

## 자산배분

### 확신사항

PHILIPPE ITHURBIDE, Research, Strategy and Analysis 글로벌 헤드

우리는 금융시장이 유럽선거의 리스크를 과대평가하고, 브렉시트 공포감을 과소평가하며, 트럼프 경제정책에 대한 희망을 과대평가하는 경향이 있다고 반복적으로 언급해 왔다. 심지어는 이러한 테마가 우리의 자산배분 선택과 매크로-헤징 전략을 강력하게 이끌었다고 말할 수 있다. 이제 우리가 처한 현실은 다음과 같다...

#### 프랑스 대통령선거의 불안해소

부정적 시나리오는 실제로는 '예상되지' 않았지만(선거까지의 과정에서 상대적으로 평온했다는 것이 확연한 증거이며, 프랑스 투자비중을 급격히 축소했거나 관망세가 나타나지는 않음) 대통령선거의 결과에 대한 시장의 안도감은 현저했다. 대선 경쟁에서 마린 르펜 후보(극우)가 선두에 나선 적이 있었고, 프랑수아 필롱 후보(전통적인 우파)가 경쟁에서 밀려나고, 장 퓌앵 후보(극좌)가 부상하고, 마지막으로 결선 투표 결과에서 마린 르펜 후보 승리 시나리오에 대한 두려움 등과 같은 부침이 있었지만, 극단적인 대결 양상이 나타나지는 않았다. 전반적으로 프랑스시장과 유럽시장에 대한 영향은 제한적이었다. 극단적 리스크의 소멸 (예: 마린 르펜과 장 퓌앵 사이의 결선 대결, 특히 1차 투표에서 마린 르펜의 득표율 1위)과 프렉시트(프랑스의 유럽연합 탈퇴)로 인한 유럽 시스템 위기의 제거 등과 같이 몇 가지 점에서 프랑스 대통령 선거는 향후에도 지속될 장기적인 경향성을 만들어 냈다. 즉, 스페인, 이탈리아, 오스트리아, 네덜란드에서와 마찬가지로 프랑스에서도 포퓰리스트 정당이 집권할 가능성은 거의 없다는 점이다. 만약 마크롱 후보가 대통령이 당선되는 경우에는, 향후 의회선거(6월 11일과 6월 18일)에서 대통령 소속 정당이 과반 여당이 되는 것에 어려울 것이며, 이러한 경우에는 좌우를 막론하고 협치하는 정당과 연정정부를 구성해야만 할 것이다. 이와 관련된 영향은 지대하지만 6월 중반까지 최종적인 결론이 날 때까지 기다려야 파악될 수 있을 것이다.

현재로는 특히 유럽연합의 와해라는 극단적 리스크가 사라졌기 때문에, 프랑스 펀더멘탈에 복귀하는 것이 필요하며 다음과 같은 구체적인 현실을 강조할 수 있을 것이다.

- 경제상황의 향상.
- 투자 재개 시작.
- 유로화 통화권역 국가의 은행부문에서 최고의 성과를 내는 프랑스.
- 중소기업 대출의 유의한 증가.
- 상승 중인 선행지표.
- 개선된 수익성 전망.
- 올해 초 이후로 신흥국 통화의 강력한 평가절상 이후로 유로화는 실효환율의 측면에서 평가절하되었다.
- 저금리 환경,
- 국제 활용 비용의 급격한 하락(저금리)으로 인한 예산 정책의 활용 여지의 상승...

#### 실망스러운 트럼프 대통령 ...그리고 아직 끝나지 않음

트럼프 대통령은 여전히 강한 발언과 논평을 내고 있지만, 이러한 "개혁"을 실현하는 능력은 상당히 제한적이다. 오바마케어 폐지의 실패 이후에는 모든 이들은 세계개혁을 기다리고 있었다. 의회의 입장이 강경했기 때문에 세계개혁에 시간이 소모되었다. 트럼프 대통령은 며칠 전에 1980년대(로널드 레이건 대통령) 이후로 사상 최대 규모의 세금 인하의 계획을 발표했다. 자체 재정확보의 방식으로 제시되었지만, 여전히 의회의 승인이 필요하다. 하지만 의회의 승인은 기록하지 않을 전망이다. 트럼프 대통령과 그 행정부의 의도는 자체 재정확보의 방식(즉 경제성장을 향상을 통해 공공재정이 악화하지 않는 방식)이라고 하지만, 경제적 관점과 의회의 비판에 따르면 재정확보가 되지 않기 때문이다. 그리고 경제평창적 조치를 위해서는

“극단적 리스크는 사라졌다”

“펀더멘탈로 복귀... 이는 호재이다”

2017년 5월

자금조달의 지연(delayed financing)이 아니라 자금조달의 견련성(concomitant financing, 예: 지출삭감)이 필요하기 때문이다. 도널드 트럼프의 접근방식은 로널드 레이건의 접근방식과 유사하지만, 오늘날에는 더 이상 유효하지 않다. 예산적자와 부채의 측면에서 트럼프 대통령과 레이건 대통령 사이에는 출발지점이 다르며, 많은 의원들이 가장 부유한 기업과 개인들에게 우호적인 주요한 조치를 선호하지 않는다고 이미 밝혔다.

“핵심적인 조치들은 가장 부유한 기업과 개인들에게 우호적이지만, 의회 성원들은 이를 선호하지 않는다”

- **법인세:** 35%(OECD 국가 중 최고 세율)에서 15%로 변경. 각종 감면 및 혜택을 적용되기 때문에 35% 전체 세율은 거의 적용되지 않는다는 사실에 유념해야 한다. 그럼에도 불구하고 이는 중요한 조치이다.
- **소득세:** 소득세율 구간을 7구간에서 3구간으로(최저 10% ~ 최고 35%) 축소, 최고소득세율을 39.6%에서 35%로 인하(연 소득 47만 달러 이상에 적용), 3.8%의 오바마케어 세금기여금 폐지(현재 연 소득 25만 달러 이상에 적용), 세제 단순화를 위해 실질적으로 모든 세금 공제제도의 실질적인 폐지.
- **상속세:** 특정 표준을 초과하는 경우에 부과되는 부의 이전에 대한 과세 인하.

트럼프의 세금개혁의 주요 키워드:

- 보다 효율적인 조세제도를 통한 **기업의 경쟁률 향상.**
- **수익성 회복의 가속화,** 투자계획 및 이에 따른 고용 개선.
- 모든 미국 시민에 대한 **조세 적용 단순화.**

트럼프의 세제개혁은 이러한 원칙을 고수하고 있지만, 반면에 가장 소외된 가구에 대한 지원은 세제개혁의 중심에 있지 않다. 의회는 이러한 세제개혁을 있는 그대로 통과시킬 것인가? 솔직히 말해서, 우리는 회의적이다. 물론 경제성장률 “재평가”에 대한 커다란 실망감이란 리스크로 이어져서 미국 주식시장이 가장 큰 피해를 입을 수도 있지만, 다른 한 편으로는 미국 주식시장의 가치평가는 이미 과대한 것으로 간주되고 있다.

“트럼프플레이션(Trumpflation): 결과적으로 실망할 가능성에 주의”

**영국에 어려운 과제를 안겨 줄 브렉시트**

유럽 27개국(영국을 제외한 유럽연합 국가) 정상들이 최근 만장일치로 향후의 영국 브렉시트 협상에 관한 주요 원칙을 채택했다. 이러한 결정은 과거의 회원국 사이의 분열을 상회하는 경우 이례적일 수도 있지만, 4월 29일의 특별 정상회담은 유럽연합의 단결력을 보여주었다. “협상 가이드라인이 만장일치로 채택되었다. 브렉시트 협상에 대한 유럽연합 27개국의 확고하고 공정한 위임권한이 마련된 것이다.”라고 도날트 투스크 유럽연합 상임의장이 밝혔다. “우리는 준비가 되었으며 단결되어 있다.”라고 미셸 바르니에 유럽연합측 협상대표가 설명하면서 주요 사안에 대한 “커다란 진전”이 있지 않으면 어떠한 교역관련 협상도 배제하겠다고 발표했다.

“유럽연합은 준비가 되었으며 단결되어 있다”

**브렉시트에 대한 유럽연합의 주요 원칙**

**유럽연합 27개국 선언문의 중요 원칙:**  
 先 탈퇴협상 합의, 後 교역협정 논의. 유럽연합 27개국은 교역협정을 논의하기 전에 먼저 탈퇴의 합의를 원한다. 이러한 두 가지 사안을 2년 미만의 기간 동안에 해결하는 것은 불가능하다. (교역협정 한 가지의 합의에도 평균 7~10년이 소요됨) 영국은 이러한 두 가지 사안에 대한 협상을 동시에 진행하기를 원하지만, 그렇게 될 가능성은 거의 없다.  
 “탈퇴” 합의에 “충분한 진전”이 있을 경우에만 “미래 관계”에 대한 사안이 논의될. 그자비에 베텔 룩셈부르크총리는 “영국은 더 이상 우리의 가족이 아니지만, 이웃으로 남을 것이다. 따라서 우리는 서로를 존중해야만 한다.”라고 밝혔다.  
**오프아웃(à la carte) 특권 없음.** 유럽연합의 의무를 지지 않게 되는 영국은 유럽연합 회원국과 동일한 권리와 혜택을 가지지 못하게 된다.  
**혼란의 방지.** 유럽연합은 “불확실성”과 “혼란”을 피하기 위해 영국의 “정연한 탈퇴”를 원한다. 유럽연합 27개국은 영국이 “긴밀한 파트너”로 남기를 원한다.  
**시민의 권리.** 유럽연합 27개국은 영국 거주 유럽연합 시민 3백만명과 유럽연합 거주 영국 시민 1백만명의 지위 보장을 합의하기를 원한다. 여기에는 거주 권리, 학위 인정, 피고용 권리, 연금 권리, 사회보장 권리 등이 포함된다.

2017년 5월

**탈퇴합의금.** 영국은 약속한 모든 재정지원(각종 유럽 프로그램 및 기금 참여, 예산 기여금)을 지불해야 한다. 유럽연합에서는 영국의 전체 탈퇴합의금을 약 600억 유로로 추산하고 있다. 이는 합의하기 어려운 사안이 될 것이다.

**북아일랜드.** 브렉시트가 완료된 후에 1998년 아일랜드 통일 법안이 국민투표에 의해 승인된다면 북아일랜드는 유럽연합에 자동 가입된다는 문구를, 더블린의 요청에 따라, 유럽연합의 나머지 26개국이 수용했다.

**지브롤터.** 영국과 스페인 사이의 관련된 갈등을 해결하는 것이 유럽연합의 또 다른 우선사안이다. 지브롤터는 1713년 이후로 영국령으로 포함되었지만, 마드리드는 이에 대한 영토권을 정기적으로 주장해 왔다. 유럽연합 27개국은 마드리드와 런던 사이의 합의가 없으면 유럽연합과 영국 사이의 미래 관계설정에 대한 어떠한 합의도 지브롤터에 적용되지 않는다고 이미 확인했다.

정상회담을 위해 브뤼셀에 도착한 프랑수아 올랑드 프랑스대통령은 브렉시트는 “영국에 분명 큰 부담이 될 것이다.”라고 런던에 경고했다. “유럽연합은 자신의 이익을 보호할 것이다.”

볼프강 쇼이블레 독일 재무장관은 브렉시트 협상이 완료되면 영국은 유럽연합 탈퇴에서 아무런 이점이 없을 것이라고 상기시켰다. “공짜 점심이란 없다. 영국은 이를 반드시 인지해야만 한다.”라고 독일재무장관이 강조했다. “우리는 영국을 약화시키길 원하지 않는다. 하지만 우리는 유럽연합 나머지 국가들이 약화되는 것을 원하지 않는다. 영국은 유럽연합을 탈퇴한 후에 탈퇴하지 않는 다른 국가와 같은 혜택을 입어서는 안 된다. 반면에 앙겔라 메르켈 독일총리는 영국인들은 “환상을 가지지 않아야 한다.”라고 상기시켰다.

**그렇다면 다음 단계는?**

- 2017년 5월 22일: 유럽연합 27개 국가에서 탈퇴협상의 가이드라인 채택.
- 6월 8일: 영국의 총선 일자, 보다 견고한 지지를 확보하기 위해 테레사 메이 총리가 조기총선 발의.
- 6월 9일: 유럽연합 국가들이 영국과 협상을 시작하기를 원하는 일자.

**브렉시트: 영국은 탈퇴 찬성 투표를 후회할까?**

영국의 일간지 “The Times”는 대다수의 영국인들이 유럽연합 탈퇴를 가결한 6월 23일의 국민투표의 결과에 유감이라는 최초의 여론조사(설문조사 실시기관: YouGov)를 4월 27일에 발표했다. “돌이켜 생각할 때, 귀하는 영국이 유럽연합을 탈퇴하기로 결정한 투표가 올바르다고 생각하십니까? 아니면 틀렸다고 생각하십니까?”라는 질문에 대하여, 응답자의 45%가 브렉시트 찬성의 결과에 유감이라고 답했으며, 43%는 브렉시트 찬성에 동의, 12%는 모르겠다고 답변했다. 또한 이 여론조사에서는 브렉시트에 찬성한 국민의 85%가 자신의 선택에 만족한다고 답변한 반면에 유럽연합 잔류를 희망한 89%가 국민투표에서 브렉시트 반대의 결과가 나오지 않았어야 했다고 여전히 생각하고 있었다. 즉 영국 국민들은 브렉시트 사안에 대해 여전히 크게 분열된 의견을 제시하고 있다.

**지난 달 관련된 주요 상황은?**

프랑스 대통령선거와 트럼프 미국대통령의 재정계획이 최근 몇 주 동안에 가장 중요한 사건임에 분명하지만, 우리의 관심은 다음과 같은 유의적인 요인들에 집중되었다.

- **“글로벌 리플레이션” 시나리오를 지배적 주류 견해로 유지:** 국제기구를 포함한 많은 기관들에서 GDP 성장전망을 수정하고 있다.
- **글로벌 교역의 회복,** 특히 아시아: 세계 금융위기 이후, 특히 2011년 이후에는 세계교역이 더 이상 글로벌 경제성장의 동력을 제공하지 않는 것으로 알려져 있지만, 아시아를 포함한 일부 지역에서는 교역이 여전히 경제성장을 견인하고 있다.
- **유로통화권 지역의 경제성장**이 상향 조정되었으며, 이는 특히 대출과 투자의 개선 덕분이다. 유로통화권의 PMI는 지난 7년 동안의 사상 최고치를 경신했으며, 현재는 예상치를 상회하는 지속적인 GDP 성장률을 나타내고 있다. 이런 모든 상황이 결합하여 유로통화권에서 수익과 주식시장이 매력적인 예측에 우호적인 상황이며, 더욱이 현재의 저금리 환경에서 더욱 그러하다. 유럽에서는 인플레이션은 관리되고 있으며, 프렉시트 리스크프리미엄은 제거되고, 유럽선거와 관련된 시스템리스크는 감소하였다. 하지만 미국경제를 “부양”시키는 트럼프 대통령의 능력에 대한 의구심은 증가하고 있다.

“유럽연합은 영국을 약화시키길 원하지 않는다 하지만 유럽연합은 나머지 회원국가들이 약화되는 것을 원하지 않는다”

“세계교역이 더 이상 글로벌 경제성장의 동력은 아니지만, 아시아를 포함한 일부 지역에서는 교역이 여전히 경제성장을 견인하고 있다”

2017년 5월

- **인플레이션 관리가 유지되고 있으며, 그 추세는 약간 플러스로 돌아섰지만** 유로통화권과 유럽 모두에서 관리되고 있다.
- **중국의 경제성장**에서는 투자가 성장동력으로 다시 부상하고 있지만, 민간부채는 여전히 증가하고 있다(이번 호의 3번째 분석 참조).
- **신흥국의 경제지표**는 전반적으로 지난 5년 동안 전혀 강세를 보이지 못했다.
- **영국은 브렉시트 관련 충격이 (아직?) 나타나지 않고 있지만, 그 경제성장은 둔화되고 있다.** 영국의 경제성장률은 최초의 예상치 보다는 높게 유지되고 있지만, 특히 소비자 부분에서 부정적인 징후가 부상하고 있다. 그 결과, 영국중앙은행은 어떠한 긴축적 통화정책도 취하지 않을 것이다.

**이를 고려한 지금의 예상은?**

프랑스 경제이 펀더멘털로 복귀한다고 하더라도 국제적 경제환경을 간과하지 않아야 할 것이다.

- **미국경제**의 성장률에서 실망적인 수치가 나올 가능성은 유럽시장이나 신흥국 시장에 우호적이게 만든다.
- **연준**은 긴축적 통화정책의 속도를 보다 가시적으로 높이기 시작했지만, 이는 경제성장률과 재정 및 세금 부양책을 활용하는 트럼프 정부의 역량에 의해 결정될 것이다. 즉 트럼프의 이러한 정책을 활용하는 여지가 줄어들면 연준도 금리인상의 통화정책을 추구할 수 있는 능력이 줄어들게 된다.
- **“트럼프플레이션”(Trumpflation: 트럼프의 경기활성화책)에 대한 실망 가능성:** 의회와 행정부 간의 공통 합의점을 찾는 데에 어려움을 겪음으로 인해서 세금 및 재정 부양책의 시행이 지연될 수 있다. 최근에 발표된 시책들은 의회의 승인을 받아야 하지만, 올 말까지 이루어질 가능성은 낮다.
- **유럽중앙은행**의 경우에는 프랑스 대선결과에 대처하는 어떠한 조치도 취할 필요가 없었으며, 이는 호재의 징후이다. 유럽중앙은행은 초저금리와 관대한 자산매입 프로그램(유로통화권의 채권 순 발행액의 2배를 매입하고 있음)을 유지하고 있지만, 이러한 정책의 견고성에 관한 논쟁이 올해 안에 재부상할 것이다.

**전체적으로는 변경되지 않은 Armundi의 자산배분:**

- 우리는 **유럽주식에 대한 선호를 유지한다.** 유럽의 경제상황 및 수익 전망이 호전되고 있다. 신흥국 통화에 대비한 유로화의 평가절하도 미래 수익에 우호적인 요인이다. 프랑스의 개별리스크(선거)와 유럽의 시스템리스크(프렉시트)의 부상 및 해소는 유로통화권에 대한 관심을 회복시킬 것으로 보인다.
- 장기유럽채권의 수익률은 물론 경제활동 지표(현재로서는 유럽을 포함하여 다소 양호함)와 인플레이션(다소 경미하게 상승, 하지만 코어 인플레이션은 1% 미만 유지)에 의해 결정된다. 또한 이는 도널드 트럼프 대통령의 정책(특히, 재정정책 및 세금정책)과 통화정책(완화적인지의 여부)에 달려있다. 무엇보다도 장기유럽채권에 롱포지션으로 가지 않는 것이 합리적으로 보인다. **유로통화권에서 장기금리의 강력한 상승세에 베풀지 않아야 하지만, 강력한 하락세도 기대하지 않아야 한다.**
- 우리는 **국채에 대비하여 주식의 투자비중확대**를 유지한다. 이는 특히 유럽의 균형금리(equilibrium rate)가 어떠한 지역보다 낮기 때문이다...
- 또한 우리는(국채에 대비하여) **회사채의 투자비중확대**를 유지한다.
- **유로통화권 주변국과 반핵심국(특히 프랑스와 네덜란드)의 채권에 대한 리스크테이킹**이 현재 환경에서 지속될 수 있다.
- 우리는 **미국 재무성증권 시장이 보다 양호한 수준으로 복귀할 것으로 예상한다.** 연준은 금리 인상을 계속하고 있으며, 채권수익률의 수준은 현재 그 “범위”에 있어서 바닥이다. 미국 국채가 제공하는 캐리가 특히 흥미롭지만, 이는 또한 신흥국 세계나 유럽에서 어려움이 발생하는 경우에 대비할 수 있는 매크로-헤징이라는 자연적인 특성도 가지고 있음을 유념해야 한다. 현재는 이러한 특성의 흥미로움이 줄어들었다.
- 우리는 **점진적으로 신흥국 시장으로 복귀했으며, 중기적으로 신흥국 시장은 많은 매력적 요인들을 가지고 있기 때문에 우리는 이러한 포지션을 계속 추구한다.** 매력적인 가치평가, 흔히 저평가된 통화, 포트폴리오에서 상당히 낮은 투자비중,

“ 기대감의 중심을 차지한 글로벌 리플레이션: 미국 주식의 (과도한) 가치평가의 지속성과 통화정책의 방향을 결정하는 글로벌 리플레이션 ”

“ 트럼프플레이션과 연준... 결정적인 조합 ”

2017년 5월

높은 자본유입의 잠재성 등의 모든 요인들이 긍정적 포지션 유지를 정당화시켜 준다.

- 우리는 **GBP에 대한 매우 신중한 포지션**을 유지한다. 우리가 여러 번 지적한 바와 같이, 브렉시트는 영국에 비대칭적인 리스크이며, 이러한 (명시적 또는 공포적) 리스크는 자연스럽게 단순하게 영국 파운드화에 반영될 것이기 때문이다. 영국에서는 수요 약세가 이미 발현된 것으로 보인다.
- **노르웨이 크로네화와 스웨덴의 크로나화와 같은 통화**는 흥미로운 종목으로 남아있다. 해당 국가의 매우(또는 너무 과도하게) 완화적인 통화정책으로 인해서 현재로서 유의하게 저평가된 것으로 보인다.
- **매크로-헤지 전략은 감소**되었다. 글로벌 지정학적 맥락, 미국과 일부 주요 국가(중국이 대표적) 사이의 외교적 긴장, 유럽의 정치적 맥락이 일부 보호조치들(미국 재무성증권, 변동성, 주식시장에서 풋옵션, USD 현금, 인플레이션 연계채권)을 정당화시킨다. 하지만 유럽 리스크에 대한 헤지 포지션(즉, 변동성에 롱포지션, USD에 롱포지션, 일본 엔화에 롱포지션, 미국 재무성증권에 롱포지션)은 감소되었다.



GBP에 대한 매우 신중한 포지션을 유지한다”

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 주식과 대비하여 유로통화권 주식 선호</li> <li>• 유럽에서는 가치 요인에 플레이</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>• 위험자산의 경미한 투자비중축소</li> <li>• 미국 국채(중립)와 유럽주변국 국채(투자비중확대)에 대한 투자비중축소</li> <li>• 유로 크레딧에 투자비중확대 포지션</li> <li>• 미국 크레딧에 투자비중축소 포지션</li> <li>• 유럽 금융주에 롱포지션 (유럽의 하이베타 종목, 미국의 로우베타 종목)</li> <li>• 듀레이션: 글로벌적으로 중립에서 숏듀레이션으로, 단 마이너스 수익률 부문에 숏바이어스</li> <li>• 미국과 유로화 실질채권에 롱포지션</li> <li>• 신흥국 채권:               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 경화표시의 채권 선호 (USD에 롱포지션)</li> <li>- 현지화표시 채권 상품에 투자비중 축소됨, 하지만 상승 중임</li> </ul> </li> <li>• EUR 및 JPY에 비교하여 USD에 롱포지션</li> <li>• 신흥국 원자재에 거의 롱포지션 취하지 않음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• “가치” 요인과 유럽 금융채권에 롱포지션</li> <li>• 일본 주식에 대해 전반적인 긍정적 포지션 (JPY 환헤지 됨)</li> <li>• 신흥국 통화, 신흥국 채권, 신흥국 주식에 롱포지션 더욱 더 증가</li> <li>• 경화표시 신흥국 채권에 현저한 선호도</li> <li>• 유로통화권 핵심국에 대비하여 주변국 채권에 투자비중확대 유지</li> <li>• 회사채: HY와 IG에 긍정적</li> <li>• USD에 경미하게 긍정적</li> </ul>

자산배분

이번 달의 토픽

프랑스 대통령선거: 관점 및 전망

PHILIPPE ITHURBIDE, Research, Strategy and Analysis 글로벌 헤드

대통령선거 결선투표가 5월 7일 일요일에 치러질 예정이다. 본 보고서가 작성된 시점의 여론조사에 따르면, 엠마뉼엘 마크롱 후보("진진!"의 당대표)가 마린 르펜("국민전선" 당대표)과의 양자 결선투표에서 승리할 것으로 예상되고 있다. 하지만 마크롱 후보와 르펜 후보의 지지율 차이는 선거운동 막바지에 이르러서 표 이동의 변동성이 커짐에 따라 줄어 들었다. 유권자들, 특히 좌파계열 정당(브누아 아몽의 사회당과 장 퉁 멜랑송의 좌파 정당) 당원들은 올랑드 대통령 하에서 장관을 역임한 엠마뉼엘 마크롱에 대한 지지를 점진적으로 거두고 있다. 과거에는 좌우의 정당들은 총선, 지방의회, 단체장 선거에서 극우 후보를 제거하기 위해 결선투표에서 협력을 함의해 왔다. 한편, "공화전선(Front républicain)"이라고 불리는 합의는 니콜라 뒤퐁애냥 후보가 국민전선 후보를 지지하는 선언이다. 니콜라 뒤퐁애냥은 1차투표의 대통령후보(4.7%의 득표율)였으며, 마린 르펜이 대통령에 당선되는 경우 향후 총리가 될 것이라는 합의다.

I. 여론조사의 예측결과는?

대통령선거 1차투표일 직후 당일에 Elabe Institute(조사의뢰자: BFMTV 및 L'Express)가 여론조사를 수행하여 프랑스 대통령선거 결선투표의 지지도를 분석했다.

엠마뉼엘 마크롱 후보가 마린 르펜 후보를 60% 대 40%로 이길 것으로 나타났다. (설문조사 대상자의 거의 70%가 반드시 투표하겠다고 응답함) 18세~24세(마크롱 선호 64%, 르펜 선호 21%, 기권/백지/무효투표 15%)와 65세 이상(마크롱 선호 59%, 르펜 선호 19%, 기권/백지/무효투표 22%)의 두 연령대는 경제부 전 장관인 엠마뉼엘 마크롱 후보를 매우 선호하고 있다. 35세~49세의 유권자에서는 르펜 후보의 득표율이 마크롱 후보의 득표율(43%)과 비슷하다.

표심 이동도 역시 시사적이다

1차투표 다음 날 실시된 여론조사에 따르면, 프랑수아 피용에 투표한 유권자의 49%가 마크롱 후보에, 28%가 르펜 후보에 투표할 것이며 23%가 어떠한 후보에게도 투표하지 않겠다고 밝혔다. 장 퉁 멜랑송 지지자의 53%가 마크롱 후보에, 16%가 르펜 후보에 투표할 것이며, 31%가 투표하지 않을 것으로 나타났다. 응답자의 17%는 설문조사에서 어떠한 선택도 하지 않았다.

막바지의 선거유세가 표 이동을 결정할 것이다

"Les Echos" 신문이 의뢰한 1주일 이후의 여론조사에 따르면, 지지변화가 특히 좌파 유권자 사이에서 분명히 나타나고 있다. 1차투표에서 프랑수아 피용을 투표했고 결선투표에 마크롱 후보를 투표할 의도를 가진 유권자의 비율은 안정적(월요일 44%, 4월 30일 일요일 43%)이다. 이러한 유권자 중에서 투표를 하지 않겠다는 비율이 이 기간 동안에 10 포인트 증가했으며, 이는 마린 르펜 후보에게 손해가 되어 이러한 유권자 32%의 지지만 확보할 수 있었다(1주일 전에는 38%). 엠마뉼엘 마크롱 후보는 8일 동안에 장 퉁 멜랑송 지지자의 표를 많이 잃어 55%에서 40%가 되었다. 이러한 유권자 중에서 아무도 선택하지 않겠다는 비율이 45%(이전 조사에는 23%)이다. 이들 중에서 마린 르펜에 투표하겠다는 비율은 22%에서 15%로 줄어들었다. 브누아 아몽에 투표한 유권자도 비슷한 양상이 나타난다. 엠마뉼엘 마크롱 후보는 15포인트를 잃었으며(83%에서 68%), 아무도 선택하지 않겠다는 비율이 15포인트 늘었다(14%에서 29%).

엠마뉼엘 마크롱 후보의 약세가 후반의 여론조사에서 가시적으로 나타나지만, 결선투표에서 대통령 당선을 위협할 정도는 아니다

여론조사에 따르면, 마린 르펜 후보가 마크롱 후보보다 많은 득표를 하는 층은

핵심요약사항

프랑스 대통령선거 결선투표가 5월 7일 일요일에 치러질 예정이다. 결과에 대한 편견을 완전히 배제하는 경우, 모든 설문조사는 엠마뉼엘 마크롱 후보가 당선될 것으로 보고 있다는 사실을 인정해야 한다.

본 보고서의 목적은 여론조사의 내용분석, 프랑스인의 우려사항 우선순위, 대통령 결선투표 두 후보의 공약 요약 및 선거관련 주요사안을 제시하는 것이다. 여기에는 마크롱 후보의 의회 과반수 이상의 의석 확보 여부와 르펜 후보의 의회 과반수 이상의 의석 확보 여부 및 유럽에 대한 입장 해명이 포함된다. 우리의 결론은 다음과 같이 분명하다. 엠마뉼엘 마크롱 후보가 프랑스대통령으로 당선될 것이며, 의회 과반수를 확보할 것으로 보인다. 즉, 프랑스 개별리스크는 사라진다.



여론조사에서 앞서고 있는 엠마뉼엘 마크롱



마크롱이 르펜 후보를 60% 대 40%로 이길 것이다



엠마뉼엘 마크롱 후보는 장 퉁 멜랑송과 브누아 아몽의 지지자들의 표를 많이 잃었다

2017년 5월

니콜라 뒤퐁애냥 후보의 지지 유권자이다. 이들 중의 37%는 마린 르펜 후보에, 32%는 엠마뉘엘 마크롱 후보에 투표할 의향이 있다. 이러한 양상은 1차투표의 백만표 차이를 극복하기에는 불충분한 것으로 보인다. 더욱이, 장 뤽 멜랑송의 지지자의 표를 얻는 경우에는 프랑수아 피용 지지자의 표를 잃게(그 역도 마찬가지)되는 양 후보 캠프는 결코 타협하지 못하는 선거구도 프레임으로 설정되어 있다. 그렇기 때문에, 프랑스 국민의 75%가 마크롱 후보가 대통령선거 결선투표에서 당선될 것으로 예상(르펜 후보가 당선될 것으로 예상한 국민은 21%)하는 이유일 것이며, 프랑스 국민의 56%가 마크롱 후보의 당선을 지지(르펜 후보의 당선을 지지한 국민은 35%)하고 있다.

**후보 자질의 분석에서도 프랑스 국민의 마크롱 후보에 대한 선호도가 매우 분명하게 나타난다**

응답자의 68%는 마크롱 후보가 의회에 다수당을 구성할 가장 큰 역량을 가지고 있는 것으로 간주하고 있다(르펜 후보에 대해서는 23%). 응답자의 59%는 마크롱 후보가 대통령에게 필수적인 자질을 가진 것으로 답변했으며, 32%가 르펜에게 이러한 자질이 있다고 답변했다. 응답자의 58%는 마크롱 후보가 최선의 공약을 제시하고 가장 정직하다고 확신했다(르펜 후보에 대해서는 33%). 후보자의 프랑스 정신과 가치에 대한 근접성은 56%가 마크롱 후보에 35%가 르펜이 우위에 있다고 답변했다. 마크롱 후보가 유권자를 가장 잘 이해할 수 있다고 간주되었다(마크롱 51%, 르펜 39%, 의견 없음 10%). 실질적인 변화에 대한 의지와 관련해서는 르펜 후보가 47%로 마크롱 후보 45%에 우위를 보였다.

**II. 프랑스인이 생각하는 프랑스의 주요 당면과제는?**

프랑스인을 대상으로 한 여론조사에서는 자신이 생각하는 우려사안과 우선순위를 잘 나타내고 있다. 고용, 사회보장, 구매력이 프랑스인의 상위 세 가지 우선순위이다. 프랑스의 실업률 수준, 프랑스인의 사회제도에 대한 애착, 구매력 상실(건축 정책을 실제로 경험한 국가와 비교하면 모두 상대적임)을 알고 있다면 결코 놀랍지 않은 결과이다.

가장 중요한 사안		
1	고용	50%
2	사회보장 (의료, 연금...)	48%
3	구매력	45%
4	이주민	40%
5	안보	39%
6	교육	34%
7	사회불평등	30%
8	세금	30%
9	부채 및 예산적자	25%
10	환경	24%
11	부패	23%
12	유럽	23%
13	전세계에서 프랑스의 역할	20%
14	주택	14%
15	글로벌화	11%
-	위에서 해당사항 없음	4%
-	모르겠음	1%

이 여론조사에서는 좀 더 자세하게 이루어졌다. 대통령선거에서 두 후보 투표자를 구분하여 분석한 결과 우선순위가 분명하게 다르게 나타났다. 마크롱 지지자는 (1) 고용, (2) 사회보장, (3) 구매력, (4) 교육, (5) 사회불평등 순으로 나타나 프랑스인 전체와 유사한 양태로 우선순위인 반면에, 르펜 지지자는 (1) 이주민, (2) 테러리즘 대처, (3) 안보, (4) 구매력, (5) 고용 순으로 나타났다.

“프랑스 국민의 75%가 마크롱이 결선투표에서 승리할 것으로 예상하고 있다”

“프랑스 국민의 68%는 마크롱이 의회에서 다수당을 구성할 가능성이 가장 크다고 간주하고 있다 (르펜 후보는 23%)”

“프랑스 국민이 가진 우선순위의 세 가지 우려사항은 고용, 사회보장, 구매력이다”

2017년 5월

결선투표의 투표 결정요인:  
결선투표에서 후보를 결정하는 가장 중요한 사안은 무엇인가?

순위	마크롱 후보	순위	르펜 후보
1	고용 53%	1	이주민 77%
2	사회보장 50%	2	테러리즘 대처 62%
3	구매력 46%	3	안보 57%
4	교육 43%	4	구매력 45%
5	사회불평등 34%	5	고용 45%
6	유럽 34%	6	사회보장 43%

III. 신임 대통령은 프랑스를 통치할 수 있을까?

프랑스 신임대통령이 선출되자마자 통치능력에 대한 의문이 부상하게 된다. 가장 중요한 단계는 곧 치러질 입법부 선거이다. 원활한 국정통치를 위해서는 의회에서 전체 의석 577의 과반 이상의 다수 의원을 확보해야 한다. 이 과반 이상의 의석(289석)을 통해 법률을 채택하고 개혁을 수행할 수 있다. 과반 의석을 확보하지 못하는 경우에는 연립정부의 구성이 필요하다. 이와 관련하여 두 후보에 대한 전망은 어떠한가?

마크롱 후보: 의회 다수 의석 확보 또는 연립 정부 추진

마크롱 후보가 여론조사에서 선두를 달리고 있으며, 커다란 변수가 없는 한 대통령으로 당선될 것으로 보인다. 마크롱 후보의 슬로건(“좌우 모두”이며 “좌우 모두 부정”은 아님)은 본질적으로 극우를 제외한 모든 정당의 지지자들을 연대해 낼 수 있는 가능성이 크다. 하지만 선거 며칠 전에 유권자들 사이에서 불신이 생겨나기 시작했으며, 출마한 두 후보 중에서 선택하기 어렵다는 유권자의 수가 증가하고 있다. 신문 “Les Echos”에서 의뢰하여 OpinionWay이 실시하고 SLPV이 분석한 여론조사에 따르면, 엠마뉼 마크롱의 「전진!」이 조사가 실시된 535 지역구에서 총 246석~286석이 사이를 확보(총 의석의 53%)하여 크게 승리할 것으로 나타났다. 우파의 「공화당」은 200석~210석을 차지하고, 마린 르펜의 「국민전선」은 (결선투표에서의 표 이동의 결과와 「공화당」의 “생명력” 덕분에) 15석~20석을 확보할 것으로 보인다. 좌파의 「사회당」(28석~43석)과 장 뤽 멜랑송의 급진좌파(6석~8석)가 입법의회 선거에서 가장 크게 축소될 것으로 보인다.

이 연구에 따르면, 90개~116개 지역구의 결선투표에서 「전진!」과 「국민전선」, 180개 지역구의 결선투표에서 「전진!」과 「공화당」, 46개 지역구의 결선투표에서 「사회당」과 「전진!」, 154개 지역구의 결선투표에서 「공화당」과 「국민전선」, 6개~32개 지역구의 결선투표에서 「사회당」과 「국민전선」사이 맞대결이 유력하며, 약 30개의 선거구에서 3자 후보의 대결 구도가 될 것으로 보인다. 이 시나리오가 현실화된다면, “전진!”이 단독으로 과반을 확보할 가능성이 클 것으로 보인다. **대통령 당선과 더불어 연립정부를 예상할 수 있다. 정부가 구성되겠지만,** 이러한 새로운 “동거정부(cohabitation)”는 사안별 원칙으로 관리되어야 하며, 이는 대통령과 총리의 업무진행을 필수불가결하게 복잡하게 만들 것이다.

르펜 후보: 의회 과반수 못함, 연립정부 구성 못함, 프렉시트 없음

현 시점에서는 가능성이 낮지만, 르펜 후보가 대통령으로 당선되면 다음과 같은 세 가지 난관에 직면하게 될 것이다.

1. 의회에서 과반 의석 확보 불가능.
2. 의회에서 자당의 다수 의석으로 연립정부의 구성 불가능.
3. 유로화에 대한 입장 해명.

선거제도와 「국민전선」에 적대적인 다른 당의 태도는 마린 르펜 후보에게 우호적이지 않다. **과반수 확보나 다수당으로서 연립정부를 구성하는 것은 거의 가능성이 없는 것으로 보인다.** 정치적 교착상태와 국정통치의 불능 및 분명히 의회해산을 예상해야만 한다.

의회를 해산할 수 있다고 해서, 마린 르펜의 정당이 의회 과반수를 확보한다고 장담할 수 없다. 프랑스가 프렉시트의 과정에 진입하기 보다는 정치적 상황과 개혁이 정체될 가능성이 더욱 높다. 그 다음은 르펜이 극복해야 할 세 번째 난제이다. **유럽연합**

“ 고용 및 사회보장 (마크롱) vs. 이주민 및 테러리즘 대처 (르펜) ”

“ 마크롱 당선 = 과반 다수의 정부 또는 연립 정부 ”

“ 르펜 당선 = 과반 다수의 정부나 연립 정부 구성 못함 ”



2017년 5월

및 유로화통화권역에 대한 입장의 해명도 가장 중요한 사안이 될 것이다. 대통령 선거 이전에 르펜의 입장은 크게 오락가락했다. 처음에는 유럽과 유로화에 매우 적대적이었지만, 아마도 선거전략으로 비교적 친유럽적인 프랑스 유권자를 안심시킬 목적으로 (이러한 적대감에 대한 부인 없이) 점차 유연하게 변화했다. 대통령선거 1차투표가 종료된 이후에 국가통화라는 사안이 암묵적인 프렉시트와 더불어 재부상했다. 유로화에서 탈퇴(프렉시트)하거나 유로화에 연계된 국가통화를 채택하는 것이 르펜 후보가 언급한 단 두 가지의 옵션이다... 유로화통화권역 국가가 병용통화를 가지는 것은 불가능하다는 사실에 유념해야 한다. “프랑스는 다른 국가들과 마찬가지로 국가통화를 가질 것이며, 공통통화도 함께 사용할 것입니다.”라고 르펜 후보가 최근에 다시 언급했다. 유럽조약 제128조에서 “유럽중앙은행만이 유럽연합 내의 유로화 지폐의 발행을 승인하는 권한을 위임 받았다”라고 이와 관련된 사안을 공식적으로 언급하고 있다. 통화주권을 회복하고, 이에 따라 유로화에 1대1의 고정환율을 유지하기 위해서는 프랑스가 유럽연합과 유로화통화권역을 탈퇴해야 한다. 유로화통화권역과 유럽연합에 잔류하면서 어떻게 통화, 재정, 정치, 영토의 주권을 회복할 수 있을까? 「국민전선」의 공약은 유럽연합의 구성과 유로화통화권역을 반대하고 있는 것이다. “우리는 유럽연합의 다른 국가가 반대할 것이라는 사실을 이미 알고 있다. 왜냐하면 이러한 주장은 마치 어린 애를 엄마의 자궁으로 되돌려 보내는 것과 마찬가지로이기 때문이다.” (크리스티앙 생에티엔 프랑스 국립예술산업대학 경제학 교수)

“국민전선의 유럽에 대한 공약은 마치 어린애를 엄마의 자궁으로 되돌려 보내는 것과 같다”

이러한 결정이 현실화되는 경우 상상할 수 없는 결과가 초래될 것이다.

- 유통되고 있는 신규 통화의 현저한 평가절하.
- 구매력 상실 (인플레이션과 인플레이션 기대감의 영향).
- 기업 경쟁력의 상실 (생산 비용 상승). 일자리와 생산력 붕괴.
- 자본 유출 (유럽 최고인 프랑스 공공부채의 60% 이상을 비거주자가 보유)
- 채권수익률과 채권 스프레드(가산금리)의 상승 (독일 대비 +150bp~+200bp?)

이러한 상황이 악화되는 경우에는 자본통제가 시행될 것이며, 최악의 경우에는 은행에서 현금인출하는 데 제한이 가해질 것이다. 프렉시트(프랑스의 유럽연합 탈퇴)도 이루기가 어렵다. 대통령 선거에서 승리가 필수적이며, 그 후에 입법의회 선거에서 과반 이상의 의석을 확보하거나 그렇지 않으면 의회를 해산한 후에 두 번째 입법의회 선거에서 과반을 확보해야 한다. 또한 최종적으로 프렉시트는 국민투표에서도 가결되어야 한다. 하지만 르펜 후보가 당선된다면 분명 금융시장의 반응이 불가피하게 따를 것이다.

**자본통제: 이를 수행할 수 있는 조치는?**

**가능한 3가지 유형의 조치:**

- 은행 폐쇄(프랑스 경제를 마비시키기 때문에 이러한 조치는 장기간이 될 수 없음).
- 현금 인출 제한: ATM의 현금 인출이 제한될 수 있다(예를 들면 그리스와 같이, 은행 카드별로 개인별(그리스 거주자별) 하루 60유로로 제한).
- 해외 송금 통제: 프랑스 계좌 사이의 인터넷을 통한 송금/입금은 가능하지만, 해외 송금은 통제될 것이다. 그리스의 사례와 같이, 재정부 소속의 “은행업무 허가위원회”에서 해당 거래의 “공공적/사회적 이해”를 특별히 심사하여, “의료 지출”의 경우에만 허가하는 방식으로 관리될 수 있다.

2017년 5월

IV. 두 후보의 공약 요약

대통령 최종후보 비교 (출처 : 르몽드, 선거공약, Amundi)		
	마크롱 후보	르펜 후보
공무원 수	120,000명 삭감	-
연금	변경 없음	최저 연금액 인상
실업급여	확대 (특정 조건에서는 사직의 경우도 급여 대상)	-
은퇴연령	현재 연령(62세) 유지	60세로 복귀
최소복지급여금	“통합적(one-size-fits-all)” 복지급여금제도 설립	현재의 프랑스 최소복지급여금 유지
자영업자 사회보장제도(RSI)	폐지	개혁
최저임금 (SMIC)	변경 없음	변경 없음
주택세 (지방세와 유사)	가구의 80%에 대해 폐지	세금 동결?
증여세 및 상속세	현재 세제 유지	부의 이전 장려
부가가치세	현재 세율 유지	현재 세율 유지
탈세	탈세 방지책 강화	탈세 방지책 강화
법인세	인하	인하
소득세	소득세 개별화	세금 인하
경쟁력 및 일자리 창출에 대한 법인세 공제	세금 및 사회보장 기여금 인화로 전환	세금 및 사회보장 기여금 인화로 전환
재산부유세 (ISF)	경제에 대한 투자는 면제	현 상태 유지
프랑스산 제품	-	지원
사회보장 기여금	기업 및 피고용인의 기여금 인하	중소기업 및 영세사업의 기여금 인하
조달	유럽에 주재하는 유럽 기업 지원	프랑스 기업 지원
직장의 우버화	자영업자의 권리를 이러한 유형의 피고용인에 부여	관리체계 설립
해고	고용심판소 배상금 관리	-
공공임대주택	더 많은 주택 건설	프랑스 국적자에게 우선권
경영자 보수/임금	경영자와 직원 사이의 보수/임금 격차에 대한 정보 공개	-
최소근로시간	법률 완화	업무 주당 35시간 유지
고용법	현 상태 유지	폐지
유럽연합의 공통농업정책(PAC)	더욱 자연보호적이며 생태적인 정책	국가별 농업정책으로 회귀
공공지출	GDP에서 차지하는 비중 축소	이주민과 유럽에 대한 지출 삭감
공공부채	관리 강화 및 상환	관리 강화 및 상환
가족 재결합	현 상태 유지	폐지
이주민 할당제도	반대	찬성
망명신청자 권리	처리 시간 단축	대상 조건 강화
유럽의 국경 통제	강화	국가별 국경 통제

2017년 5월

대통령 최종후보 비교 (출처 : 르몽드, 선거공약, Amundi)		
	마크롱 후보	르펜 후보
가족 재결합	현 상태 유지	대상 조건 강화
출생시민권	현 상태 유지	폐지
생겐조약	유지	폐지
의료비 급여	의료부조를 통한 환급 개선	의료부조를 통한 환급 개선
가족수당	-	보편적 가족수당 복원
시민의무	필수적 시민의무 복원	필수적 시민의무 복원
시민권 박탈	부정적	긍정적
교도소	10,000~20,000명 수용의 교도소 공간 추가 신설	40,000명 수용의 교도소 공간 추가 신설
경찰관 수	증원	증원
NATO에서 프랑스의 입장	NATO에 신규 국가 가입 반대	통합사령부에서 탈퇴
국방예산	GDP의 2%로 인상	GDP의 2%로 인상
핵 발전소	핵 발전소 비중 감소	핵 발전소의 현대화 및 개발
TAFTA & CETA 조약	긍정적	부정적
유럽 조세제도 및 사회제도의 통합	긍정적	-
「안정과 성장에 관한 협약」	3% 규칙의 유지	예산 주권 복원
유로화	유로통화권 거버넌스 구축	프랑스화로 복귀
유럽연합	기존의 유럽 강화	탈퇴 국민투표 제안
UEM 거버넌스	재정경제부 유럽장관 직제 신설	국가별 주권(통화, 예산, 재정)으로 복귀
거주 외국인에 지방선거권 부여	부정적	부정적
의원 정원 수	감소	감소
입법의회 선거제도	비례대표제 도입	통합적 비례대표제로 전환
대통령 임기	5년 유지	7년 단임제

**결론**

결론적인 강력한 메시지:

- 여론조사들에 따르면, 표 이동을 고려하는 경우 마크롱 후보가 차기 프랑스대통령에 당선될 가능성이 높다.
- 입법의회 선거와 관련된 초반의 여론조사에 따르면, 엠마뉼엘 마크롱의 「진진!」 이 조사가 실시된 535 지역구에서 총 246석~286석이 사이 또는 총 의석의 최대 53%를 확보할 것으로 나타났다. (총 의석 정수는 577명이며 절대 과반 수는 289 석임)
- 마크롱이 프랑스대통령이 되는 경우, 신임 대통령의 정당은 의회에서 과반 이상의 다수당을 확보할 것으로 보이며, 최악의 경우에도 구성하기는 어렵지만 연립정부의 방향으로 진행될 것이다.
- 여론조사가 1차투표와 마찬가지로 정확한 경우, 많은 불확실성이 걷히게 되어 이제 프랑스의 펀더멘털에 집중하면서 리스크프리미엄이 훨씬 낮은 프랑스시장과 마주치게 된다. 프랑스의 경제적 상황이 개선되고 있다.
- 프랑스 및 유로통화권 모두에서 위험자산이 다시 매력적이 되었다. 프랑스의 개별리스크와 유럽의 시스템리스크가 완전히 사라지고 있는 중이다. (즉 프렉시트 종료)
- 유럽과 프랑스의 위험자산인 (미국에 대비한) 주식과 (국채에 대비한)회사채 모두가 우리의 자산배분에서 여전히 선호된다.

2017년 5월

자산배분

요약표

	1개월 변화	---	--	-	0	+	++	+++
주식/국채	→						□	
회사채/국채	→						□	
주식/회사채	→					□		
듀레이션	→				□			
회사채	→					□		
석유	↘				□	□		
금	→				□			
현금 EUR	→			□				
현금 USD	→					□		

		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		→			□				
일본 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	↘		□			프랑스 대통령선거 1차투표는 우리에게 확신감을 심어주었기 때문에, 유럽 시스템리스크에 전담하도록 배정된 매크로-헤징 전략의 일부를 줄이도록 만들었다. 프렉시트(프랑스의 유럽연합 탈퇴)의 리스크 또는 극단적 시나리오가 사라졌기 때문에, 우리는 유럽 포트폴리오의 보호를 전담하던 USD에 롱포지션, JPY에 롱포지션, 변동성에 롱포지션, 미국 재무성증권에 롱포지션 등의 익스포저를 감소시켰다. 하지만 리스크가 전적으로 사라진 것이 아니기 때문에 우리는 특정한 헤징 전략을 유지하고 있다. 이러한 리스크에는 트럼플레이션에 대한 실망감 리스크, 미국 통화정책 사이클과 관련된 리스크가 대표적이다. 변동성에 롱포지션, 주식 풋옵션에 롱포지션, USD 현금에 롱포지션은 여전히 흥미로운 전략을 제공하는 것으로 보인다.
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 배정된 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 변화와 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 며칠 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 중단 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 위협으로 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 리セッション(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 것들에도 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. 분명히, (도널드 트럼프가 선거운동에서 공약한 바에 따른) 45% 관세의 도입은 분명히 이러한 부정적인 악순환이 시작 되는 시발점이 될 것이며, 우리는 이러한 조치를 채택할 것이라고 전혀 믿지 않는다. 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 재앙적인 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%

## 리스크요인

**분석** 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 않지만, 1월의 상황으로 인해 중국당국은 자신들의 장기적 계획과 반하는 결정을 통해 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 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 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] 지속적인 방식으로 영국을 약화시키는 브렉시트 이후의 이슈

[확률] 70%

**분석** “브렉시트는 브렉시트를 의미하며, 우리는 이를 성공적으로 이루어낼 것이다.” 테레사 메이 총리로 지명되던 날에 자신의 입장을 명확하게 밝혔다. “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 협상에서 이를 확보할 가능성은 낮아 보인다. 유럽연합 단일시장 접근권과 600억 유로로 추산되는 영국이 유럽연합에 지불해야 하는 탈퇴비용 등과 같은 침예하게 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

## 리스크요인

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 27 개국에서 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 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 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 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 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 제약을 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 위기확인의 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. 유럽중앙은행의 매입프로그램은 유동성 하락(부정적)을 유발했지만, 또한 변동성을 낮게 유지(긍정적)하는 데에 도움을 주었다... 양적완화의 종료에 대한 논쟁이 고개를 드는 순간에 이러한 질문들이 부상할 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 수개월 동안(특히 도널드 트럼프의 미국대통령 당선 이후) 다수의 채권 유니버스(fixed-income universe)가 플러스대로 복원되고 수익률곡선이 스티프닝(steeptening)하게 되는 것을



## 리스크요인

목적하였으며, 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 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), 터키, 테러리스트 공격, 이주민 유입과 터키 등은 특히 유럽의 외교적 관계를 악화시키는 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] 70%

**분석** 시장은 현재 정치적으로 매우 어려운 배경에서 작동하고 있다. 2017년에는 많은 선거가 치러질 예정이며, 그 중에는 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, 공공적 자원의 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 경제침체의 국면과 공공적 자원의 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 가버너스(지배구조)와 향후의 리더십에 대한 문제를 불가피하게 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** 프랑스에서는 세 가지의 선거 대결이 예정되어 있다. 즉 대통령선거 결선투표(2017년 5월 7일)와 입법의원 선거(6월 11일 및 6월 18일)의 네 차례의 치열한 선거가 곧 치러질 예정이다. 여기에는 명확히 해야 할 사안이 있다. 즉 유럽(네덜란드, 이탈리아, 프랑스, 독일)의 모든 선거가 당면한 과제는 유럽통합의 내구성에 귀결된다는 사실이다. 우리는 「국민전선(Front National)」(마린 르펜)이 승리할 것이라고 예상하지 않으며, 만약 그렇게 되는 경우는 분명 프렉시트(Frexit, 프랑스의 유럽연합 탈퇴) 시나리오에 탄력을 받게 될 것이다. 오히려 프랑스-독일 축이 강화될 가능성이 큰 것으로 내다보고 있다.

하지만 새롭게 당선된 대통령(에마뉼엘 마크롱(현재 지지율 선두))이 대통령 소속정당이 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. 프랑스는 안정적인 다수당의 지지를 받지 못하는 대통령을 배출할 가능성이 매우 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... 하지만 우리의 의견으로는, 리스크프리미엄(독일에 대비한 스프레드, 변동성, 신용파산스왑(CDS)..)이 악화되고 선거 결과가 나올 때까지 높게 유지되는 것은 정당해 보인다. 선거 이후에 스프레드(가산금리)와 신용파산스왑(CDS)가 현저하게 좁혀지는 것으로 베팅한다.

## 리스크요인

### [리스크 17] 유럽채권 수익률의 지속적인 상승

[확률] 20%

**분석** 금융위기 이후로 장기금리는 급격하게 하락했다. 이러한 초저금리 또는 마이너스 금리라는 사막에서 수익률모색은 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(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. 연준은 금리를 인상하고 있고, 재정 및 세금 정책은 더욱 팽창적인 기조가 될 것이기 때문에 장기금리의 상승 움직임이 정당화되지만, 우리의 견해로는 미국 장기금리의 영구적인 상승을 예상하는 것은 여전히 시기상조이며 과도한 것으로 보이며, 유로 지역에서는 이러한 결론이 더욱 명약관화하다. 경제성장률, 인플레이션, 통화정책 사이클, 유럽중앙은행의 양적완화 프로그램 및 예산정책 및 재정정책을 통해 경제엔진에 재시동을 거는 상대적으로 허약한 능력은 유럽시장을 미국의 금리 인상으로부터 실질적으로 보호하는 역할을 하고 있다. 하지만, 정치적 불확실성의 결과로 리스크프리미엄은 상승했다. 핵심 국가(예: 독일), 주변 국가, 중간 국가(예: 프랑스)를 구별하는 것이 필수적이다.

**시장 영향** 정치적 불확실성을 제외하면, 유럽에서 채권수익률이 현저하게 상승할 리스크는 낮다. 하지만 미국의 경우에는 신중한 포지션이 필요하다. 즉, 미국에서 장기금리에 대한 민감성은 기업의 리레버리징 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><b>1분기의 실망스러운 성장률, 재정정책에 대한 불확실성이 지속되고 있다.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 1분기의 경제성장률(+0.7%)은 실망스러웠지만, 경기회복에 의구심을 불러일으킬 만큼 그렇게 나쁘지는 않다. 기업환경지표는 견고함을 유지했다. 3월에 기대보다 낮은 수준의 일자리 창출에도 불구하고 노동시장은 계속 개선되고 있으며 임금의 점진적 상승을 뒷받침해 주고 있다.</li> <li>&gt; 도널드 트럼프 대통령은 전면적 세계개혁에 대한 약속을 반복하고 있다. 하지만, 보호무역주의(세금 인하의 예산부족을 메우는 방안의 한 가지로 계획됨)의 테마는 주된 저항을 만나고 역풍으로 몰아치고 있다. 그 결과, 예산적자의 상승에 전반적으로 반대하는 의회와의 예산협상은 매우 어려워질 가능성이 높다.</li> <li>&gt; 공화당이 다수를 점하는 의회가 중간 수준의 세금 인하로 합의할 가능성이 크며, 이러한 부양책은 2018년에 경제에 영향을 줄 것으로 보인다. 하지만, 전반적인 세계개혁은 2018년이나 그 이후로 연기될 가능성이 높아 보인다.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 새로운 행정부의 결정과 관련된 주요한 불확실성</li> <li>&gt; 가까운 미래에 성장잠재성의 저해 (“장기 침체”)</li> <li>&gt; 기업 마진의 잠식</li> </ul>
브라질	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 거시경제적인 자료에 따르면, 4분기의 GDP 수치는 전년 대비 -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.</li> <li>&gt; 인플레이션은 현저하게 완화되었으며, 브라질중앙은행(BCB)은 완화적 통화정책의 사이클을 시작했다.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 브라질 해일화의 급격한 평가절상</li> <li>&gt; 재정정책의 완화, 특히 매우 제한적인 연금개혁</li> </ul>
유럽		
유로통화권	<p><b>정치적 리스크에도 불구하고 올 해의 시작은 좋았다.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 2017년 초의 지표에는 지난 수년간 볼 수 없었던 수준에 도달하여 예상보다 나은 것으로 보인다. 하지만 미국의 경제사이클에 뒤처져 있는 유럽의 경제사이클은 인플레이션 압박이 발생할 수 있는 수준에 미치지 못하는 듯하다. 현재의 코어 인플레이션은 연간 1%를 못 미치는 수준으로 안정적이다.</li> <li>&gt; 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 유럽화의주의가 증가하고 있다는 사실과 연관이 있다. 브렉시트와 관련된 복합적인 사안들은 유로통화권 경제에 매우 중간적은 영향만을 미칠 가능성이 크다.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 정치적 리스크 (빠곡한 선거 일정, 비제도권 정당의 부상, 브렉시트)</li> <li>&gt; 신흥국의 경제적 및/또는 금융적 어려움의 세계경제로 확산</li> <li>&gt; 지정학적 리스크 상승</li> </ul>
영국	<p><b>영국경제는 예상보다 양호한 상태를 유지하고 있다. 하지만 정치적 불확실성은 2017년에 한 요인이 될 것이다</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 6월 8일로 예정된 조기선거를 통해 영국총리는 자신의 입지를 강화하여 브렉시트 조건을 보다 효율적으로 협상하도록 만들 것이다. 하지만, 유럽연합과의 미래 관계 설정에 대한 명확성이 전적으로 부재하고 이는 궁극적으로 영국경제에 악영향을 줄 것이며 2018년 이전까지는 나타나지 않을 가능성이 크다. 현재까지는 경제성장이 양호한 수준을 유지하고 있다.</li> <li>&gt; 민간투자자와 소비자 지출은 파운드화 평가절하로 인한 인플레이션 상승의 효과와 향후 전망과 관련된 불확실성에 영향을 받고 있다. (이전 두 회계년도와 비교하여) 중간 수준의 팽창적 재정정책이 2017-2018년에 도입될 것으로 보이며, 영국정부는 필요할 경우 정책을 완화시킬 수 있는 일부 여지를 확보하고 있다.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 브렉시트와 관련된 불확실성의 충격</li> <li>&gt; 여전히 매우 높은 수준의 공공적자와 경상수지적자</li> </ul>
아시아		
중국	<p><b>중국: 2017년 글로벌 경제와 통화에 안정판 역할, 2018년에도 이러한 역할이 계속될 가능성이 높음</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 우리는 중국경제의 안정화가 2017년 동안 진행되고 2018년까지 계속될 것으로 생각한다.</li> <li>&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.</li> <li>&gt; 예상보다 더 장기적인 중국경제의 안정화(2016년~2018년)는 글로벌 경기호전을 불러일으키고 있으며, 특히 글로벌 경기관련 부문, 원자재, 신흥국 시장에 분명하게 혜택을 주고 있다</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 2017년 글로벌 경제와 통화의 안정화에 기여, 2018년에도 이러한 역할이 계속될 가능성이 높음</li> <li>&gt; 2016년에서 2018년까지 중국경제의 안정화들 통해서 더욱 깊어진 글로벌 경기사이클의 구제화</li> </ul>
인도	<p><b>인도: 화폐개혁에도 불구하고 2017년 아시아의 지속적 성장 동인</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 재량지출, 차량 판매, 겨울작물파종의 둔화가 화폐개혁(demonetisation) 이후에 예상보다는 덜 심각한 수준이었다. 하지만, 건설 부문에서의 둔화는 더욱 확연하게 나타났다.</li> <li>&gt; 우리의 기본 시나리오에서는 2017년에 오랜 기간의 인플레이션 안정화를 상정하고 있다. 우리는 화폐개혁초치가 성장과 인플레이션에 일시적인 영향만을 줄 것으로 생각한다.</li> <li>&gt; 상품서비스세(Goods and Services Tax: 약자 ‘GST’)와 관련된 논쟁의 주요 이슈가 해결되었으며, 상품서비스세는 2017년 7월 시행될 가능성이 크다.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 인도경제는 화폐개혁 이후에 지속적 성장세를 보일 것으로 예상된다</li> <li>&gt; 오랜 기간의 인플레이션 안정화</li> </ul>
일본	<p><b>경기회복이 잠재성장률보다 높은 수준으로 계속되고 있다.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 일본경제는 일본업계의 개선과 아시아의 국제교역 사이클에서 혜택을 받고 있다. 실업률은 20년 동안 최저 수준이며, 임금(시간제)은 상승하고 있으며 수익성도 향상되고 있다. 재정부양책과 법인소득세의 인하는 경기를 뒷받침하는 주요 요인이다.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 중국에 노출</li> <li>&gt; 마이너스 금리정책</li> </ul>

2017년 5월

## 거시경제 및 금융관련 예측

### 거시경제적 전망

- 미국:** 올해 초반의 실망스러운 수치에도 불구하고 경기회복은 견고함을 유지하고 있으며, 노동시장도 계속 향상되고 있고 코어 인플레이션은 여전히 연준의 목표 아래에 있다. 백악관은 5월초에 예산청사진 제안을 의회에 제출하겠다고 발표했다. 거시경제적 관점에서 (성장률과 인플레이션) 바이어스는 업사이드이고, 보호무역주의 테마는 주춤한 상태이다. 하지만, 도널드 트럼프 대통령이 약속한 세계개혁이 신속히 진행되기는 어려울 것으로 보이기 때문에, 이와 관련된 실망감에 대해 여전히 대비해야 한다.
- 일본:** 4분기에 투자가 반등했으며, 이는 2016년 앞선 세 분기의 추이에서 반전되었다. 일본은행의 단칸지수는 1분기의 견고한 성장을 제시하고 있다. 추가적으로 재정정책이 성장의 주요 동인으로 유지될 것이다. 일본은행의 정책은 완화적 통화조건을 유지시키는 것을 가능하게 만들고 있다.
- 유로통화권:** 경기회복이 계속 강세를 보이고 있다. 금리상승에도 불구하고 완화적 통화환율을 유지한 1분기는 2011년 이후로 유럽경제가 가장 강력한 수준이라고 느끼도록 만들었다. 하지만, 정치적 리스크(프랑스, 독일, 이탈리아)는 유럽지역의 취약요인으로 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:** 4분기 GDP는 플러스 수치를 나타냈으며 전년 대비 +0.3%이다. 2016년 전체로 따지면, 러시아는 0.2% 리세션(경제불황)이지만, 우리의 시나리오(-0.7%)보다 훨씬 덜 심각한 상황이다. 러시아 통계기관은 GDP 수치를 수정했다는 사실도 언급되어야 한다. 이로 인해, 2015년의 리세션은 이전에 추산되었던 3.7%가 아니라 2.8%에 불과하다. 우리는 2017년 경제성장률이 플러스대인 +1%로 회복된다는 우리의 시나리오를 유지한다.

연 평균 (%)	실질 GDP 성장률. %			인플레이션 (CPI, 전년 대비. %)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
미국	1.6	2.0	2.2	0.3	2.5	2.3
일본	1.0	1.0	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	-0.5	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	1.7	1.8	0.7	1.8	1.7
신흥국	4.0	4.3	4.4	4.1	3.9	3.5
전세계	3.0	3.2	3.3	2.6	3.0	2.7

출처: Amundi Research

### 기준금리 전망

- 연준:** 3월에 연방기금 목표치를 0.75~1.00%로 인상했다. 연준은 2017년에 두 차례 더 인상할 것으로 보인다. 연준의 재정상태 정상화와 관련된 이슈는 이제 분명히 논의주제가 되고 있다.
- 유럽중앙은행:** 매입속도를 줄이면서(600억유로/월) 양적완화를 2017년 12월까지 연장했다. 코어 인플레이션의 가속화가 관찰되지 않을 때까지는 어떠한 구체적 변화도 없을 것이다. 발표되는 내용은 점진적으로 비둘기파의 입장이 줄어들 것이다.
- 일본은행:** 수익선 곡선 관리(Yield Curve Control: YCC)정책을 고수할 것이지만, 인플레이션 목표(rate targets)를 변경하지는 않을 것이다.
- 영국중앙은행:** 영국중앙은행은 경제상황이 악화되는 경우 금리를 인상하지 않을 것이다.

	2017-05-03	Amundi +6개월	컨센서스 2017년 3분기	Amundi +12개월	컨센서스 2018년 1분기
미국	1.00	1.25	1.40	1.50	1.65
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	0.30

### 장기채권수익률 전망

- 미국:** 인플레이션 기저효과의 완화, 경제데이터가 시장의 기대감을 실질적으로 확인하지 않는다는 사실, 새 행정부의 경기부양책 이행능력에 대한 의구심으로 인해 단기적으로는 장기금리 수익률의 상승이 둔화될 것이다.
- 유로통화권:** 유럽중앙은행이 향후 수년 동안에 금리정책을 정상화할 것이라는 아이디어의 회귀와 더불어 올해 전반에 걸쳐서 곡선의 스티프닝(steeepen)해 질 것이다.
- 영국:** 경제활동지표의 악화는 영국 수익률에 하방압박을 줄 것이다.
- 일본:** 일본은행은(BoJ)은 수익률곡선의 롱엔드(long-end)를 관리하고 있으며, 단기채권 수익률의 하락을 선호할 가능성이 크다.

	2017-05-03	2년물 채권수익률			
		Amundi +6개월	선도 +6개월	Amundi +12개월	선도 +12개월
미국	1.28	1.40/1.60	1.50	1.60/1.80	1.68
독일	-0.72	-0.80/-0.60	-0.66	-0.80/-0.60	-0.61
일본	-0.20	-0.20/-0.00	-0.20	-0.20/-0.00	-0.17
영국	0.08	0.00/0.20	0.13	0.00/0.20	0.23

	2017-05-03	10년물 채권수익률			
		Amundi +6개월	선도 +6개월	Amundi +12개월	선도 +12개월
미국	2.29	2.40/2.60	2.44	2.40/2.60	2.55
독일	0.33	0.40/0.60	0.46	0.60/0.80	0.57
일본	0.02	0	0.08	0	0.14
영국	1.09	1.00/1.20	1.19	1.00/1.20	1.31

### 통화 전망

- EUR:** 일 장기금리 수익률의 상승과 유럽중앙은행의 극도로 완화적인 정책의 점진적 종료와 더불어 올해 말에 유로화는 상승할 것이다.
- USD:** 현재 USD의 변화는 장기금리 차이에 의해 결정되고 있다. 미국 당국(연준, 새 행정부)는 USD의 현저한 평가절상을 용인하지 않을 것이다.
- JPY:** 일본 엔화는 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.

	2017-05-03	Amundi +6개월	컨센서스 2017년 1분기	Amundi +12개월	컨센서스 2017년 3분기
EUR/USD	1.09	1.10	1.07	1.15	1.08
USD/JPY	112	115.00	114.00	115.00	115.00
EUR/GBP	0.84	0.90	0.86	0.90	0.86
EUR/CHF	1.08	1.05	1.08	1.00	1.08
EUR/NOK	9.39	8.70	8.99	8.50	8.89
EUR/SEK	9.63	9.20	9.41	9.00	9.19
USD/CAD	1.37	1.40	1.35	1.40	1.35
AUD/USD	0.75	0.75	0.74	0.75	0.74
NZD/USD	0.69	0.70	0.69	0.70	0.68