서 우익 후보자에게 투표하기 때문에, 여태까지 총선, 지역 선거, 지방자치단체 선거에서 최종 투표에서 극우/극좌의 후보를 낙선시켜 왔다는 사실을 상기할 필요가 있다...

- 마지막으로, 새롭게 당선된 대통령(에마뉼엘 마크롱(현재 지지율 선두) 또는 프랑수아 피용이 될 것으로 예상됨)이 대통령 소속정당이 입법의회에서 다수당이 되도록 유권자의 지지를 확보해야지만 안정적인 정부를 구성할 수 있다. 이 두 후보는 분명 친유럽적인 성향을 가지고 있으며, 선거에서 강력한 프랑스-독일 축과 구조개혁 수행의 역량을 갖춘 정부를 주장할 것이다. 프랑수아 피용 후보는 거대 정당의 지지와 우익 정당의 지지를 누릴 수 있지만, 다수의 사회주의적 유권자로부터 일종의 "이단자"로 간주되고 있는 에마뉼엘 마크롱 후보는 이러한 지지를 받지 못하고 있다. 에마뉼엘 마크롱 후보가 당선되는 경우(지지도 조사에 의하면 이러한 가능성이 더욱 높아지고 있음), 인지될 수 있는 리스크는 좌파 출신의 대통령이 좌파 정당들의 지지를 받지 못하는 결과로 이어지고 이는 상황을 더욱 복잡하게 만들 가능성이 크다.

시장 영향 프랑스 선거는 현재의 정치 추이를 대표하는 상징적인 이벤트이기 때문에 금융시장에 주요 리스크를 제시할 수 있다. 즉 유럽 정치 추이에는 유로화권역 핵심국가에서 극우정당의 부상, 제도권 거부 증가, 보호주의에 대한 유희, 유럽 및/또는 유럽 기구들에 대한 반감 등이 대표적이다... 반유럽 후보나 유럽개혁의 추진 및 실패 시 유럽연합탈퇴를 원하는 후보(마린 르 펜 후보나 장 뢰 벨랑송 후보)의 당선은 영국의 브렉시트와 미국의 도널드 트럼프 대통령 당선이라는 정치적 추이를 이어나가게 될 것이다. 유럽에서의 선거는 대부분 1차투표로 당락이 결정되지만, 프랑스에서는 이와는 다르게 결선투표의 형태로 이루어진다는 사실에 유념해야 한다. 이것이 바로 우리가 「국민전선(Front National)」이 승리할 것이라고 예상하지 않는 일차적인 이유이다. 하지만 우리의 의견으로는, 리스크프리미엄(독일에 대비한 스프레드, 변동성, 신용파산스왑(CDS)..)이 악화되고 선거 결과가 나올 때까지 높게 유지되는 것은 정당해 보인다. 프랑스 선거는 유로통화권에 대한 공포를 재부각시키지만, 이러한 공포는 과장된 것으로 보인다. 선거 이후에 국채 스프레드(가산금리)와 신용파산스왑(CDS)의 개선에 베풀린다.

[리스크 17] 유럽채권 수익률의 지속적인 상승

[확률] 10%

분석 세계금융위기 이후로, 장기금리는 계속 하락했을 뿐만 아니라 부정적인 단기기준금리(특히 유럽과 일본에서)에 의해서 그리고 초우량 회사채에 동일한 방식으로 영향을 줌에 따라 거의 마이너스대로 진입했다. 이러한 초저금리 또는 마이너스 금리라는 사막에서 수익률모색은 신흥국 채권, 사모채권, 하이일드 채권이 우호적인 오아시스가 되었다. 채권수익률 상승의 리스크는 유로통화권이 아니라 미국에서 비롯되고 있다. 미국에서 장기금리의 상승은 (i) 성장전망의 유의한 호전, (ii) 더욱 강력하게 긴축적인 금리정책, (iii) 양적완화의 "진정한" 종료(만기 채권의 대체 실패), (iv) 인플레이션 압박의 재부상 및/또는 (v)조세 및 재정정책의 전격적인 전환과 같은 5가지의 주요한 원인에서 비롯될 수 있다. 이러한 모든 요인들(아마 세 번째 요인을 제외하면)은 미국에서 증가되었다. 미국이나 유럽에서 현재 이루어지고 있는 재정정책 및 조세정책에 대한 논의가 금리에서 중요성을 가지는 이유가 바로 이것 때문이다. 미국과 관련하여, 우리는 새로운 성장사이클의 출현이 아니라 (수분기 동안 불안정해 지고 있는) 현재의 성장사이클이 연장될 것으로 예상하고 있다. 그러므로 미국 장기금리의 영구적인 상승을 예상하는 것은 시기상조이며 과도한 것으로 보이며, 유로 지역에서는 이러한 결론이 더욱 명확화한다. 하지만, 높은 금리를 요구하고 있는 새로운 미국 행정부의 결정이 만들어내는 영향을 과소평가하지 않아야 한다. 경제성장률, 인플레이션, 통화정책 사이클, 유럽중앙은행의 양적완화 프로그램 및 예산정책 및 재정정책을 통해 경제엔진에 재시동을 거는 능력의 감소는 유럽시장을 미국의 금리 인상으로부터 실질적으로 보호하는 역할을 하고 있다. 하지만, 정치적 불확실성의 결과로 리스크프리미엄은 상승하고 있다. 핵심 국가(예: 독일), 주변 국가, 중간 국가(예: 프랑스)를 구별하는 것이 필수적이다.

시장 영향 분명 영향을 주는 하나의 요인인 정치적 불확실성을 제외하면, 유럽에서 현재지 상승하는 채권수익률의 리스크는 낮다. 하지만 미국의 경우에는 신중한 포지션이 필요하다. 즉, 미국에서 장기금리에 대한 민감성은 기업의 리버러징 증가(현재 사상 최고 수준)와 더불어서 상승했으며, 이는 경제성장률을 약화시키고 향후의 채권수익률 하락을 유도하기 때문이다. 또한 모든 장기금리의 상승은 통화정책과 잠재적으로는 연준의 금리인상에 방해요인이라는 사실에 유념할 필요가 있다. 이는 지속적이고 높은 미국 채권수익률 상승에 의구심을 가지게 하는 또 다른 이유이다.

거시경제적 현황

미주		리스크요인
미국	<p>주요한 정치적 불확실성에도 불구하고 현재의 성장사이클의 연장</p> <ul style="list-style-type: none"> > 2016년 하반기의 반등에 곧바로 뒤이어서 2017년 1분기의 지표들(특히 ISM 제조업지표)은 매우 우호적인 기업환경을 나타내고 있다. 일자리 창출은 지속적인 속도로 계속되고 있으며, 임금도 보통 수준의 상승 추이를 보이고 있다. 현재 코어 인플레이션(에너지 및 식품은 제외)은 관리되고 있다. > 높은 기대감에도 불구하고 도널드 트럼프 대통령이 이행할 수 있는 경제정책을 정확하게 예상하기는 여전히 어렵다. 상당 수의 분야에서 의회의 승인을 결코 확인할 수 없다. > 최소한 세금 인하와 규제완화(특히, 금융, 환경, 의료)에서 합의가 이루어질 가능성이 있으며, 이와 관련된 경기부양적 효과는 2018년과 2019년에 가시적으로 나타날 것으로 예상된다. 잠재적인 보호주의 조치들의 특성과 규모와 관련된 불확실성이 매우 높다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 새로운 행정부의 결정과 관련된 주요한 불확실성 > 가까운 미래에 성장잠재성의 저해 (“장기 체체”) > 기업 마진의 잠식
브라질	<ul style="list-style-type: none"> > 거시경제적인 자료에 따르면, 4분기의 GDP 수치는 전년대비 -2.5%로 나타났다. (3분기 수치는 -2.9%). 이러한 GDP 하락의 두 가지의 주요 요인은 투자(전년대비 -5.4%)와 소비자 지출(전년대비 -2.9%)이다. 브라질은 2016년에 -3.4%의 심각한 리세션을 다시 한 번 기록했다. > 인플레이션은 현저하게 완화되었으며, 브라질중앙은행(BCB)은 완화적 통화정책의 사이클을 시작했다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 브라질 해탈화의 급격한 평가절상 > 재정정책 완화
유럽		
유로통화권	<p>일시적 요인으로 인한 잠식과 정치적 리스크에 영향을 받아 경기회복의 경미한 둔화</p> <ul style="list-style-type: none"> > 2016년 4분기의 강력한 성과(GDP가 3분기보다 0.4% 상승)에 곧 바로 뒤이어서 2017년 초반의 지표들은 지난 수년 동안 볼 수 없었던 예상보다 나은 수준을 가리키고 있다. 하지만 미국의 경제사이클에 뒤처져 있는 유럽의 경제사이클은 인플레이션 압박이 생성될 수 있는 수준에 미치지 못하는 못한다. 현재의 코어 인플레이션은 연간 1%를 못 미치는 수준으로 안정적이다. > 지속적 경기회복에 대한 주된 리스크는 정치적 불확실성으로 일련의 프랑스 선거(4월과 6월 사이의 대통령 선거와 입법부 선거)에 대한 가장 큰 우려사안이며 여전히 위태스런 이탈리아 상황이며, 두 국가 모두에서 유럽회의주의가 증가하고 있다는 사실과 연관이 있다. 브렉시트와 관련된 사안들이 향후 수개월 동안 악영향을 끼칠 수 있다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 정치적 리스크 (빠곡한 선거 일정, 비제도권 정당의 부상, 브렉시트) > 신흥국의 경제적 및/또는 금융적 어려움의 세계경제로 확산 > 지정학적 리스크 상승
영국	<p>영국경제는 예상보다 양호한 상태를 유지하고 있다. 하지만 정치적 불확실성은 2017년에 한 요인이 될 것이다</p> <ul style="list-style-type: none"> > 유럽연합과 미래의 경제적 관계 설정에 대한 명확성 부재는 궁극적으로 영국경제에 악영향을 줄 것이다. 하지만 현재는 기업지표가 긍정적이다. > 민간투자(기업, 부동산)와 소비자 지출은 파운드화 평가절하로 인한 인플레이션 상승의 효과와 향후 전망과 관련된 불확실성에 영향을 받고 있다. 이와 관련된 사안으로 영국 정부는 2016-2017년 예상보다 높은 성장에서 비롯된 조세수입의 잉여금을 지출하지 않기로 결정했다. (이전 두 회계년도와 비교하여) 중간 수준의 팽창적 재정정책이 2017-2018년에 도입될 것으로 보이며, 영국정부는 필요할 경우 정책을 완화시킬 수 있는 일부 여지를 확보하고 있다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 브렉시트와 관련된 불확실성의 충격 > 여전히 매우 높은 수준의 공공적자와 경상수지적자
아시아		
중국	<p>중국: 2017년 글로벌 경제와 통화에 안정판 역할, 2018년에도 이러한 역할이 계속될 가능성이 높음</p> <ul style="list-style-type: none"> > 우리는 중국경제의 안정화가 2017년 동안 진행되고 2018년까지 계속될 것으로 생각한다. > 중국경제의 안정화의 근거는 상항식 상황 및 하항식 전개라는 두 가지 모두에서 비롯되고 있다. 민간의 자본지출과 공공지출 모두가 팽창 사이클을 경험하고 있으며, 시장에서 예상한 수준보다 훨씬 큰 규모로 진행되고 있음이 증명되었다. > 예상보다 더 장기적인 중국경제의 안정화(2016년~2018년)는 글로벌 경기호전을 불러일으키고 있으며, 특히 글로벌 경기관련 부문, 원자재, 신흥국 시장에 분명하게 혜택을 주고 있다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 2017년 글로벌 경제와 통화의 안정화에 기여, 2018년에도 이러한 역할이 계속될 가능성이 높음 > 2016년에서 2018년까지 중국경제의 안정화를 통해서 더욱 길어진 글로벌 경기사이클의 구제화
인도	<p>인도: 화폐개혁에도 불구하고 2017년 아시아의 지속적 성장 동인</p> <ul style="list-style-type: none"> > 재량지출, 차량 판매, 겨울작물파종의 둔화가 화폐개혁(demonetisation) 이후에 예상보다는 덜 심각한 수준이었다. 하지만, 건설 부문에서의 둔화는 더욱 확연하게 나타났다. > 우리의 기본 시나리오에서는 2017년에 오랜 기간의 인플레이션 안정화를 상징하고 있다. 우리는 화폐개혁조치가 성장과 인플레이션에 일시적인 영향만을 줄 것으로 생각한다. > 상품서비스세(Goods and Services Tax: 약자 ‘GST’)와 관련된 논쟁의 주요 이슈가 해결되었으며, 상품서비스세는 2017년 7월 이행될 가능성이 크다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 인도경제는 화폐개혁 이후에 지속적 성장세를 보일 것으로 예상된다 > 오랜 기간의 인플레이션 안정화
일본	<p>경기회복이 잠재성장률보다 높은 수준으로 계속되고 있다.</p> <ul style="list-style-type: none"> > 일본경제는 내수수요(투자)의 측면에서 가속화의 징후를 보여주고 있다. 실업률은 20년 동안 최저 수준이며, 임금(시간제직)은 상승하고 있으며 수익성도 향상되고 있다. 재정부양계획과 법인소득세 인하는 경기를 떠받치는 주요 요인이다. 외부적으로는 중국경제의 안정화도 긍정적인 효과를 주고 있다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 중국의 경기둔화에 노출 > 마이너스 금리정책

거시경제 및 금융관련 예측

거시경제적 전망

- 미국:** 자본적지출이 2016년 4분기에 반등했다. 내수수요로 주도되는 경제성장이 계속되고 있다. 하지만 임금상승은 보통 수준을 유지했으며, 코어 인플레이션은 연준의 목표를 밑돌고 있다. 미국의 예산정책 및 교역정책에 대한 불확실성이 지속되고 있다. 백악관은 5월초에 전체 예산안을 의회에 제출하겠다고 발표했다. 거시경제적 관점에서 (성장률과 인플레이션) 바이어스는 업사이드이다. 하지만, 새로운 행정부가 이행하는 특정 조치들은 중장기적으로 부정적인 영향(인플레이션, 보호주의)을 주거나 심지어는 예상보다 이른 사이클의 전환을 유발할 수도 있다.
- 일본:** 4분기에 투자가 반등했으며, 이는 2016년 앞선 세 분기의 추이에서 반전되었다. 작년 말 이후에 발표된 데이터에 따르면 1분기에 경기호전이 계속되고 있는 것으로 나타났다. 추가적으로 재정정책이 성장의 주요 동인으로 유지될 것이다. 당분간 10년물 금리를 0으로 유지하는 일본은행의 새로운 정책은 완화적 통화정책을 계속 유지할 수 있게 만들 것이다.
- 유로통화권:** 경기회복이 계속되고 있다. 금리상승에도 불구하고 완화적 통화환경을 유지한 1분기는 2011년 이후로 유럽경제가 가장 강력한 수준이라고 느끼도록 만들었다. 하지만, 일시적인 동력요인(유로화 가치와 유가의 하락)이 흔들리고 있으며 (네덜란드, 프랑스, 독일, 이탈리아의) 선거와 연관되는 정치적 리스크(2017년의 주요 정치적 불확실성)는 유럽지역의 커다란 약점으로 남아있다. 이와 관련된 사안은 계속 주목해야 한다.
- 브라질:** 4분기의 GDP 수치는 전년 대비 -2.5%로 나타났다. (3분기 수치는 -2.9%) 브라질 경제는 2016년에 다시 한 번 심각한 리세션의 충격을 받았다. 2017년의 이월성장률은 현저한 마이너스 수준(-1.1%)을 유지하고 있다. 그렇기 때문에 우리는 2017년 0.5% 리세션 전망을 계속 유지한다.
- 러시아:** 3분기 GDP의 역성장(전년대비 -0.4%)은 2분기에 비해(-0.6%) 경미하게 줄어들었다. 4분기에는 소매판매도 계속 하락했다. 하지만 제조업 생산량과 PMI는 개선되고 있다. 우리는 2017년에 경제위기에서 벗어나서 1%대의 경제성장률을 예상하는 시나리오를 유지한다.

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률, %			인플레이션 (CPI, 전년 대비, %)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
미국	2.6	1.6	2.0	0.1	0.3	2.5
일본	0.3	1.0	0.9	0.8	-0.3	0.7
유로통화권	2.0	1.7	1.5	0.0	0.2	1.4
독일	1.5	1.9	1.6	0.1	0.4	1.5
프랑스	0.3	1.1	0.3	0.1	0.3	1.2
이탈리아	0.8	0.9	1.1	0.1	-0.1	1.1
스페인	3.2	3.2	2.0	-0.5	-0.3	0.3
영국	2.2	2.0	1.0	0.1	0.7	2.5
브라질	-3.8	-2.5	-0.5	9.0	8.0	6.0
러시아	-3.7	-0.7	1.0	15.5	7.6	5.5
인도	7.6	7.5	7.6	5.2	5.4	5.2
인도네시아	4.8	5.0	5.2	6.4	4.5	4.5
중국:	6.9	6.7	6.4	1.4	1.2	1.5
터키	4.0	1.5	2.2	7.7	8.0	7.8
선진국	2.1	1.6	1.7	0.2	0.8	1.9
신흥국	4.2	4.1	4.4	4.0	4.0	3.9
전세계	3.3	3.0	3.2	2.4	2.6	3.0

출처: Amundi Research

기준금리 전망

- 연준:** 3월에 연방기금 목표치를 0.75~1.00%로 인상했다. 인플레이션 기대감의 상승은 게임체인저(game changer)가 되었다. 연준은 2017년에 두 차례 더 인상할 것으로 보인다. 연준의 재정상태 정상화가 시장 테마가 될 수도 있다.
- 유럽중앙은행:** 매입속도를 줄이면서(600억유로/월) 양적완화를 2017년 12월까지 연장했다. 단기적으로는 변화가 거의 없을 것으로 예상되지만, 유럽중앙은행 이사회 내의 차이가 보다 분명해질 것이다.
- 일본은행:** 수익선곡선 관리(Yield Curve Control: YCC)정책을 고수할 것이지만, 인플레이션 목표(rate targets)를 변경하지는 않을 것이다.
- 영국중앙은행:** 관망적(wait-and-see) 입장을 유지하고 있다. 브렉시트 협상과 관련된 상황전개가 영국중앙은행 정책의 변화에서 핵심적인 역할을 할 것이다.

	2017-03-09	Amundi +6개월	컨센서스 2017년 2분기	Amundi +12개월	컨센서스 2017년 4분기
미국	0.75	1.25	1.10	1.50	1.40
유로통화권	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
일본	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
영국	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25

장기채권수익률 전망

- 미국:** 장기금리는 향후 수개월 동안 경미하게 상승할 수 있다. 그럼에도 불구하고, 손익평형 인플레이션율(inflation breakeven rates)은 "정상" 수준이 결코 아니다
- 유로통화권:** 손익평형 인플레이션율(inflation breakeven rates)이 상승할 수 있는 충분한 여지가 여전히 존재한다. 곡선의 숏엔드는 유럽중앙은행이 향후 수년 동안에 금리정책을 정상화할 것이라는 아이디어의 회귀와 더불어서 올해 전반에 걸쳐서 스티프닝(steepen)해 질 것이다.
- 영국:** 경제활동지표의 약화는 영국 수익률의 하방압박을 줄 것이다.
- 일본:** 일본은행은(BoJ)은 수익률곡선의 롱엔드(long-end)를 관리하고 있으며, 단기채권 수익률의 하락을 선호할 가능성이 크다.

	2017-03-09	2년물 채권수익률			
		Amundi +6개월	선도 +6개월	Amundi +12개월	선도 +12개월
미국	1.36	1.60/1.80	1.72	1.80/2.00	1.98
독일	-0.83	-0.80/-0.60	-0.74	-0.80/-0.60	-0.64
일본	-0.26	-0.40/-0.20	-0.19	-0.40/-0.20	-0.11
영국	0.09	0.00/0.20	0.10	0.00/0.20	0.23

	2017-03-09	10년물 채권수익률			
		Amundi +6개월	선도 +6개월	Amundi +12개월	선도 +12개월
미국	2.56	2.60/2.80	2.71	2.40/2.60	2.84
독일	0.38	0.40/0.60	0.52	0.60/0.80	0.65
일본	0.10	0	0.16	0	0.22
영국	1.21	1.40/1.60	1.31	1.40/1.60	1.43

통화 전망

- EUR:** 독일 장기수익률의 상승 및 유럽중앙은행 정책의 변경 가능성과 관련된 논란과 더불어서, 유로화는 올해에는 평가절상되어야 하지만, 유로화의 평가절상이 현실화되기 위해서는 극복해야 할 몇 가지의 정치적 장애물이 존재한다.
- USD:** 현재 USD의 변화는 장기금리 차이에 의해 결정되고 있다. 미국 당국(연준, 새 행정부)는 USD의 현저한 평가절상을 용인하지 않을 것이다. 하지만, 대규모의 경기부양책은 USD를 상승시킬 수 있다.
- JPY:** 일본 엔화는 다시 저평가의 상태가 되었다. 일본은행의 수익률곡선 관리정책과 더불어 미국의 수익률 상승이 엔화의 평가절하를 유발했다.
- GBP:** 우리는 영국 파운드화에 부정적인 바이어스를 가지며, 파운드화는 영국경제의 점진적 약화로 인해 어려움을 겪을 것이다.

	2017-03-09	Amundi +6개월	컨센서스 2017년 1분기	Amundi +12개월	컨센서스 2017년 3분기
EUR/USD	1.06	1.05	1.04	1.10	1.05
USD/JPY	115	115.00	117.00	115.00	117.00
EUR/GBP	0.87	0.90	0.86	0.90	0.85
EUR/CHF	1.07	1.05	1.07	1.00	1.07
EUR/NOK	9.06	8.70	8.82	8.50	8.64
EUR/SEK	9.56	9.20	9.44	9.00	9.19
USD/CAD	1.35	1.40	1.35	1.45	1.35
AUD/USD	0.75	0.75	0.74	0.70	0.73
NZD/USD	0.69	0.70	0.70	0.67	0.69