

## 자산배분

### 확신사항

PHILIPPE ITHURBIDE, Research, Strategy and Analysis 글로벌 헤드

#### 최근 몇 주 동안의 새로운 상황은?

지난 몇 주 동안에 유럽에서는 모든 정치적 리스크가 실질적으로 사라지고 모든 국가에서 고무적이고 심지어는 확실적인 경제지표가 나타나면서 안정적인 상황이 계속되고 있다.

#### 1. 계속되는 경제성장

신뢰도 조사와 경제지표는 글로벌 경제성장이 계속됨을 나타내고 있으며, 이는 여전히 내수수요에 의해 견인되고 있다. 미국의 GDP 추정치는 상대적으로 약세였던 첫 번째 분기 이후로 2분기에 순 반등세를 보였으며(0.9%에서 1.2%로 상향 조정됨), 경제성장이 활력의 기반을 찾아가고 있다. 이러한 추정치에 따르면, 연간으로 환산된 2분기 GDP 성장률은 2.2%(뉴욕 연준)에서 3.7%(아틀랜타 연준)% 사이가 될 것으로 보인다. 이와 동시에 실업률은 10년 동안 최저 수준(4.4%, 연준이 추산한 장기실업률 4.7%와 대비)에 이르렀다. 인플레이션도 역시 하락(코어 인플레이션 1.9%)하여 금융시장에 우려사안이 되지 않는다. 유럽도 경제성장에 관련하여 투자에서 호재적 소식이 나오는 등 비슷한 상황이 전개되고 있다.

심지어는 일본에서도 경기가 호전되고 있다. 2017년 1분기는 전년대비 2.1% 성장했으며, 이는 다섯 분기 연속 (중앙값 예측치 1.7%를 상회하는) 확장세이다. 따라서 우리는 2017년의 성장전망을 1.0%에서 1.2%로 수정하지만, 2018년의 성장전망은 변경하지 않고 유지한다.

#### 2. 무디의 신용등급이 하락된 중국

무디는 최근 중국의 신용등급 AA3에서 A1로 강등시켰다. 이러한 결정은 “중국의 금융강점이 부채가 증가하고 잠재성장률이 둔화됨에 따라 계속 저하되고 있다”는 판단에 근거하고 있다. (지난 달 발간호의 관련 분석 참조) 무디의 배경 설명에 따르면, “진행 중인 개혁이 시간이 경과함에 따라 경제와 금융제도를 전환시킬 가능성이 크지만, 부채의 실질적인 추가적 증가와 이에 따라 정부의 우발채무를 증가를 방지하지 못한다”고 밝히고 있다. 중국의 신용등급 하락이 금융시장에 어떠한 영향도 주지 않았으며, 중국경제에 미치는 영향도 미미할 것으로 보인다.

- 중국의 신용등급 하락은 기발행 채권 전체의 1.5%미만인 외환표시 채권에만 영향을 주고 있다. 외국 투자자들은 중국국채의 약 4%만 보유하고 있다.
- 무디는 중국의 신용등급을 강등시켰지만 경제전망을 부정적에서 안정적으로 상향 수정했다.
- 다른 주요 신용평가기관 4곳은 국채에 대한 높은 신용등급을 유지했으며, 이는 국내의 중국채권 보유자에게 확신감을 심는 효과를 주었다.

전반적으로 무디의 결정이 어떠한 스트레스도 유발하지는 않았지만, 무디의 부채 및 장기적 경제성장에 대한 언급은 중국경제에 전적인 확신감을 있지 않음을 나타내며, 우리는 이러한 견해를 오래 동안 공유해 왔다.

#### 3. 개선되고는 있지만 역제가 유지되는 인플레이션

전세계적으로 전반적 인플레이션은 (특히 석유관련 기저효과로 인해) 상승했지만, 코어 인플레이션은 관리되고 있고 인플레이션 기대감은 꿈쩍도 하지 않고 있다. 유럽중앙은행은 심지어 유로화통화권에 대한 인플레이션 기대감의 하향수정도 고려하고 있다. 유가는 미화 50달러~55달러 대에서 안정세를 보이고 있지만, 미국의 공급량에 따라서는 원유 가격이 40달러~50달러 대로 하락할 수 있다는 사실은 잘 알려져 있다. 석유산유국(특히, 파산(즉 디폴트) 직전의 베네수엘라)에는 우려스러운

“글로벌 성장이 계속됨을 나타내는 신뢰도 조사와 경제지표, 여전히 내수수요에 의해 견인되고 있는 경제성장”

“무디의 중국 신용등급 강등... 영향력이 없는 결정... 올바른 결정 또는 잘못된 결정?”

2017년 6월

상황이지만, 중국 및 인도와 같은 석유소비국에게는 좋은 소식이다.

**4. 유로통화권에서는 정치적 리스크는 해소되고 미국에서는 리스크가 부상하는가?**

프랑스에서 유럽친화적인 엠마누엘 마크의 대통령 당선되고 개혁, “유연한 보안 (flexi-security)”, 공공적자의 점진적 해소와 관련된 공약이 채택되면서 유럽에서 정치적 리스크는 시야에서 거의 사라졌다.

“약간씩 상승하고 있지만 관리되고 있는 인플레이션”

“유로통화권의 시야에서 거의 사라진 정치적 리스크”

“세금관련 법안이 여름 동안에 의회에서 통과될 가능성은 낮은 세금관련 법안”

“가을 이전까지는 큰 변화가 없을 가능성이 높은 미국의 재정정책”

- 프랑스의 입법부 선거는 6월 11일과 18일에 치러질 예정이다. 신임 프랑크대통령의 신당이 여론조사에서 지지율 31%로 선두를 달리고 있으며, 그 뒤로 「국민전선」 19%, 우파연합 18%, 「불굴의 프랑스」(France insoumise) 14%, 「사회당」 7%로 나타났다. 프랑스 의회에서 절대다수의 의석 확보는 신임 프랑크대통령에게 불가능한 목표가 아닌 것으로 보인다.
- 독일의 9월 24일 총선에 대한 여론조사에서 앙겔라 메르켈 독일총리의 「기독교민주연합」-「기독교사회연합」(CDU-CSU) 34%로 선두를 지키고 있다. 그 뒤를 「사회민주당」(SPD) 31%, 「독일을 위한 대안」(AfD, 극우정당) 9%, 「녹색당」 7%, 「좌파당」(극좌정당) 7%, 「자유민주당」(FDP, 진보정당) 6%로 나타났다.
- 이탈리아에서는 정치적 상황이 복잡스러운 상태를 유지하고 있지만, 우려할만한 상황은 아니다. 복잡하다고 평가되는 이유는 지지도에서 근소한 차이를 보이고 있기 때문이며, 「민주당」과 「파이브 스타 운동」은 각각 25%와 30%를 보이고 있다. 잘 알려진 바와 같이, 「파이브 스타 운동」의 당대표는 유로화의 탈퇴를 바라고 있으나 국민투표의 수행을 강제할 수단을 가지고 있지 않다. 「민주당」(당대표: 렌치 전총리)와 「포르차 이탈리아」 사이에 연정이 구성될 가능성이 가장 큰 시나리오이다. 즉, 이탈리아는 전세계에서 분명 효율적으로 연정을 관리하는 능력을 보유한 국가로 잘 알려져 있으므로, 이와 관련한 시스템리스크는 있지 않다. 또한 유럽집행위원회는 이탈리아의 재정적자에 대해서 다소 우호적인 태도를 채택했다는 사실도 상기되어야 한다.
- 그리스에서는 채권자들이 요구하는 조치들 대부분이 승인되었으며, 이를 통해 여름 동안에 필요한 지출금을 확보하는 초석을 다졌다. 이는 분명 좋은 징후이다.
- 포르투갈은 자신의 입장에서는 과도한 유럽의 재정적자 회복절차를 마치고 이에서 벗어나고 있다.

미국에서는 트럼프 행정부에 대한 압박(러시아 관련 의혹)이 증가하고 있으며, “대통령 탄핵”이라는 사안이 점차 세를 얻고 있다. 현재 공화당은 하원에서 충분한 과반수를 확보(의석수의 55%)하고 있기 때문에, 하원에서 탄핵소추안 통과를 반대할 가능성이 크다. 도널드 트럼프 대통령에 대한 지지도가 급락하는 경우에만 공화당 의원들이 이러한 마음을 바꿀 가능성이 있다. 하지만 “탄핵소추”가 곧바로 대통령 파면을 의미하지 않는다는 사실에 유념해야 한다. 탄핵소추위원회에서 사전에 승인된 탄핵소추안이 하원(HoR)에서 의원 수의 과반이 찬성으로 경우에 탄핵소추가 발의된다. 그 후에 발의된 탄핵소추는 상원으로 이관되며, 대통령 파면을 결정하기 위해서는 상원 의원 2/3 이상이 찬성해야 한다.

우려스러운 또 다른 분야는 도널드 트럼프 대통령의 공약, 특히 세금관련 제안정책의 실현 여부이다. 트럼프 대통령은 분명 오바마케어의 폐지에 대한 하원과 합의를 했지만, 여전히 상원에서 이 사안에 대해 결정을 해야 한다. 백악관은 강력한 공공지출삭감이 포함된 예산안을 5월 23일에 제출했지만, 의회에서 이러한 재정계획을 이번 여름에 통과시킬 가능성은 낮은 것으로 보인다. 즉, 가을 이전까지 재정적인 측면의 조치들을 거의 기대할 수 없다. 또한 러시아의 대통령선거 개입 각종 의혹에 대한 현재 진행 중인 조사도 세금 사안에 대한 의원들 사이의 협상을 늦출(또는 심지어 중지시킬) 수도 있다. 무엇보다도 분명한 사실은 정치적 리스크와 세금정책과 관련된 리스크가 상승했다는 점이다.

**5. 통화정책은 점차 제한적으로 되고 있지만, 완화적인 추세는 유지되고 있다...**

미국에서는 2017년에 두 차례의 금리인상(6월 및 9월/12월)에 있을 것으로 예상된다. 트럼프 행정부가 공약한 세금정책을 이행하는 것이 불가능하지 않는 한, 이러한

2017년 6월

금리 인상의 상황은 미국경제와 금융시장에 커다란 리스크가 없이 신뢰성이 높은 것으로 보인다. 단 재정정책이 보다 완화적일 경우(또는 이러한 경우에만) 연준은 더욱 긴축적인 통화정책을 채택할 수도 있다. 미국은 긴축적 통화정책, 긴축적/중립적 재정정책을 동시에 시행할 수는 없다. 이와 관련된 사안은 채권시장과 주식시장에서 특히 중요하다. 연준에서도 자산매입에 대한 정책을 재검토하고 재정상태에 부담을 줄이는 첫 번째 작업을 수행할 예정이기 때문에 이러한 사안들이 더욱 중요하다. 연방공개시장위원회(FOMC)의 가장 최근 보고서에 따르면, 연준은 유통 중인 재무성증권의 매달 달러화 금액 “한계(ceiling)”의 설정을 계획하고 있다고 공개되었다. (즉, 한계를 넘기는 경우에 만기가 돌아오는 증권 전체에 재투자를 중단한다) 이러한 “한계”는 3개월마다 재평가하게 된다. 이러한 방침이 도입되는 경우, 연준 이외의 투자자들은 재무성증권의 잉여 공급분을 흡수해야만 하며, 시장은 이전보다 덜 관리/보호된다. 연준이 보유한 재무성증권 중에서 미화 4억2700만 달러 규모가 2018년, 미화 3억5700만 달러는 2019년에 만기가 돌아오는 것으로 파악되며, 이 중의 일부는 (연준의 정의하는 기준에 따라) 재투자되지 않을 것이다. 연준의 자산매입 재투자정책의 변경에 대한 발표는 2017년 4분기에 있을 것이라고 현재 광범위한 받아들여지고 있다. 미국의 단기금리 및 장기금리의 상승이 기대된다.

유럽중앙은행은 리스크의 균형 덕분에 최근 발표의 방식을 변경했다. 유럽중앙은행은 경기회복과 인플레이션에 대해서 확신감을 보여주고 있다. 유럽중앙은행의 각종 언급에 따르면, 저금리를 “자산 순매입 정책의 기한보다 훨씬 오랜” 상당 기간 동안 유지한다고 간주하는 것이 합리적이다. 자산매입 프로그램의 축소에 관련된 논의가 빠르게 진행되고 있으며, 유럽중앙은행이 올해 말 이전에 추가적인 변경에 대해서 논의할 것이라고 예상하는 것은 전혀 비합리적이지 않다.

**글로벌하게 유지되는 투자전략**

상기의 현황을 반영하여 우리는 몇 가지의 핵심 결론을 유추할 수 있다.

첫 번째로, 우리의 **위험자산에 대한 선호는 유지되어야 한다**. 유럽의 정치적 리스크는 급격히 줄어들었으며, 인플레이션 우려는 경제성장의 조건개선으로 대부분 상쇄되고 있다.

하지만, 경계를 늦추지 않아야 한다. 변동성 하락, 주식 사이의 상관 관계의 감소, 국채 스프레드(가산금리)의 감소, 국채 신용파산스왑(CDS) 수준의 하락... 모든 상황이 전반적 리스크가 하락되었음을 나타내고 있는 것으로 보인다... 하지만 물론 이렇게 단순한 상황은 아니며, 특히 리스크를 가치평가와 연관시키는 경우에는 더욱 단순하지는 않다. 저금리 환경이 가치평가를 어렵게 만든다는 사실은 오랫동안 잘 알려져 있다. 왜냐하면 장기금리는 그 균형가치보다 훨씬 낮고 모든 양적완화에 대한 논의는 금리수준 및 채권수익률에 대해 의문을 제기하기 때문이다. 즉, 현재의 상황이 이러한 스프레드의 비대칭적 리스크를 감출 수는 없다. 즉 이제 스프레드가 넓혀질 가능성이 좁혀질 가능성보다 훨씬 강하며, 특히 유동성이 제한적인 시장에서 더욱 그러하다.

비대칭적 리스크가 존재함에 유념해야 하지만, 우리는 (국채와 비교하여) 유럽 회사채에 분명한 선호를 유지한다. 스프레드 추구는 회사채를 통한 리파이낸싱에 극도로 우호적인 결과로 나타났다. 따라서 기업들은 더 이상 (향후에 발생하더라도) 즉각적인 금리인상에 민감하지 않게 되었으며, 분명히 금리인상이 반영되기까지 18개월~24개월의 유예기간을 가질 수 있게 되었다. 미국과 유럽 모두에서 의제적 부도율과 실질적 부도율이 낮으며, 그러한 상태를 계속 유지할 것이다.

스프레드 추구, 경제 성과 개선 및 노동시장의 향후 개혁 등이 유럽의 회사채, 상장채권, 사모채권에 약간 더 관심을 주게 하는 모든 요인들이다. 스프레드 추구는 통화정책의 논의라는 관점에서 덜 수월할 것으로 보이지만, 기업의 건전성과 수익성과 관련해서는 훨씬 더 수월할 것으로 보인다. 유럽중앙은행과 관련된 예상 (저금리 유지 및 자산매입 규모의 측면에서 충분한 양적완화 추구)에 따라, 우리는 이러한 투자는 현 단계에서 매우 일관성을 있도록 계속되어야 한다.

비대칭적 리스크의 존재도 역시 주식시장에서 중요한 요인이다. 이것이 바로 우리가 미국(너무 가격이 높음)에 대비하여 유로지역(또한 일본과 신흥국 시장)를 현재 상당

“ 연준은 2017년 4분기에 자산매입 재투자 정책을 변경할 수도 있음 ”

“ 유럽중앙은행이 올해 말 이전에 자산매입 프로그램의 축소에 대해 언급할 수도 있음 ”

“ 모든 상황이 전반적 리스크가 하락되었음을 나타내고 있는 것으로 보임 ”

“ GDP 성장률 개선, 완화적 통화정책, 스프레드 및 수익률 추구 활동 = 기업채, 상장채권, 사모채권에 대한 관심 증가 ”

2017년 6월

기간 동안 선호해 온 이유이다. 특히 원자재 및 석유의 낮은 가격은 일부 국가들에 있어서 분명히 경고 신호이지만, 신흥국(특히 아시아)들의 성장 분야는 원자재를 소비하는 분야라는 사실을 잊지 않아야 한다.

통화정책이 실질적(미국의 금리)으로나 기대감(미국의 양적완화, 특히 유럽의 양적완화)에 있어서 더욱 제약적이 되었지만, 해당 통화정책의 조정(modulation)은 여전히 영향을 이끌어내기에는 충분하지 않다는 사실도 간과하지 않아야 한다. 통화정책의 조정은 일부 국가들에만 제한적이며, 때로는 다른 요인들에 의해 조건이 부여된다. 특히 연준의 통화정책의 긴축화는 향후의 세금정책과 강력하게 연계되어 있는 것으로 보이지만... 하지만 지금은 이와 관련하여 대해서 많은 것을 기대할 근거는 없다. 이와 유사하게 유럽에서는 양적완화에 대한 논쟁이 부각되고 있지만, 금리는 매우 낮은 수준을 유지할 것이고 유럽중앙은행은 유로통화권의 순 발행금액보다 더 큰 규모로 자산매입을 계속할 것이다. 더욱이, 정치적 리스크가 소멸했다. 즉, 유로화 권역의 주변국에 대해 구조적인 섯슈레이션을 취해야 할 이유가 남아있지 않다.

다만, 우리는 환율에 대해서만은 매우 강력한 견해를 가지고 있지 않다. 우리는 현재로서는 “통화 불균형”(misalignments)이 주된 사안으로 보이지 않으며, 현재의 추이가 커다란 움직임을 반드시 선도하는 것도 아니다. 분명한 사실은, 일부 통화(특히 브라질의 헤알화와 터키의 리라화)는 국내 환경으로 약화되어 더욱 어렵게 되었으며, 다른 통화(특히 러시아의 루블화)들은 성장역동성의 개선에서 도움을 받고 있고, 다른 통화들(예를 들면, 브렉시트의 과제와 협상에 당면한 GBP)은 취약함이 유예된 상태로 나타나고 있다. 하지만 SD - JPY - EUR 환율은 단기적으로는 거의 움직이지 않을 것으로 예상된다. (그러나 유로화에 대한 약간의 후호적인 바이어스는 합리적임)

“우리가 미국 보다는 유로지역 (또한 일본과 신흥국 시장)를 현재 상당 기간 동안 선호해 왔다”

“유로화 권역의 주변국에 대해 섯슈레이션을 취해야 할 주된 근거는 없다”

“BRL과 TRY은 취약, RUB 의 견고성 상승, GBP의 유예된 영향, EUR에는 긍정적 바이어스?”

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"> <li>미국 주식에 대비한 유로통화권 주식에 최대 강력한 투자비중확대</li> <li>미국 시장에 대비하여 일본 시장과 신흥국 시장에 투자비중확대</li> <li>가치 요인으로 투자비중확대</li> <li>유럽 부문 섯택                     <ul style="list-style-type: none"> <li>- 투자비중확대: 기술, 에너지</li> <li>- 중립: 부동산투자싯택(REITs)</li> <li>- 투자비중축소: 공공기업[전기, 수도, 가스], 의료, 금융</li> </ul> </li> <li>신흥국 내부:                     <ul style="list-style-type: none"> <li>- 투자비중확대: 페루, 러시아, 멕시코</li> <li>- 투자비중축소: 대만, 그리스, 터키, 남아공, 칠레</li> </ul> </li> <li>중립: 중국, 인도, 필리핀, 태국</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>위험자산에 경미한 투자비중확대</li> <li>국채에 투자비중축소. 단, 미국(중립)과 주변국(투자비중축소)는 제외</li> <li>유로 크레딧에 투자비중확대</li> <li>미국 크레딧에 투자비중확대</li> <li>유럽의 금융주에 롱포지션 ... 섯별적 포지션 유지: 유로통화권에서는 하이베타 채권, 미국에서는 로우베타 채권</li> <li>듀레이션: 전체적으로 중립듀레이션/ 섯슈레이션, 이와 더불어 마이너스 금리 부문에는 섯바이어스 및 주변국에는 롱바이어스</li> <li>GBP와 JPY에 섯슈레이션</li> <li>미국과 유로의 실물채권에 롱듀레이션</li> <li>신흥국 채권:                     <ul style="list-style-type: none"> <li>- 경화표시의 채권에 투자비중확대 (USD에 롱포지션)</li> <li>- 현지통화 포켓의 재구성 계속됨 (이제는 또한 투자비중확대)</li> </ul> </li> <li>EUR 및 JPY에 대비한 USD에 롱포지션의 감소</li> <li>원자재수출국 통화에 거의 롱포지션을 취하지 않음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>유로통화권 주식에 투자비중확대</li> <li>유럽에서는 가치 요인으로 롱포지션</li> <li>미국에서는 질 요인으로 롱포지션</li> <li>일본 주식에 대해 전반적인 긍정적 포지션</li> <li>미국 주식에 투자비중축소</li> <li>채권 포켓에 전반적인 섯슈레이션</li> <li>유로 핵심국과 비교하여 유로 주변국에 상대적으로 투자비중확대 (및 롱듀레이션) 유지</li> <li>미국 재무성증권에 경미한 투자비중확대</li> <li>회사채: 유럽과 미국의 HY/IG에 긍정적, 금융 및 산업에 롱포지션</li> <li>신흥국 현지화표시 채권에 대비하여 신흥국 경화표시 채권에 투자비중확대</li> <li>통화: USD와 JPY에 경미한 롱포지션</li> <li>일부 매크로-헤징 포지션 유지됨: 변동성과 미국 재무성증권</li> <li>모든 구역의 손익평형 인플레이션에 긍정적 견해</li> </ul>

**자산배분**

**이번 달의 토픽**

**글로벌 교역은 소비, 투자, 재정정책/세금정책과 결합되어 성장동력이 될 수 있을까?**

PHILIPPE ITHURBIDE, *Research, Strategy and Analysis* 글로벌 헤드

유로화 권역의 경제성장이 상승하고 있으며, 유로화 권역의 위험자산에 대한 우리의 견해를 강화시키고 있다. 투자는 조금씩 회복되고 있으며, 소비는 견고함을 유지하고 재정정책/세금정책에 전망은 경제전망을 향상시키고 있다... 하지만 여기에서 빠진 부분은 교역/무역이다.

**경제성장은 더욱 견고해지고 있으며, 특히 유로화 권역에서 더욱 그러하고 상대적으로 낙관적으로 간주하는 것은 합당하다**

실제로, 성장동력들이 하나씩 재부상하고 있다. 분명한 사실은, 현재로서는 극적인 모습을 보이지는 않지만 그 추이는 흥미롭다.

- 이미 상당한 견고세를 보이고 있는 **소비**는 지속적인 페이스를 나타내고 있다. 저물가, 저금리 및 불평등 보완, 부의 분배, 경제위기 충격의 분산을 이루는 유럽국가들의 역량(효율적 복지국가) 등은 유로화 권역을 경제위기의 동안에 보다 큰 회복력을 가질 수 있게 만들었다. 하지만, 이러한 모델이 가지는 경직성은 하나의 결점이며, 이는 경기회복 국면을 둔화시키기도 한다. 요약하면, 유로화 권역의 경제활동은 위기 국면에서는 보호되지만 성장 국면에서는 둔화된다. 이를 통해 유로통화권이 2009년 이후에 경제위기를 (예를 들면, 미국과 비교하여) 지연하여 경험했다는 사실을 부분적으로 설명할 수 있으며, 다른 면에서는 두 번째 위기인 부채 위기의 발발에 대한 설명이 되기도 한다.
- **투자**는 「대불황」(Great Recession) 이후로 부진했지만, 역시 조심스럽게 회복되고 있다.
- **재정정책/세금정책**은 1) (프랑스 대통령 선거의 결과로 인해 위태롭게 되지 않은) 금리하락으로 생겨난 전략적 옵션의 여지의 확보, 2) 지난 10여년 동안 가시적으로 나타난 불평등성 확대에 대처하려는 보다 강력한 의지, 3) 한편으로는 더 이상 필수적이지 않고 다른 한편으로는 특히 정치/사회적 수준에서 비효율적이지는 않다고 나타난 긴축정책의 점진적 축소 등의 덕분에 경제활동을 약간 더 부양하기 위해 도입이 예상되고 있다.
- 마지막 성장동력의 요인인 **수출**은 지난 10여년 동안, 특히 2001년 이후로 다소 정체된 상태를 유지하고 있다. 수출관련 추세는, 전세계에서 아시아를 제외하면, 정체를 보이고 있다.

지난 몇 년 동안, (낮은 수준의) 경제성장은 주로(또는 전적으로) 소비에 기반해 왔다는 사실에 유념해야 한다. 이러한 측면에서 투자, 재정정책, 아마도 세계무역이라는 요인들 금융자산에 주된 영향을 미치기 때문에, 이 요인들이 중요하게 된다.

**프랑스의 선거환경에도 불구하고 유럽 주식 (및 위험자산)에 대한 투자비중확대를 유지하는 결정을 하는 우리를 포함한 투자자들에게 확신을 주게 된다.**

- 경기순환주가 이러한 상황에서 혜택을 보게 된다.
- 가치 테마가 적절하며, 특히 미국 시장과 비교하면 더욱 그러하다.

**핵심요약사항**

유로화 권역의 경제성장이 상승하고 있으며, 유로화 권역의 위험자산에 대한 우리의 견해를 강화시키고 있다. 투자는 조금씩 회복되고 있으며, 소비는 견고함을 유지하고 재정정책/세금정책에 전망은 경제전망을 향상시키고 있다... 하지만 여기에서 빠진 부분은 교역/무역이다. 교역/무역은 경제성장의 가속화에 곧 기여할 것인가?

여기에서의 분석에 따르면 구조적인 역풍을 고려하면 교역/무역이 경제성장에 기여할 것으로 확신할 수 없다. 세계교역과 관련한 향후 15년 동안의 “새로운 정상 상태”는 이전 5년 동안과 유사(세계교역의 성장률이 세계경제의 성장률보다 훨씬 낮음)할 것으로 보인다. 즉 그 이전 시기 30년 동안(교역성장률은 글로벌 경제성장률보다 훨씬 강력했음)과는 다를 것이다.



경제활동을 약간 더 부양하기 위해 도입이 예상되는 재정정책/세금정책



프랑스의 선거환경에도 불구하고 유럽 주식에 대한 투자비중확대를 유지하는 결정을 하는 (우리를 포함한) 투자자들에게 확신을 주고 있다



2017년 6월

- 수익성 전망이 개선되고 있다. (본 리뷰의 제6번 분석 참조)

**투자가 동반되는 글로벌 교역이 이러한 추세를 가속화시킬까?**

무엇보다 먼저 세계교역 부진의 결정요인에 대해 검토해 보도록 하겠다. 교역/무역의 수축 요인은 10가지 이상으로 언급될 수 있다. (자세한 내용은 토론 논문: “글로벌 교역 둔화: 구조적 또는 경기주기적 요인?”, Amundi DP 시리즈 번호 22, 2017년 5월 참조)

“하락할 여지가 없는 관세, 확산되는 비관세적조치”

**1. 잠재성장률의 하락.** 유럽, 일본, 미국, 중국 및 대부분의 신흥국을 비롯하여 전세계의 잠재성장률은 하락했다. 이러한 하락의 “주요” 구조적 요인에는 i) 생산가능인구의 축소 및/또는 경제활동률의 급락, ii) 잠재적 경제성장률에 심각하게 영향을 주는 불평등성의 확연한 증가, iii) 실질가처분소득의 하락 또는 정체 (여기에서 임금정책 및 과세정책의 잠재적 영향을 확인할 수 있음), iv) 부채부담의 영향(높은 부채 수준으로 제약되어 다수의 국가에서 과거와 같이 경제주기에 대처하는 조치를 취하지 못함) 등이 포함된다.

**1. 투자 약세,** 교역 발전의 핵심 요인 중의 하나인 투자. 일부에서는 이는 금융위기의 심각성과 신규 기업이 사용 가능한 대출의 부족 때문인 것으로 생각하고 있다. 또 다른 일부에서는 내수수요의 약세를 지적하는 반면에, 다른 이들은 여전히 광범한 인구학적 추이가 원인이라고 제시하고 있다.

**2. 관세를 더 이상 낮추기는 어려울 것으로 보이며,** 따라서 관세 인하 및 자유주의적 무역정책강화의 진전이 지체되는 이유가 설명될 수 있다. 제2차 세계대전 이후의 GATT 및 WTO 협상은 현저한 관세의 인하의 결과로 나타났다. 1990년대초 이후로 신흥국의 평균 관세율은 3/4이 낮추어져 10% 미만이었다. 선진국 경제 사이의 관세는 절반이 줄어들어 현재 2.5% 미만이었다. 하지만, 2008년 금융위기 이후로 신흥국에서는 일반적으로 안정적인 수준을 유지하고 있고 선진국에서는 오히려 약간 낮아졌다. 지난 20년~30년 동안에 관세는 크게 낮아졌다. 현재의 관세는 매우 낮기 때문에, 교역/무역협정이 관세에 대한 영향은 거의 없고 교역물량을 증가시키기 보다는 교역 프레임의 설정에 더욱 기여한다.

**3. 관세가 계속 낮춰지는 반면에 2002년 이후에는 비관세조치(non-tariff measure: NTM)가 증가하는 추세이다.** 비관세조치에는 수출보조금, 공공수주에 대한 국가조항, 인허가, 기술이전, 외국인직접투자(FDI) 제한 등과 같은 교역 흐름을 제한하거나 왜곡시키는 모든 조치가 포함된다. 금융위기와 「대불황」(Great Recession)이라고 알려진 기간(2008~2010)이 교역에 지대한 영향을 미쳤다. 국가들은 리세션(경기불황)이나 경쟁력을 갖추지 못하는 시기 동안에 더욱 제약적인 교역정책을 시행한다는 사실은 간단하게 입증된다. 지난 수년 동안 G20 국가들(대표적으로 미국과 러시아)은 대규모로 비관세조치를 도입하고 있다. 이러한 모든 비관세조치들이 세계교역의 규모에 상대적으로 대단하지 않은 영향을 미쳤고 평균적으로 추산되는 이의 관세적 가치가 낮게 유지되더라도 그 역할은 과소평가되지 않아야 한다. 하지만 이러한 추이는 분명하게 부각되고 있다. 예를 들면, 독일, 영국, 중국, 프랑스에 2009년 약 50건의 비관세조치가 있었지만, 그 이후로 약 200건의 비관세조치가 새롭게 마련되었다. 미국과 러시아의 경우, 2016년 현재 600건 이상(미국) 및 500건(러시아) 이상의 비관세조치를 시행하고 있다. (2009년에는 각각 100건 미만이었음) 더욱 놀라운 사실은, 2009년 이후에 세계교역에서 차별적 조치의 건수가 교역자유화의 증진시키는 조치들보다 훨씬 많아졌다.

**4. 외국인직접투자(FDI)의 감소도 역시 교역 저성장의 한 요인으로 설명될 수 있다.** 경험적 데이터에 따르면, 외국인직접투자와 교역은 상호보완적 관계를 가진 것으로 나타나고 있다. 1990년대에 크게 증가한 외국인직접투자는 최근년 동안에 급락했으며, 이는 세계교역의 보통 수준의 팽창에 대한 설명 요인이 될 수 있다.

5. **현지 생산량 증가의 추이도** 교역량에 영향을 준다. 해외 투자가 교역을 창출하지만 역시 감소시킬 수도 있기 때문에, 교역과 외국인투자 사이의 역동적 상호관계는 글로벌화의 중심에 자리잡고 있다. 최근 수십 년 동안에 많은 기업들도 소비자-근접성(consumer-proximity) 전략을 채택해 왔다. 소비자-접근성이란 현지생산으로 전환을 의미하며, 이에 따라 교역이 줄어드는 효과가 나타나게 된다. 20세기와 21세기에 특징은 상품을 “판매”를 돕는 교역의 형태에서 상품을 “제조”를 교역의 형태(이러한 현상은 글로벌 가치망으로 불려짐)로 변환되었다는 사실이다. 지난 수십 년 동안에 신흥국 시장은 세계경제에 급격히 통합되어서 글로벌 가치망의 확대를 촉진시켰다. 주요 신흥국 시장의 노동비용이 증가함에 따라 국경간 생산파편화의 이러한 과정은 성숙단계에 접어든 것으로 보인다. 또한 기업들은 장기적 공급망의 리스크에 대해서 재고하고 되었으며, 수출시장 내에서 생산을 증가하는 경향을 보여왔다.

6. **서비스 발전, 특히 금융서비스의 발전이 여기에서 유의적인 역할**을 하고 있다.. 제품의 해외수출의 결정에서 수출시장의 분석 및 국제 유통망의 구축 등과 같은 현저한 초기비용의 수반을 고려해야 한다. 필요한 운전자금이 국제거래의 처리에 소요되는 장기간의 결과로써 훨씬 커지게 된다. 기업들은 이러한 사안과 지출을 처리하면서 초기에 글로벌화에 기여하였으며, (신생기업을 제외하고) 체계가 마련되었고 이 관련된 비용을 그 동안 나누어 지불한 것이다. 또한 국제선적에는 국내배송보다 훨씬 많은 기간이 소요되며, 따라서 생산기업이 수익을 올리기가까지는 더 많은 생산비용이 발생한다는 사실도 유념해야 한다. 수출기업들은 은행을 이용하여 수입기업 확인과 수출대금 지급보증을 받는다. 금융부문의 발전은 항상 다수의 산업 부문에서 수출 역량을 증진시키는 중요한 요인으로 간주되어 왔다. 무역에서 파이낸스는 두 가지의 핵심 역할을 한다. 첫 번째는 국제상업거래를 지원하는 운전자금을 제공하며, 두 번째는 수출대금 납입의 리스크를 감소시키는 수단을 제공한다. 은행제도는 모든 국가에서 고도로 발전했다. 즉 i) 과거의 시기 미국과 영국 은행이 지배했던 것과는 다르게, 모든 국가에서 교역에 필요한 요건을 갖추기 위해서 외국은행을 이용할 필요가 더 이상 없어졌다. ii) 하지만 세계금융위기 이후로는 이러한 발전에 있어서 이전과 같이 교역을 촉진시키지 못하는 공백을 경험했으며, iii) 신흥국을 포함한 전세계의 부채비율은 현격하게 증가하여, 2/3 국가가 경제활동과 교역을 제한하는 경계점으로 알려진 민간부채/GDP 비율이 100%를 초과했다. 민간부채/GDP 비율이 100% 미만인 1/3 국가들이 이러한 간극을 채워줄 수 있다면, 교역에 대한 영향은 미미할 것이다.

7. 지난 10여년 동안 **교역에서의 중국의 역할**이 현저하게 변화했다. 20년 동안 중국은 세계에 대한 소비자 상품의 주요 공급처였다. 따라서, 중국의 급속한 발전은 교역의 공급과 수요를 증가시켰다. 이 기간 동안, 중국의 이러한 발전은 글로벌 공급 충격으로 역할을 했다. 교역상품의 상대적 가격하락에 기여했으며, 세계교역을 활성화시켰다. 중국은 원자재 최대 소비국으로 매우 빠르게 부상했다. (아래 및 부록의 그래프 참조) 석유와 가스를 제외한 세계 원자재의 대부분에 대해 중국은 최대 소비국이다.

「대불황」(Great Recession) 이전까지 중국은 수출역량을 크게 확장했다. 중국은 생산에서 비교우위를 가지고 있던 고도의 노동집약적 산업에 특화되었다. 이러한 수출주도형 성장전략은 중국의 제조기반설비의 급속한 확장의 결과로 나타났으며, 세계교역의 성장을 견인했다. 하지만 이러한 요인들의 영향이 감소하고 있다. 현재 중국경제는 제조정의 과정을 겪고 있으며, 수출이 전적으로 주도하는 경제에서 소비의 비중이 높은 경제의 모델로 전환되고 있으며, 각국들에서는 중국으로부터 수입비중이 점진적으로 둔화되고 있다. 이로 인해, 중국 수입품에 대한 수요의 소득탄력성이 급격히 하락하여 세계교역의 추락에 기여하게 된 방식이다. 수입과 수출이 급격히 하락했으며, 시장점유율도 역시 하락했다. 그 원인은 이 시기 동안 중국에서 특히 임금 상승과 관련한 낮은 수준의

“국제교역량에 영향을 주는 현지 생산을 확대하는 추이”

“수출주도형에서 소비자 주도형으로 전환한 중국 경제모델의 재조정, 중국의 수입, 수출, 시장점유율의 증가세 점진적 감소”

2017년 6월

경쟁에서 새로운 경쟁국가의 도래, 실질실효환율의 평가 절상(2005년 이후 거의 25%) 등이다. 중국의 수출부문(전세계 수출의 10% 점유)은 단순히 그 최대치에 도달했을 수도 있다. (수출액/GDP 비율이 2010년 이후로 계속 하락하고 있다) 중국은 경제발전과 생산비용의 상승으로 인해 그 수출역량이 감소했다. (예를 들면, 중국은 베트남이나 멕시코와 비교하면 더 이상 실질적으로 경쟁력이 없다) 중국의 성장모델은 변경되고 있으며, 더 이상 세계교역과 연계되지 않는다.



교역 감소에 기여한  
보호무역주의 부상과 자유무역과  
글로벌화에 대한 반감



**8. 세계교역의 구조도 변화했다.** 경험적 데이터에 따르면, 구성의 효과 (composition effects)가 세계교역의 둔화에서 주요한 역할을 한 것으로 나타났다. 첫 번째로, 주된 경제활동이 선진국 경제에서 일반적으로 교역 탄력성이 약한 신흥국 경제로 전환되었으며, 이는 세계교역의 탄력성에 부정적인 영향을 주었다. 이러한 지리적 구성의 효과가 최근년 동안의 세계교역의 둔화의 거의 절반에 책임이 있다. 두 번째로, 대부분의 국가에서도 교역 탄력성이 하락되었다는 사실이 확인되고 있다. 이러한 수요구성의 효과도 역시 세계교역의 저해요인이 되었다.

**9. 행동적 무역보호주의 증가와 자유무역과 글로벌화에 대한 반감은 이미 현실에서 나타나고 있다.** 다음의 표(IMF)는 이를 표시한 것이다. 여기에서 신흥국이나 개발도상국이 자유무역을 더욱 선호하고 있으며, 미국은 일자리 창출의 측면뿐만 아니라 더욱이 임금상승 전망의 측면에서는 자유무역에서 이로운 점을 많이 확인할 수 없다는 사실을 확인할 수 있다. 일본인들의 “역사적” 특성인 “국산 구매” (및 현재는 현지산 구매)에 대한 유혹이 전세계로 확산되고 있다.

세계교역과 그 발전전망을 축소시키는 10가지 요인

세계교역을 축소시키는 요인	근거	추이 반전 요인	추이 반전을 믿을 수 있을까?
1. 잠재성장을 하락	글로벌 교역증가를 저해하는 글로벌 경제성장	성장친화적 경제정책의 집중적 사용	예 및 아니요, 왜냐하면 요인들(인구구성, 불평등성, 부채부담...)이 잠재성장을 끌어 내리기 때문임
2. 투자 약세	투자는 국가들 사이의 교역의 강력한 견인 요인	저금리, 낮은 예상수익...	예, 투자가 재부상하고 있음
3. 이미 낮은 수준에 도달한 관세	정착된 낮은 관세... 이제 교역협정은 관세 인하보다는 교역제약의 제거에 사안을 설정함	자유무역의 새로운 물결	실질 그렇지 않음, 단 선진국에 비하여 관세가 평균 4~5배가 높은 신흥국 사이의 교역 협정은 예외
4. 비관세조치(NTM)의 확산	특히 미국과 러시아 등의 국가들이 지난 10년 동안 새로운 비관세조치를 도입했으며, 이는 (중간 수준의) 무역장벽이 세워졌음을 나타냄	보호무역주의 태도의 반전	아니요... 이러한 추이는 많은 국가에서 고착되고 있다
5. 외국인직접투자(FDI) 하락	외국인직접투자 흐름에는 일반적으로 교역 흐름이 동반된다	외국인직접투자의 재개	있음
6. 현지생산의 이용 증가	현지 소비자에 근접하려는 바램, 생산비용 절감의 필요성, 현지 생산 결정은 분명히 일부 교역을 감소시켰다	본국에서 제조하기로 결정한 생산기업, 본국에서 생산한 후에 수출하기로 결정... 세금혜택, 생산기업에게는 덜 매력적인 해외의 임금 수준, 제품의 품질?	심지어 세금혜택이 있는 경우에도 그러하지 않을 것임
7. 현지 금융서비스의 발전	현지 금융서비스 이용은 서비스 무역을 회피하게 한다	현지 금융기관에 대한 신뢰성 부족	아니요
8. 중국의 새로운 역할과 새로운 성장 모델	중국의 성장모델이 변경되고 있으며, 임금수준은 더 이상 경쟁력을 가지지 못함	새로운 모델 변경	아니요, 리스크 없음... 중국은 더욱 균형 있고 다양화된 경제성장으로 진입하고 있음...
9. 세계교역양식의 변화	낮은 교역탄력성을 가진 신흥국에서 보다 강력한 경제성장	신흥국가의 붕괴, “뉴 프론티어” 국가에서 전이되지 않음	거의 발생할 가능성 없음... 현재의 추이는 지속적 트렌드임
10. 글로벌화에 대한 반감	행동적 보호무역주의가 확산되고 있으며, 글로벌화에 대한 불신도 역시 그러함, 하지만 신흥국에서는 덜 그러하며 개발도상국에서는 전혀 나타나지 않음	글로벌화에 대한 새로운 신뢰	그러할 가능성은 거의 없음, 왜냐하면 부정적 영향은 현재 매우 가시적(고용률, 임금, 부의 분배)으로 나타나기 때문임



2017년 6월

결론

전반적으로, 세계교역은 더 이상 성장동력의 요인이 아니며 교역의 최약세 성장을 설명하는 많은 요인들(보호무역주의 부상과 비관세조치의 광범위한 이용, 중국의 새로운 역할, 저투자, 바닥을 친 관세 수준...) 중의 일부는 구조적이다. (구조적 요인이 전무하지는 않다) 이는 향후 15년 동안의 “새로운 정상 상태”는 이전 5년 동안과 유사(세계교역의 성장률이 세계경제의 성장률보다 상당히 낮음)할 것으로 보인다. 즉 이 시기 이전의 30년 동안(교역성장률은 글로벌 경제성장률의 두 배)과는 다를 것이다. IMF는 해당 사안을 검토하여 선진국 경제, 신흥국 경제, 개발도상국/저소득국가라는 세 집단에서 당면한 과제들을 다음과 같이 평가했다.

- 선진국 경제는 농업과 섬유와 같은 전통적인 부문에서 남아있는 보호시책들을 줄일 수 있고, 서비스 시장(예: 교통)을 개방하고 규제제도를 보다 일관성 있도록 만들고 교역정책의 장벽을 추가적으로 줄일 수 있다. 이를 달성하기 위해서 선진국은 파편화를 최소화하고 다자간 이니셔티브를 촉진시키기 위해서 비차별적 접근방식을 대신에 채택해야만 한다.
- 라틴 아메리카와 남아시아를 포함한 다수의 신흥국과 개발도상국도 전통적인 자유화(일방적 방식도 포함)를 통한 통합에서 크게 혜택을 여전히 받을 수 있다. 신흥국/개발도상국은 경제가 글로벌 가치망과의 연계성을 가지도록 추구하여야 하며, 수입대체정책에서 물러나서 불투명한 비관세조치를 통한 보호무역주의를 피해야 한다. 교역의 개혁은 정책 및 구조적 프레임워크의 강화를 보완할 수 있다.
- 저소득 국가에서 경제발전과 성장을 육성하기 위해서는 글로벌 가치망에 통합되는 교역/무역 촉진에 우선순위를 두어야 하며, 특히 교역 인프라와 제도구조의 개선이 이루어야 한다. 또한 저소득 국가는 전통적인 무역장벽을 개선하고 현지의 기업들이 글로벌 가치망에 참여하는 데에 있어서 필수적인 교통 및 금융과 같은 서비스 산업에서 경쟁을 촉진시켜야 한다. 기술원조(예: 국제기구)는 이러한 무역관련 조직/기업에서 필수적인 인프라의 개발을 지원하고, 해당 개혁의 예산 상의 중요성의 파악 및 개혁 절차의 순위와 조정을 설정함에 있어서 도움을 줄 수 있다.

글로벌 교역이 새로운 추진력을 받기 위해서는 새로운 교역협정과 남반구 국가들을 글로벌 경제로 긴밀하게 통합할 필요가 있다. 또한 많은 국가에서 가시적인 나타난 보호무역주의적 유희를 국가적 이해(집합적 이해)보다 후순위로 만드는 것이 필수적이다. 이는 실질적으로 자국중심주의로 퇴보하려는 유희와 필수적인 국제협력 사이의 갈등이라고 볼 수 있다. 다시 말하면, 이제 경제성장은 소비, 투자, 정부가 주도한 정책조합(폴리시믹스), 특히 재정정책 및 세금정책의 조합에 의해서 결정될 것이다.

“향후 15년 동안의 “새로운 정상 상태”는 이전 5년 동안과 유사할 것으로 보인다. 즉 그 이전 시기 30년 동안과는 다를 것이다”

“저소득 국가에서 경제발전과 성장을 육성하기 위해서는 글로벌 가치망에 통합되는 교역/무역 촉진에 우선순위를 두어야 한다”

“글로벌 교역이 새로운 추진력을 받기 위해서는 새로운 교역협정과 남반구 국가들을 글로벌 경제로 긴밀하게 통합할 필요가 있다”

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	→					□		
	신중국 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	→					□		
	신중국 경화표시 채권	→					□		
	신중국 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

	1	0	+	++	+++	
미국 장기 재무성증권	→		□			엠마뉘엘 마크롱의 프랑스대통령 당선과 입법의회 선거에서 여당이 절대 다수석을 차지할 것이라는 전망은 금융시장 환경에서 프랑스 정치적 리스크를 실질적으로 없애 버렸다. 양적완화의 종료(미국의 연준은 재정상태의 부담을 줄이기 위해 준비할 수 있음)나 매입 프로그램의 축소(유럽중앙은행은 자산매입 프로그램을 추가적으로 축소하는 준비를 할 수 있음)에 대한 논의는 현재 연준의 긴축통화정책의 시행 및 연준 의도의 오해/곡해와 더불어서 가장 중요한 리스크이다. 우리는 필요한 경우에 이러한 리스크에 대처하기 위해서 변동성 롱포지션 전략, 미국 재무성증권 롱포지션을 포함한 일부 매크로-헤징 전략을 유지한다.
독일 장기국채	→	□				
장기 USD	→		□			
장기 JPY	→	□				
장기 변동성	→		□			
장기 현금 USD	→		□			
장기 금	→	□				
장기 미국 물가연동채권	→	□				
주식에 롱포지션	→		□			

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 리스크요인을 제시하고 있다. 또한 가장 신뢰성 높은 시장 영향을 설명하고 있다.

### [리스크 1] 미국 정책조합(폴리시믹스)에 대한 실망감

[확률] 75%

**분석** 도널드 트럼프의 대통령 당선은 미국은 “세계의 경찰”이라기 보다 자국우선주의의 논리에 의해 결정되어야 한다는 미국에 대한 철학이 변했음을 대변한다. 이러한 주된 변환과 더불어서, 문제는 이제 경제정책이, 특히 재정정책과 조세정책을 통해, 크게 변경될 지의 여부였다. 이러한 변화에 따라 통화정책은 어떻게 될 것인가? 이러한 사안은 매우 핵심적인 질문들이다. 세금인하와 인프라 투자의 부양에 대한 계획이 있다는 사실은 잘 알려져 있지만, 이러한 조치들은 자체 재확보의 방식이어야 한다. 왜냐하면 미국의 의회는 이와 관련된 사안들에 관련하여 (공화당 의원인 경우에도) 무조건적으로 신임대통령을 지지하지는 않을 것이기 때문이다. 도널드 트럼프 대통령은 법인세 인하를 포함한 일부 주요 조치를 몇 주 전에 발표했다. 법인세 인하가 통과되는 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** 의회에서 통과되는 경우 이러한 조치들은 주식시장을 활성화시키고 장단기 금리의 상승을 유발할 가능성이 크다. 그렇기 때문에, 연준은 긴축적 통화정책의 사이클을 계속할 수 있을 것이다. 하지만, 의회에서 통과되지 않는 경우에는 금융시장의 주요 실망감에 베풀어야 한다. 왜냐하면 우리의 견해로는 미국 신임대통령에게 너무 많은 기대를 하고 있다고 생각하기 때문이다. 의회와의 협상이 면밀하게 주목되어야 할 필요가 있다.

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

[확률] 15%

**분석** 관료중심적 정부의 구성(파올로 젠틸로니 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 다른 많은 유럽국가에서와 마찬가지로 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 중단의 결과로 귀결된다. 하지만 『파이프스타』 운동은 반유럽적이기 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 위험으로 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 악화시킬 수 있다.

### [리스크 3] 연준 의도의 곡해... 또는 연준의 오판

[확률] 30%

**분석** 트럼프 행정부와 재닛 옐런 연준의장 사이의 갈등을 고려하는 경우, 재닛 옐런 연준의장이 연임할 가능성은 크게 높지 않다. (재닛 옐런 연준의장의 첫 번째 임기는 2018년에 종료됨) 트럼프 대통령은 통화정책이 “현 상황 안주(complacency)” 정책을 취하고 있다고 비판해 왔으며, 공화당 의원들도 최근에 연준 의장, 특히 규제와 관련된 연준 의장의 입장과 관련하여 반감을 표현했다. 규제 감소는 도널드 트럼프 대통령의 우선순위 중의 하나였기 때문이다. 연준의 의도 및 결정에 대한 곡해는 이미 오랫동안 주된 리스크요인이 되어왔다. GDP 성장률 약 2%, 인플레이션 2% 근접, 현재 수준의 실업률 상황에서 연방기금금리는 정상적인 통화정책 사이클에서라면 현재보다 훨씬 높아야 한다. 연준의 통화정책은 기술적으로 “대응이 늦다(뒷북을 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 경우 더욱 그러하다 연준이 너무 빠르게, 특히 너무 강력하게 움직이는 경우에 시장이 두려워할 사안임에 분명하다. 현재까지 연준은 신중한 포지션을 유지하고 있다. 연준은 도널드 트럼프 대통령 집권 이후에 성장률, 인플레이션 금리정책의 전망을 변경하지 않았다. 간단히 말하면, 미국의 경제상황에서 “트럼프 효과”의 기대감에 어떠한 확신도 가지고 있지 않음을 나타낸다. 이러한 모든 것에도 불구하고, 연준은 2017년말까지 두 차례 금리를 인상할 것으로 예상되고 있다. 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

## 리스크요인

나쁘게 반응할 수 있기 때문이다. 재정 및 세금 부양책이 강력할 수록 금융시장에 크게 타격을 주지 않으면서 연준은 기준금리를 보다 높게 인상할 수 있게 된다.

**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 넓어지고 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 것이 명백하다. 이는 이미 상수인 것으로 보인다. 문제는 성장률이 잠재성장률(현재는 3%~5%, 15년 전에는 10%) 아래로 매우 급격히 하락하는 리스크이다. 지난 수년 동안의 부채관련 통계수치(예: GDP대비 부채비율과 이의 장기적 추이)가 특히 우려할 수준이 되었기 때문에 중국의 민간부채상황이 면밀하게 주목되어야 한다. GDP대비 부채비율은 금융위기를 가장 잘 예측할 수 있는 BIS의 선호되는 지표 중의 하나이다. 지난 10년 동안의 이 지표의 변화추이는 결코 고무적이지 않다.

**시장 영향** 이러한 시나리오(경착륙, 신용거품의 붕괴)는 매우 부정적인 영향을 줄 수 있으며, 그 연속적인 영향은 특히 재정적인 수준이 될 수 있다. 은행제도의 취약성, 중국 공공/민간 부채에 대한 금융제도의 취약성, 원자재와 신흥국에 대한 영향, 원자재 수출국가의 통화에 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 그래도 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** 팽창주의적인 경제정책(특히 재정정책)의 사용을 제외하는 경우, 우리는 한 편으로는 신흥국들 사이에서, 다른 한 편으로는 선진세계와 신흥세계 사이에서, 통화전쟁의 재발하는 방향으로 간다는 두려움을 가질 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. 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 금융안정성 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 프로그램이 현 상태 그대로 도입될 가능성은 거의 없다.

**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. 우리는 위험자산에 매우 부정적인 영향을 예상할 수 있으며, 특히 거품 시나리오의 미국 시장에서 더욱 그러하다. 초기의 영향은 부정적일 것이며, 중앙은행들의 신뢰성 부족은 변동성과 스트레스를 분명 가중시키게 될 것이다. 예산의 추가적이고 실질적인 불균형을 예상할 수 있다.

### [리스크 7] 위안화의 급격한 평가절하

[확률] 10%

**분석** 현재까지 중국은 통화정책, 예산정책, 재정정책, 세입정책을 경기부양의 도구로 사용했지만, 환율정책은 사용하지 않는

## 리스크요인

신중함을 보여 왔다. 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. 중국당국은 지난 1월에 자본통제를 실시해야만 했으며, 이러한 결정은 중국당국의 장기적 계획에는 반하는 사안이었다. 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 평가절상을 방지하기 위해서 극한 수준의 완화정책으로 될 수 있다. 신흥국 통화가 현저한 비중을 차지하기 때문에 유로화와 유럽경제에 충격이 될 수 있다.

### [리스크 8] 신흥국 경제 및/또는 원자재 가격의 유의적인 둔화

[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), 미국, 일본, 유럽의 경제성장률 재평가, 연준의 “현명함”, 자본유입(중국 제외)이 이러한 국가들에서 새로운 요인으로 자리 잡았다. 미국의 보호주의 회귀에 대한 두려움은 많은 신흥국에 있어서 경제성장에 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 계속적인 하락 및 신흥국에서 유출되는 자본의 흐름도 고려되어야 한다 선진국 및 안전투자국가에서 자산종목을 선택한다.

### [리스크 9] 지속적인 방식으로 영국을 약화시키는 브렉시트 이후의 이슈

[확률] 70%

**분석** “공짜 점심이란 없다. 영국인들은 이를 인지해야 한다.”라고 볼프강 쇼이블레 독일 재무장관이 언급했다. “우리는 영국을 약화시키길 원하지 않는다. 하지만 우리는 유럽연합 나머지 국가들이 약화되는 것도 원하지 않는다. 영국은 다른 국가들이 가지지 않은 어떠한 혜택도 가지지 않아야 한다.” 앙겔라 메르켈 독일총리는 영국인들은 브렉시트 과정에 대한 “어떠한 환상도 가지지 않아야 한다”라고 반복적으로 언급했다. 입장은 분명히 설정되었다. 일부 추정치에 따르면 영국은 GDP의 2.5%-9.5%를 “상실”할 수도 있다고 예상되고 있다. 무역의 규모 및 비용이 영향을 받을 것이며, 특히 금융서비스, 화학, 자동차와 같이 유럽연합과 고도로 통합된 부문이 영향을 받을 것이다. 영국의 리스크는 유럽의 단일시장(보다 정확히는 서비스 단일시장)에서 자유롭게 교역할 수 있으면서 유럽의 제약조건 없이 원하는 독립성을 확보하려는 영국 자체의 미래 역량에 달려 있다. 하지만 어떠한 경우에도 현재 진행 중인 협상에서 이를 확보할 가능성은 낮아 보인다. 유럽연합 단일시장 접근권과 600억 유로로 추산되는 영국이 유럽연합에 지불해야 하는 탈퇴합의금 등과 같은 첨예하게 대립하는 몇 가지 사안들이 존재한다.

**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 옵트아웃(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. 유럽연합 27개국에서 의견 일치를 보여주기 있기 때문에 현재까지는 이러한 대립이 나타나고 있지는 않다. 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 “옵트아웃(à la carte)”에 대한 어떠한 시도도 제거하는 유럽의

## 리스크요인

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 이를 이루기는 쉽지 않을 것이다.

**시장 영향** 이와 관련된 부정적 영향은 국채 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] 50%

**분석** 지난 수년 동안에는 중앙은행들의 조치들이 금융 안정성을 회복하도록 만들어 왔다 장단기 금리 인하, 변동성 감소, 크레딧 스프레드(가산금리)의 줄어들 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 여러 선거들은 금융자산의 변동성에 영향을 미치는 것이 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 제약에 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(영국중앙은행이 약 2년 전에 수행한 연구를 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 적을 수록 가격은 펀더멘털을 덜 반영하며, 시장의 조작가능성이 클 수록 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/매크로헤지 계획을 예상할 수 있다. 유럽중앙은행의 매입프로그램은 유동성 하락(부정적)을 유발했지만, 또한 변동성을 낮게 유지(긍정적)하는 데에 도움을 주었다... 양적완화의 종료에 대한 논의가 뉴스에서 부각되는 순간에 이와 관련된 우려감이 고개를 들 것이고, 이러한 추이는 이제부터 분명 강화될 것이다.

### [리스크 13] 은행 붕괴

[확률] 5%

**분석** 우리는 이 리스크를 매우 과장된 것으로 생각한다. 마이너스 금리는 은행의 수익성에 제재를 가하는 것이며 자본 비용은 높게 유지되고 있고(과거의 위기에 대한 중앙은행의 현실에서 반영), 새로운 위기에 대한 공포, 규제의 불확실성, 투자자의 은행(및 은행제도)에서 차별성을 도출하는 것의 어려움이 계속 영향을 미치고 있는 것은 사실이다. 하지만 우리는 비관적이지 않다. 2017년의 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. 경제성장의 복귀는 이제 더욱 큰 호재가 되었다. 지난 수분기 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 있다는 사실도 유념해야 한다. 간단히 말하면, 상황이 상당히 개선되었다.

**시장 영향** 취약성을 유발하는 요인 중에서 은행간 및 은행제도에 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

## 리스크요인

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), 터키, 테러리스트 공격, 이주민 유입과 터키 등은 특히 유럽의 외교적 관계를 약화시키는 일부 요인들이다. 미국은 도널드 트럼프의 대통령 당선과 함께 이민자 추방 계획 전망과 더불어서 이러한 논쟁에 공식적으로 참여했다. 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] 30%

**분석** 시장은 현재 정치적으로 매우 어려운 배경에서 작동하고 있다. 2017년에는 많은 선거가 치러질 예정이며, 그 중에는 프랑스의 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)은 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. 최근에 선거(스페인, 이탈리아, 오스트리아 및 특히 프랑스)에서 치러진 후에 이러한 리스크는 줄어들었다. 어떠한 유럽 국가에서도 극우정당이 권력을 차지하지 못했다. 물론 이러한 정당이나 이러한 추이의 중요성을 과소평가할 수는 없지만, 우리는 프랑스-독일 축의 연대가 강화될 가능성이 높다고 내다보고 있다.

**시장 영향** 현재의 정치적 리스크는 분명하게 파악되고 있지만, 보호무역주의의 부상이나 유럽연합의 탈퇴하려는 막연한 바램 보다는 유럽연합의 조직체제와 향후 리더십에 대한 문제가 더욱 중요성을 띤다. 상황은 덜 나빠졌다. 그러면, 이러한 사안들이 성장전망이나 금융시장에 영향을 줄까? 현재로서 그 대답은 '아니오'이다.

### [리스크 16] 유로통화권에 대한 공포감을 부활시키는 프랑스의 선거

[확률] 10%

**분석** 두 번의 핵심적이 선거(6월 11일과 6월 18일의 입법선거)가 곧 있을 예정이다. 새롭게 당선된 대통령(에마누엘 마크롱)이 대통령 소속정당이 이제 입법의회에서 다수당이 되도록 유권자의 지지를 확보해야지만 안정적인 정부를 구성할 수 있다. 신임 대통령은 입법의회 선거에서 다수당(전체 577석 과반 이상 확보)이 되거나 연립정부를 구성해야 한다. 프랑스에서 대통령이 안정적 과반수 의석을 확보하지 못할 리스크가 있지만, 프랑스의 대표적인 정치적 인사들이 신임대통령을 지지하는 현재의 상황전개를 고려하면 이러한 리스크가 발현될 가능성은 크지 않다.

**시장 영향** 프랑스 선거는 현재의 정치 추이를 대표하는 상징적인 이벤트였기 때문에 금융시장에 주요 리스크를 제시했다. 즉 유럽 정치 추이에는 유로화권역 핵심국가에서 극우정당의 부상, 제도권 거부 증가, 보호주의에 대한 유혹, 유럽 및/또는 유럽 기구들에 대한 반감 등이 대표적이다... 리스크프리미엄(독일에 대비한 스프레드, 변동성, 신용파산스왑...)의 상승은 타당했지만, 프랑스대통령 결선투표의 결과로 인하여 가까운 미래에 커다란 개선이 있을 것으로 우리는 믿고 있다.

### [리스크 17] 유럽채권 수익률의 지속적이고 유의적인 상승

[확률] 20%

**분석** 금융위기 이후로 장기금리는 급격하게 하락했다. 이러한 초저금리 또는 마이너스 금리라는 사막에서 수익물모색은 신흥국 채권, 사모채권, 하이일드 채권이 우호적인 오아시스가 되었다. 특히 2016년 이후에는 채권수익률 상승의 리스크가 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(현실화, 발표된 조치, 관련된 공포감)은 미국에서 증가되었다. 미국과 관련하여, 우리는 새로운 성장사이클의 출현이 아니라 (수분기 동안 불안정해 지고 있는) 현재의 성장사이클이 연장될 것으로 예상하고 있다. 연준은 금리를 인상하고 있고, 재정 및 세금 정책은 더욱 팽창적인 기조가 될 것이기 때문에 장기금리의 상승 움직임이 정당화되지만, 우리의 견해로는 미국 장기금리의 영구적이고 현저한 상승을 예상하는 것은 여전히 시기상조이고 과도한 것으로 보이며, 유로 지역에서는 이러한 결론이 더욱 명약관화하다. 경제성장률, 인플레이션, 통화정책 사이클, 유럽중앙은행의 양적완화 프로그램 및 예산정책 및 재정정책을 통해 경제엔진에

2017년 6월

## 리스크요인

재시동을 거는 상대적으로 허약한 능력은 유럽시장을 미국의 금리 인상으로부터 실질적으로 보호하는 역할을 하고 있다. 이러한 요인들(보다 견고한 성장률, 가격지수의 경미한 상승, 유럽(및 연준)의 마이너스 금리와 양적완화 프로그램 종료에 대한 논의, 성장친화적인 예산적/재정적 조치 등)이 분명 장기금리를 상승시키기에 충분하기 때문에, 어느 정도 보호는 하겠지만 장기금리의 상승을 완전히 방지하기에는 분명 충분하지 않을 것이다.

**시장 영향** 장기금리의 급상승은 민감한 경제들(특히 프랑스와 독일)에는 악재가 될 수 있다. 하지만 미국에는 분명히 더욱 심각한 악재가 될 수도 있다. 왜냐하면 미국에서 장기금리에 대한 민감성은 기업의 리레버리징 증가와 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><b>1분기의 실망스러운 성장률, 재정정책에 대한 불확실성이 지속되고 있다.</b></p> <p>&gt; 1분기의 실망스러운 경제성장률(+1.2%)이 경기사이클을 저해할 만큼 충분하지는 않다. 경제적 지수와 수치는 밝은 전망을 보여주고 있으며, 일자리 시장도 견고하다.</p> <p>&gt; 또한 도널드 트럼프의 정치적 문제도 경기평창적 사이클을 저해하지 못할 것이다. 이러한 정치적 문제들은 도널드 트럼프의 선거공약 시행을 어렵게 만들고 있다. 하지만 공화당 의원들은 세금인하에 대해서 합의해 줄 가능성이 크다. 반면에, 트럼프와 하원의 공화당 의원들의 보호주의 성향에 대한 기대감은 거센 반발에 의해 조정될 것으로 보인다.</p>	<p>&gt; 새로운 행정부의 결정과 관련된 주요한 불확실성</p> <p>&gt; 가까운 미래에 성장잠재성의 저해 (“장기 침체”)</p> <p>&gt; 기업 마진의 잠식</p>
브라질	<p>&gt; 인플레이션이 현격하게 낮아졌으며, 브라질중앙은행은 완화적 통화정책 사이클을 시작하고 다른 상황이 변하지 않은 한 이를 고수할 것으로 보인다.</p> <p>&gt; 경제활동지표가 느리지만 개선되고 있다.</p> <p>&gt; 경기회복은 대통령이 직접 관련된 새로운 정치적 위기와 국가신용평가의 추가적인 강등으로 인해 그 기세가 꺾이고 있다.</p>	<p>&gt; 재정정책의 완화, 특히 매우 가벼운 연금개혁.</p> <p>&gt; 해탈화 급락</p> <p>&gt; 리세션(경기불황)으로 진입 중</p>
유럽		
유로통화권	<p><b>프랑스대통령 당선 이후에 정치적 리스크 감소</b></p> <p>&gt; 경제지표는 계속해서 업사이드 서프라이즈를 보여주고 있다. (일부의 지표는 지난 수년 동안에 최고치 기록) 우리는 경제성장 예측치를 2017년 1.5%에서 1.6%로 2018년 1.3%에서 1.5%로 상향 수정했다. 그럼에도 불구하고 유럽의 경제사이클은 미국의 경제사이클에 뒤처져 있으며, 아직까지는 인플레이션 압박이 현재로서는 발생하고 있지 않다. 당분간은 연간 코어 인플레이션은 1% 미만대로 안정세를 유지할 것이다.</p> <p>&gt; 시장이 우려했던 프레스트(프랑스 유럽연합 탈퇴)의 리스크가 사라지는 대통령선거의 결과와 더불어서 정치적 리스크가 줄어들었다. 이탈리아에는 여전히 정치적 리스크(2018년 5월 이전으로 계획된 총선으로, 유럽회의주의 정당이 급격하게 부상될 가능성)가 남아있지만, 가장 가능성이 높은 시나리오는 이탈리아에서는 유력친화적인 연립정부에 구성되는 것이다. 독일의 9월 총선은 시장 혼란을 유발할 가능성이 거의 없다.</p>	<p>&gt; 정치적 리스크 (비제토권 정당의 부상, 브렉시트)</p> <p>&gt; 신흥국의 경제적 및/또는 금융적 어려움의 세계경제로 확산</p> <p>&gt; 지정학적 리스크 상승</p>
영국	<p><b>영국경제는 예상보다 양호한 상태를 유지하고 있다. 하지만 정치적 불확실성이 경제에 타격을 주고 있다</b></p> <p>&gt; 6월 8일의 조기총선의 결과는 매우 불확실하다. 유럽연합과의 미래 관계 및 어려움이 예상되는 향후의 협상에 대한 불투명한 현재 상황은 궁극적으로는 신뢰도를 저하시키고 영국경제에 부담이 될 것으로 보인다.</p> <p>&gt; 영국경제는 파운드 평가절하로 인한 인플레이션 상승과 미래 전망과 관련된 불확실성으로 인해 약화되기 시작했다. 2017-18년의 재정정책은 (이전 두 회계년도와 비교하여) 경미하게 팽창적이며, 영국정부는 필요할 경우 정책을 완화시킬 수 있는 일부 여지 옵션을 확보하고 있다.</p>	<p>&gt; 브렉시트와 관련된 불확실성의 충격</p> <p>&gt; 여전히 매우 높은 수준의 공공적자와 경상수지적자</p>
아시아		
중국	<p><b>중국: 2017년 글로벌 경제와 통화 안정판 역할, 2018년에도 이러한 역할이 계속될 가능성이 높음</b></p> <p>&gt; 우리는 중국경제의 안정화가 2017년 동안 진행되고 2018년까지 계속될 것으로 생각한다.</p> <p>&gt; 중국경제의 안정화의 근거는 상향식 상황 및 하향식 전개라는 두 가지 모두에서 비롯되고 있다. 민간의 자본적지출과 공공지출 모두가 팽창 사이클을 경험하고 있으며, 시장에서 예상한 수준보다 훨씬 큰 규모로 진행되고 있음이 증명되었다.</p> <p>&gt; 예상보다 더 장기적인 중국경제의 안정화(2016년~2018년)는 글로벌 경기호전을 불러일으키고 있으며, 특히 글로벌 경기관련 부문, 원자재, 신흥국 시장에 분명하게 혜택을 주고 있다.</p>	<p>&gt; 2017년 글로벌 경제와 통화의 안정화에 기여, 2018년에도 이러한 역할이 계속될 가능성이 높음</p> <p>&gt; 2016년에서 2018년까지 중국경제의 안정화를 통해서 더욱 길어진 글로벌 경기사이클의 구체화</p>
인도	<p><b>인도: 화폐개혁에도 불구하고 2017년 아시아의 지속적 성장 동인</b></p> <p>&gt; 재정지출, 차량 판매, 겨울작물파종의 둔화가 화폐개혁(demonetisation) 이후에 예상보다는 덜 심각한 수준이었다. 하지만, 건설 부문에서의 둔화는 더욱 확연하게 나타났다.</p> <p>&gt; 우리의 기본 시나리오에서는 2017년에 오랜 기간의 인플레이션 안정화를 상정하고 있다. 우리는 화폐개혁초치가 성장과 인플레이션에 일시적인 영향만을 줄 것으로 생각한다.</p> <p>&gt; 상품서비스세(Goods and Services Tax: 약자 ‘GST’)와 관련된 논쟁의 주요 이슈가 해결되었으며, 상품서비스세는 2017년 7월 이행될 가능성이 크다.</p>	<p>&gt; 인도경제는 화폐개혁 이후에 지속적 성장세를 보일 것으로 예상된다</p> <p>&gt; 오랜 기간의 인플레이션 안정화</p>
일본	<p><b>경기회복이 잠재성장률보다 높은 수준으로 계속되고 있다.</b></p> <p>&gt; 일본경제는 일본업체의 개선과 아시아의 국제교역 사이클에서 혜택을 받고 있다. 실업률은 20년 동안 최저를 기록했지만, (실질) 임금의 하락은 소비자 지출에 영향을 줄 수 있다. 재정부양책과 법인소득세의 인하는 경기를 뒷받침하는 주요 요인이다. 하지만 예측치가 상향 조정된 2017년에 비하여 2018년의 경제성장은 둔화될 것으로 보인다.</p>	<p>&gt; 중국에 노출</p> <p>&gt; 마이너스 금리정책</p>

## 거시경제 및 금융관련 예측

### 거시경제적 전망

- 미국:** 경기팽창적 사이클이 계속되고 있으며, 노동시장의 향상도 진행되고 있다. 도널드 트럼프의 정치적 곤경이 이러한 경기사이클을 저해하지는 않고 있다. 세금인하는 2018년 중간선거 이전이 이루어질 것으로 보이며, 이는 경제성장률을 약 2%에서 안정화시키는 데에 도움을 줄 것이다.
- 일본:** 1분기의 경제성장률(+2.1%)은 업사이드 서프라이즈를 일으켰다. 이로써 다섯 분기 연속 플러스 성장을 보였다. 재정정책이 성장동력으로 유지하고 있으며, 이는 일본은행의 정책은 완화적 통화조건을 유지시키는 것을 가능하게 만들고 있다. 하지만 GDP 명목성장률은 물가 하락(GDP 디플레이터)으로 인해 매우 낮으며, 피고용인의 실질보수는 두 분기 연속으로 낮아졌다. 경제성장의 속도가 줄어들 가능성이 크다.
- 유로통화권:** 경기회복이 계속 강세를 보이고 있다. 금리상승에도 불구하고 완화적 통화환경을 유지하며 향상되고 있음을 나타내는 유럽경제는 2011년 이후로 가장 강력한 수준이라고 느끼도록 만들었다. 정치적 리스크를 계속 모니터링 하는 것이 중요하다. (특히 이탈리아)
- 브라질:** 1분기 GDP 성장률은 -0.4%였으며, 이전 분기(-2.5%, 전년대비)에 보다는 개선되었다. 하지만, 이러한 개선은 주로 항목조정에 의한 것이라고 말 할 수 있다. 우리는 2017년의 경제예측치를 -0.5%에서 0%로 상향 조정했다. 수요 약세와 정치적 불확실성을 고려하고 예산개혁을 감안하여 우리는 신중한 포지션을 유지한다.
- 러시아:** 예비적 추정치에 따르면, 2017년 1분기의 GDP는 +0.5% 상승할 것으로 기대된다. (비교: 2016년 4분기 +0.3%, 전년대비) 이러한 수치는 2017년 경제성장률이 플러스대로 회복된다는 우리의 시나리오를 확인시켜 주고 있다. 하지만, i) 현 시점까지 항목별 정보의 부족하고 ii) 경제지표의 취약성으로 인해 우리는 러시아의 2017년 전년대비 경제성장률 수치를 +1%로 유지한다.

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률. %			인플레이션 (CPI, 전년대비. %)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
미국	1.6	2.0	2.0	0.3	2.5	2.3
일본	1.0	1.2	1.0	-0.1	0.3	0.9
유로통화권	1.7	1.6	1.5	0.2	1.5	1.2
독일	1.8	1.7	1.6	0.4	1.6	1.4
프랑스	1.2	1.4	0.3	0.3	0.3	1.1
이탈리아	0.9	1.1	1.1	-0.1	1.2	1.1
스페인	3.2	2.3	1.6	-0.2	0.3	1.2
영국	1.8	1.5	0.3	0.6	2.5	1.9
브라질	-3.6	0.0	1.4	8.7	4.4	5.4
러시아	-0.2	1.0	1.8	7.0	4.5	5.1
인도	7.5	7.6	7.6	5.4	5.2	5.2
인도네시아	5.0	5.2	5.2	4.5	4.5	4.5
중국:	6.7	6.4	6.0	1.2	1.5	1.4
터키	2.9	3.4	2.5	7.8	10.1	8.9
선진국	1.6	1.8	1.7	0.7	1.8	1.7
신흥국	4.0	4.3	4.4	4.1	3.9	3.5
전세계	3.0	3.2	3.2	2.6	3.0	2.7

출처: Amundi Research

### 기준금리 전망

- 연준:** 6월 중에 연방기금금리를 한 차례 더 인상할 것이다. 연준은 올해 말에 만기가 돌아오는 보유한 자산에 대한 채투자 종료로 시작하겠다고 발표할 것으로 보인다.
- 유럽중앙은행:** 양적완화는 60억유로/월의 속도로 2017년 12월까지 계속될 것이다. 유럽중앙은행은 올해 말에 양적완화의 속도를 2018년에 낮추겠다고 발표할 것으로 보인다. 유럽중앙은행의 발표내용이 점진적으로 비둘기파의 입장이 줄어들 것으로 보이지만, 코어 인플레이션의 가속화가 부상하지 않는 한 구체적인 변화는 예상되지 않는다.
- 일본은행:** 수익선곡선 관리(Yield Curve Control: YCC)정책을 고수할 것이지만, 인플레이션 목표(rate targets)를 변경하지는 않을 것이다.
- 영국중앙은행:** 경제상황이 악화되는 경우 금리를 인상하지 않을 것이다.

	2017-06-02	Amundi +6개월	컨센서스 2017년 4분기	Amundi +12개월	컨센서스 2018년 2분기
미국	1.00	1.50	1.50	1.75	1.85
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:** 경기확장사이클이 종료되는 시점이 다가오고 있기 때문에, 수익률곡선은 계속 플랫트닝하게 될 것이다. 연방기금금리 인상과 재정상태의 부담감소 사이에서 치환하는 문제는 핵심적인 사안이 될 것이다.
- 유로통화권:** 유럽중앙은행이 극도의 완화적 통화정책에서 점진적으로 벗어남에 따라 장기금리는 상승할 것이다. 손익평형 인플레이션율(inflation breakeven rates)은 (과도하게) 침체된 상태를 유지할 것이다.
- 영국:** 경제활동지표의 악화는 영국 수익률에 하방압박을 줄 것이다.
- 일본:** 일본은행(BoJ)은 수익률곡선의 롱엔드(long-end)를 관리하고 있으며, 단기채권 수익률의 하락을 선호할 가능성이 크다.

	2년물 채권수익률				
	2017-06-02	Amundi +6개월	선도 +6개월	Amundi +12개월	선도 +12개월
미국	-0.72	-0.80/-0.60	-0.71	-0.80/-0.60	-0.64
독일	-0.15	-0.20/-0.00	-0.15	-0.20/-0.00	-0.13
일본	0.11	0.00/0.20	0.14	0.00/0.20	0.19
영국	0.11	0.00/0.20	0.14	0.00/0.20	0.19

	10년물 채권수익률				
	2017-06-02	Amundi +6개월	선도 +6개월	Amundi +12개월	선도 +12개월
미국	2.15	2.40/2.60	2.27	2.40/2.60	2.38
독일	0.27	0.40/0.60	0.43	0.60/0.80	0.55
일본	0.06	0	0.09	0	0.15
영국	1.04	1.00/1.20	1.14	1.00/1.20	1.26

### 통화 전망

- EUR:** 유럽중앙은행의 극도로 완화적인 정책의 점진적 종료와 더불어서 올해 말에 유로화는 상승할 것이다.
- USD:** 미국 대통령선거 이전 수준으로 USD는 되돌아 왔다. 향후의 경기부양책에 추가적으로 실망하는 경우에는 USD에 추가적인 부담이 될 것이다.
- JPY:** 일본 엔화는 여전히 저평가의 상태이다. 매우 낮은 변동성의 상황을 고려하는 경우, JYP는 리스크 헤징 목적으로 흥미로운 종목이 될 수 있다.
- GBP:** 우리는 영국 파운드화에 부정적인 바이어를 가지며, 파운드화는 영국경제의 점진적 악화로 인해 어려움을 겪을 것이다.

	2017-06-02	Amundi +6개월	컨센서스 2017년 4분기	Amundi +12개월	컨센서스 2018년 2분기
EUR/USD	1.13	1.15	1.10	1.20	1.12
USD/JPY	110	115.00	115.00	110.00	115.00
EUR/GBP	0.87	0.90	0.87	0.90	0.88
EUR/CHF	1.09	1.05	1.10	1.05	1.11
EUR/NOK	9.50	9.20	8.99	9.00	9.23
EUR/SEK	9.73	9.60	9.41	9.40	9.71
USD/CAD	1.35	1.37	1.35	1.40	1.33
AUD/USD	0.74	0.72	0.74	0.70	0.75
NZD/USD	0.71	0.70	0.68	0.70	0.71