

자산배분: Amundi 투자전략

시장의 공포는 정당인가?

PHILIPPE ITHURBIDE, Research, Strategy and Analysis 글로벌 헤드

지난 여름 이후에 상황이 예상했던 것과는 전혀 다른 방향으로 흘러갔다. 금융시장에 암울한 기운이 드리워 졌으며, 모든 것이 부정적인 모습으로 나타나고 있다. 그렇기 때문에, 리스크 재평가(risk repricing), 포트폴리오 보호전략의 시행 및 심지어 포지션의 청산이 있었던 이유를 이해하는 것은 간단하다. 왜냐하면 주요 국가의 주식시장이 실질적으로 모두 10% - 15% 급락했다는 면에서 그러하다. 한편, 10년물 수익률도 미국은 1.74%(연초 대비 -55 bps), 독일은 0.23%(1월 이후 -40 bps)로 급락했다. 신용 스프레드(회사채 및 국채)도 확대(iTraxx Main는 45 bps 상승하여 현재는 120 bps, iTraxx Crossover는 150 bps 상승하여 현재는 460 bps)되었으며, 여전히 플러스 수익을 제공하는 기업별 및 부문별의 시세차익거래가 증가했다. 리스크회피의 규모를 잘 나타내는 금은 단지 몇 주 만에 12% 이상 올랐다.

그러면 이러한 상황에 어떻게 이르게 되었는가? 우리는 경제전망 및 금융전망을 현저하게 수정하고 기존의 자산배분을 전격적으로 변경해야만 하는가? 이번 발행호에서는 현재의 경제환경에서 매우 중요한 이러한 질문에 대한 답변을 추구하고 있다.

1. 유가 하락이 무서운 이유는?

브렌트 원유의 가격이 1월초 이후로 12% 하락하여, 현재는 배럴당 33달러이다. 금융시장은 다음과 같은 이유로 인해 일반적으로 원유가 하락에 우호적으로 반응한다.

- 저유가는 원자재 소비국가에 유리하다.
- 저유가는 사업마진 및 수익을 개선시킨다.
- 저유가는 물가지수를 (특히 개발도상국에서) 추가적으로 하락시키며, 이는 통화정책에서 다른 방안을 활용할 수 있는 여지를 마련해 준다.
- 저유가는 내수수요가 성장의 주된 동인인 시기에 성장률과 내수수요를 뒷받침한다(공공지출은 제외).

하지만, 2015년 중반 이후로 원유가격의 급락은 금융시장을 불안하게 만들었다. 금융시장이 이렇게 반응한 이유는 무엇인가?

- 저유가는 산유국(사우디아라비아, 걸프국가들 전반, 캐나다, 노르웨이 등)을 약화시키고 취약하게 만들고, 일부의 경우(베네수엘라, 아제르바이잔 등)에는 극도의 어려움에 노출시킨다. 그 결과는 국가리스크의 급상승이다.
- 저유가는 에너지 부문(미국 하이일드에서 에너지부문이 차지하는 비중 참조)의 기업이 부도가 나거나 도산될 수도 있다는 우려를 낳게 되었다.
- 이러한 맥락에서, 금융증권(특히 은행 부문)의 에너지 부문에 익스포저가 핵심사안이 되면서 금융증권이 훨씬 더 취약하게 된다.
- 원유가격의 하락은 인플레이션 지표를 끌어내렸으며, 이는 인플레이션이나 인플레이션 기대감을 상승하는 것을 원하는 일본과 유로통화권의 중앙은행들의 이전 조치들의 효율성을 반감시켰다.
- 저유가는 정부의 유동성 확보를 위해 포트폴리오 일부를 매각해야 할 수도 있기 때문에 일부 국가펀드(일반적으로 오일펀드 및 국부펀드)의 보유하고에 영향을 미친다.

세계 경제성장 저하에 기인된 수요감소로 인해 모든 원자재의 가격이 하락했음에 주목하는 것이 중요하다. 하지만, 석유는 다른 원자재와 다른 자체적인 특성이 있다. 유가의 2/3 하락은 공급관련 전개상황과 연관이 있다. 과잉생산이 광범위하게 이루어지고 있다. OPEC는 시장을 규제하지 못하고, 미국은 셰일 오일의 개발에 적극적으로 참여하고 있으며(미국 원유생산은 5년 동안 65% 증가됨), 이란이 공급시장에 진입할 가능성, 일부 국가에서 새로운 유전의 발굴 등이 이에 해당된다. 간단히 요약하면, 해결책(원유 가격의 안정화)는 분명 공급 측면에서 나와야 하지만, 수요와 공급의 불균형을 만드는

핵심요약사항

지난 여름 이후에 상황이 예상했던 것과는 전혀 다른 방향으로 흘러갔다. 금융시장을 암울한 기운이 덮쳤으며, 모든 것이 부정적인 모습으로 나타나고 있다. 그렇기 때문에, 리스크 재평가(risk repricing), 포트폴리오 보호전략의 시행 및 심지어 포지션의 청산이 있었던 이유를 이해하는 것은 간단하다. 그러면 이러한 상황에 어떻게 이르게 되었는가?

유가의 하락은 산유국을 약화시키고 취약하게 만들며, 일부의 경우에는 극도의 어려움에 노출시키기 때문에 무서운 요인이다. 마찬가지로, 유가 하락은 에너지 기업이 부도가 나거나 도산되는 리스크를 더 높게 된다. 또한 에너지 부문에 대한 익스포저를 가진 은행도 이와 유사한 리스크를 가지게 된다. 유가 하락의 모든 긍정적인 혜택은 이러한 위험과 대비되면 미미한 것으로 보인다. 중앙은행들은 통화정책에서 중기적 효율성이 잠재적으로 부족함으로 인해 금융시장에 신뢰를 줄 수 없는 것 같다. 중국은 또 다른 우려 사안으로, 그 위안화 정책은 복잡하고 불안정한 전략으로 인식되고 있다. 더욱이, 미국에서는 거시경제적 예측이 오래 동안 너무 낙관적이었으며, 리세션 공포가 다시 부상하고 있다.

요약하자면, 금융시장이 매우 취약한 이유를 이해하는 것은 간단하다. 중요한 사실은, 더 이상 금융시장의 취약성은 문제점이 아니며 세계 경제성장률과 은행제도의 붕괴 가능성에 대한 의구심이 생겼다는 사실이다. 우리는 이러한 리스크가 현실화되지는 않을 것으로 생각하지만, 지난 몇 달 동안 매크로 금융환경이 급격히 악화되었다는 사실은 분명하다. 그 결과, 이러한 두려움은 이번 호와 지난 6개월 동안의 우리 포트폴리오에서 개발되었던 매크로-헤징 전략(미국 재무성증권과 독일 국채에 롱포지션, 변동성에 롱포지션, USD와 JPY에 롱포지션, USD 현금에 롱포지션, 금에 롱포지션)을 명확하게 정당화시키고 있다.

이번 발행호의 목적은 우리가 취한 조정이 추이 및 시장 압박을 따르는 포트폴리오라는 사실을 논의하는 것이다. 주식의 붕괴, 신용 스프레드(가산금리) 확대 및 주식으로의 확산, 더욱 높아진 변동성, 독일 및 미국과 같은 안전국가에서 채권 수익률의 하락... 이러한 모든 사건들은 우리의 셋업(매크로-헤징, 포트폴리오 청산, 리스크, 스트레스 테스트..)를 재고하도록 만들었지만, 이러한 사건들이 반드시 우리의 자산배분의 논리근거는 아니다.

수 많은 요인들이 존재한다. 석유생산을 감산하는 결정은 본질적으로 정치적이기 때문에 변화를 예측하기는 어려우며, OPEC의 다음 회의는 6월까지 열리지 않는다. “우리는 생산을 감산할 준비가 되어 있지 않다”가 지난 7월 모스크바의 회의 이후에 압달라 엘바드리 OPEC 사무총장의 발언으로 요약될 수 있다. 1월말에 베네수엘라가 가격 안정을 위한 긴급회의를 요청했지만, 사우디아라비아를 비롯한 걸프국가들이 여태까지 이에 반대하고 있다. 유가가 6월까지의 급락할 것이라는 공포가 남아 있으며, 이는 산유국과 에너지 부문의 기업들에 부정적인 영향을 미치게 된다.

2. 중앙은행들이 금융시장에 신뢰를 줄 수 없는 이유는?

중앙은행들은 우세한 지위를 잃고 있는 것으로 보인다. 금융시장은 지금 오랜 기간 동안 중앙은행에 너무 의존해 왔으며, 중앙은행은 여태까지 가졌던 신뢰성을 더 이상 누리지는 못하고 있다.

일본은행(BoJ)은 엔화의 시중은행이 중앙은행에 맡기는 새로운 초단기예치금에 대해서 마이너스 금리를 채택했으며, 이는 엔화의 급격한 평가절상을 피하려는 너무 명백한 시도였으며 질적양적완화(QQE) 프로그램의 비효율성을 시인한 조치였다. 물론 일본은행은 자산매입 프로그램(2016년 동안에는 6천억 달러 상당의 매입 계획)을 계속하고 있지만, 인플레이션/인플레이션 기대감과 경제성장률과 관련된 상황은 악화되었음을 인정했다. 더욱이 일본에서 울 트레이딩 연도의 시작은 1949년 이래로 최악을 기록했으며, 이러한 상황이 통화당국이 내린 결정을 대체적으로 설명해 주고 있다.

유럽중앙은행(ECB)은 에너지 가격, 변동성의 재부상, 위안화의 급격한 변화, 중국과 신흥국이 당면한 경제환경, 인플레이션 기대감의 추가적인 저하와 관련이 있는 (현재 및 미래의) 요인들, 유로화의 실효적인 평가절상, 수출관련 리스크의 증대 등과 같은 새로운 전개 상황의 바탕으로 통화정책의 방향을 재고할 예정이라고 시인했다. 디플레이션 압박이 증가하고 있다. 금융시장은 12월에 내려진 결정(양적완화의 확대, 초단기수신금리의 인하)에 잘 반응하지 않았으며, 이는 유럽중앙은행이 현재 당면한 어려움을 대표적으로 예시해 주고 있다. 유럽중앙은행은 3월 새로운 조치들을 도입할 예정이다.

이러한 조치에 포함될 수 있는 내용:

- 현재의 양적완화 프로그램의 확대: 만기 기한의 연장 및/또는 자산매입 규모의 증가. 하지만 이러한 자산매입은 이미 대규모로 이루어지고 있다는 점을 유념하는 것이 중요하다. 올 한 해 동안만 유럽중앙은행은 독일 순 국채발행액의 140배, 또는 스페인 순 국채발행액의 2배에 이르는 액수를 구입할 예정이다. 이와 같은 환경에서 금리 인상을 상상하는 것은 힘들다.
- 양적완화의 확대에 새로운 자산종목 포함: 새로운 자산종목은 회사채를 의미한다.
- 주변부 자산매입을 강화하기 위한 자산매입의 구성비분에 변경.
- 유럽중앙은행의 초단기수신예치금에 대한 추가적인 금리 인하. 우리는 이러한 조치를 강력히 제안하지는 않는다. 하지만 유럽중앙은행이 이러한 주장을 극단(시중은행이 더 이상 유럽중앙은행에 현금을 예치할 의지가 없는 수준으로 테스트)으로 이끄는 경우, 이러한 방향으로 진행될 것이다. 금리인하는 논리적인 단계가 될 것이다. 하지만 우리의 평가에 따르면, 추가적인 금리인하는 디플레이션 공포를 조장할 수 있다는 사실뿐만 아니라 다른 많은 이유로 역효과가 있을 것이다. 실제로, 유럽과 일본에서 이러한 조치의 발표는 금융시장의 불안정성을 유발시켰다.
- 금융시스템, 특히 유로통화권 주변부국가를 뒷받침하기 위해 장기대출프로그램(TLTRO)의 활용. 경기회복, 금융 부문의 파편화, 은행대출을 안정화시키는 것이 중요하다.

인플레이션이 부재하고 경제성장률 저하에 당면한 상황에서, 연준은 긴축통화정책 사이클을 과감하게 추진하기에는 어려움을 겪고 있다. 우리는 지금부터 2016년말까지의 사이에 단 한 차례의 긴축통화정책의 시행이 있을 것이라고 계속 예상한다. 연준은 기준금리를 인상하는 주요 중앙은행 중에서 유일하며, 이러한 시점에서 달러화의 가치상승은 분명히 환영 받지 못한다. 더욱이 연준은 금리인상을 할 여지가 없으며, 성장과

“2015년 중반 이후로 원유가격의 급락은 금융시장을 불안하게 만들었다.”

“유가가 6월까지의 급락할 것이라는 공포가 남아있으며, 이는 산유국과 에너지 부문의 기업들에 부정적인 영향을 미치게 된다.”

“유럽은행은 새로운 상황전개로 인해 통화정책의 방향을 재검토할 것이라고 시인했다.”

인플레이션을 부양시키기 원하는 경우에는 제4차 양적완화를 분명 이행할 것이다.

3. 중국이 아직도 금융시장 우려를 낳는 이유는?

중국이 가장 커다란 시스템 리스크를 나타낸다는 사실은 아무도 부정하지 못하며, 지난 몇 개월 동안의 사건(위안화 평가절하, 8월과 1월의 주식시장 일시 폐쇄)는 이러한 우려를 가속화시켰다. 중국인민은행(PBoC)은 여전히 제 역할을 하고 있는가? 중국의 경기둔화는 더욱 심각한 경착륙으로 이어질 수 있는가? 경제정책은 여전히 효과가 있는가? 이러한 것들이 핵심적 질문들이다. 우리의 평가에 따르면, 현재의 공포는 과장되어 있다.

- **중국의 경기둔화는 팩트이며, 보다 높은 수준의 발전의 결과이다.** 실제로, 경제발전에는 저축 감소, 성장을 저하, 잠재 성장률의 하락이 항상 동반된다. 이러한 상황은 인구구조의 악화(중국은 충분히 부국이 되기 전에 고령 국가가 될 예정임)와 잠재성장에 직접적으로 영향을 주는 생산성 향상 저하가 결합되어 복합적인 양태로 나타나게 되었다. 하지만 이는 전혀 새로운 것이 아니다.
- **중국은 위안화를 평가절하하지 않을 것이다.** 중국은 G20과 IMF(이번 10월부터 위안화는 SDR 바스켓 일부가 될 예정임)에 수 차례에 걸쳐서 충실할 것을 약속했으며, 위안화를 지역적 기축통화(환율 안정성이 핵심적 사안)로 자리매김하기를 희망하며, 현재의 성장은 순 수출물량이 아니라 내수수요에 의해 주도(즉, 위안화는 성장을 달성하는 데에 있어서 더 이상 중요하지 않음)되고 있다.
- **중국은 경제정책을 급격하게 변경시키지 않을 것이다.** 중국의 경제정책은 통화정책, 재정정책, 예산정책, 세수정책의 결합으로 유지된다. 중국의 환율정책(평가절하)는 이러한 경제정책의 방향에 포함되어 있지 않다. 하지만, 여태까지 위안화는 미국 달러화를 “추종”해 왔지만, 앞으로의 중국은 통화 바스켓에 대비하여 위안화의 안정성을 관리할 것이다. 이러한 관리방식은 변동성이나 USD에 대비한 위안화의 평가절하를 배제할 수 없기 때문에 어려운 과제이다. 하지만, 2015년 여름 이후 이러한 관리방식은 진정으로 효율적이었다.
- **그러므로 중국은 필요한 경우에 성장을 지원할 수 있는 역량을 갖추고 있다.** 우리는 중국의 GDP 성장을 2016년에 약 6%, 2017년에 5.8%로 예상한다.
- **가까운 장래에는 경착륙이나 불시착이 없을 것이다.** 중국에서 “착륙”이 어떠한 형태일지를 정의하는 것은 매우 어렵지만, 참고로 당시의 경착륙이 3%를 의미했던 1970년대의 일본을 살펴볼 수 있다.
- **중국의 성장률이 향후 2년 동안은 3%대를 기록하지는 않겠지만, 중국의 성장률의 “착륙”은 잠재성장률(10-15년 전에는 10%, 현재는 5%, 지금부터 10년 후까지는 분명 5% 미만일 것으로 예상)에 근접할 것이 불가피하다.**
- **현실에서 성장률 수치는 그렇게 중요하지는 않다.** 수요가 주도하는 5%의 균형성장이 수출만이 주도하는 10%의 성장보다 낫다. 수요가 주도하는 균형성장이 중국, 관련 협력국가, 금융안정성에서 더욱 건전할 것이다.

4. 미국의 리세션을 우려해야 할까?

우리는 시장 컨센서스가 너무 낙관적이라고 수많은 언급해 왔다. 이제 우리는 전망에 있어서 주요한 변경을 목도하고 있다. 며칠 전에 주요 금융기관 한 곳에서 2016년 미국 성장전망을 3.3%에서 1.8%로 수정했다. 이러한 하향조정에 어느 누구도 놀라지 않았지만, 우리는 선행지표들이 오랜 기간 동안 약 2%의 전망과 궤를 같이해 왔음에도 높은 성장 전망을 했던 것이 정당화될 수 있었느냐에 문제를 제기할 수 있다. 우리의 경우 2014년 성장 전망을 수정했다. 2014년 1월에서 2014년 12월 사이의 글로벌 성장률을 3.8%에서 3.1%로 큰 폭으로 하향수정했으며, 이는 신흥국의 경기둔화, 덜 현저하지만 잠재성장률(약 1.8%)에 점진적으로 수렴해야 하는 미국 성장률의 하향수정, 유로통화권 성장률의 상향수정을 반영한 것이다. 우리는 이러한 견해를 계속 유지한다. 미국의 경우 소비(GDP의 70% 이상 차지)가 계속 잘 유지되고 있으며, (강세의) 서비스 부문과 (보다 약세인) 제조업 부문 사이의 커다란 격차가 있음을 잊지 말아야 한다. 이 모든 것으로 인해 우리는 미국이 머지않아 마이너스는 아니더라도



장기대출프로그램, 양적완화의 새로운 자산종목으로 확대, 자산매입과 관련된 국가에 대한 새로운 분배 원칙, 초단기수신금리의 인하 등은 유럽중앙은행이 가질 수 있는 신뢰성 높은 옵션이다.”



지난 여름, 중국은 위안화의 안정성을 효율성 있게 관리하기로 결정했다.”

약 2% 성장률을 보일 것이라고 생각했다. **현재로서는 미국에 리세션(경제불황)의 가능성이 있는 것은 아니지만, 우려스러운 사실은 연준에 전략적 옵션의 여지가 부족하다는 것이다.** 현재의 상황은 2004-2006년과는 전적으로 판이하다. 이 2년 동안에 연준은 금리를 17차례 인상(총 400 bp)할 수 있었으며, 금융위기가 발생할 때 마나 신속하게 여러 방안을 활용할 수 있는 여지가 있었다. 현재는 이러한 상황과는 거리가 아주 멀다. 연준은 경기사이클에 뒤쳐져 있고 금융 안정성을 추구하고 있으며, 어느 정도의 측면에서 미국 달러화는 금리인상을 견딜 수 없다.

5. 은행제도의 붕괴에 대해 우려해야 할까?

이 질문은 모든 사람들에게 회자되는 질문이다. 은행의 시장자본화가 상당히 큰 폭으로 하락했음을 지적해야 할 것이다. 대표적 주식 중의 일부(Unicredit, Credit Suisse, Deutsche Bank)는 최대 40% 또는 소속 국가의 주식지수의 2배까지 하락했다. 전체적으로 은행부문은 가치의 20% 이상을 상실했다. 은행부문 가치의 상실 이유:

- 광범위한 경기둔화가 분명히 부정적인 요인이다.
- 유가의 하락과 에너지 부문 익스포저에 대한 두려움도 우려 요인으로, 이는 비중은 매우 다르지만 2007년의 서브프라임 익스포저에 대한 두려움과 비슷하다.
- "배드뱅크" 구조가 만장일치의 지지를 받지 못한 이탈리아와 같은 특정 요인들이 발생하거나 다른 주변국에서는 은행시스템이 여전히 취약하다.
- 대형 은행기관의 부도에 대한 공포/소문이 지속적으로 뉴스에 등장한다.
- 초저금리는 은행의 수익을 잠식하고 있다. 물론 이것은 유럽에서는 새로운 문제는 아니지만, 일본은행의 최근 움직임과 미국의 긴축통화정책에 대한 기대의 급저하가 이러한 추세를 악화시켰다.
- 규제도 은행에 호의적이지 않지만, 이는 새로운 현상은 아니다.
- 의심할 여지도 없이 상황을 더욱 압박하는 또 다른 요인은 단기 통화 포트폴리오에서 은행의 비중이 크다는 사실이다. 단기 통화 포트폴리오는 이미 초저금리(때로는 마이너스 금리)에 충격을 받았으며, 은행 스프레드에서 실적을 생성하기 때문이다. 은행 중의 일부는 단기 통화 포트폴리오에서 발을 뺐었을 수도 있다. 주식 스프레드에서 확산된 이후에 이제 단기 스프레드에도 역시 확산되고 있고, 이러한 사실은 채권 스프레드의 상승을 통해서 설명될 수 있다.
- 또한 은행 부채와 유동성의 측면도 있으며, 변동이 쉽게 악화될 수도 있다. 이러한 유동성 축소는 현재의 양적완화 정책과 투자자의 수익률 추구(이에 따른 Additional Tier Ones의 초과실적)에 연관되어 있으며, 유동성 공급기관(유동성 공급에 관계되는 일부 활동)의 수를 축소할 규제의 결과이기도 하다.

요약하자면, 이러한 것들이 금융시장에서 중점을 두는 사안들이다. 우리는 만연한 리스크회피를 이해하고 이에 대비하여 보호해야 하지만, 이러한 점을 일정한 관점 속에서 파악해야 하며 다음과 같은 적절한 지원 요인도 파악해야 한다.

- 이전 위기(2008-2009년)와는 다르게 은행은 오늘날 자금조달의 문제를 가지고 있지 않다.
- 은행 감독제도가 금융위기 이후로 큰 변화를 겪었으며, 소통의 측면에서도 역시 그러하다. 유럽중앙은행은 대규모의 면밀한 감사를 수행했으며, 스트레스 테스트를 통해 신뢰를 확보하고 리스크를 명확하게 파악할 수 있었다.
- 은행의 에너지 부문 익스포저는 상당히 잘 파악되어 있다. 전반적인 측면에서 에너지 부문 익스포저는 2008년 서브프라임 익스포저 수준의 1/10에 불과하며, 더구나 서브프라임 자체가 포함된 증권화 자산에서 서브프라임 손해가 발생했다는 사실을 상정해야 한다. 여기에서는 그 규모의 크기가 동일하지 않으며, 증권화의 "착각"도 존재하지 않는다.
- 유럽 은행들은 금융위기 이후에 5천억 유로 이상을 주식에서 증가시켰으며, 현재 자본화가 잘 되어있다. 미국 은행은 유럽의 은행들보다 조금 더 먼저 동일한 작업을 이미 수행했다. 이러한 대규모의 자본재편에 추가하여 규제당국은 질(보다 핵심적인 자본)과 양의 측면에서 자본 제약사항을 강화하여, 경제위기 이전보다 훨씬 높은 수준이 필요하게 되었다.



현재로서는 미국에 리세션의 가능성이 있는 것은 아니지만, 우려스러운 사실은 연준에 전략적 옵션의 여지가 부족하다는 것이다”



모든 사람들에게 회자되는 은행시스템 붕괴 이슈”

- 오늘날 크레딧에 대한 익스포저는 2008년에 만연했던 수준과는 전혀 유사한 점이 없다. 지금은 크레딧 거품의 시대에서 크레딧 부족의 시대로 진입했다. 하지만 은행에 크레딧에 대해 과도하게 신중한 포지션을 요구하면서 동시에 대출에 대한 익스포저를 두려워할 수는 없다. 단 대출의 건수는 적으면서 에너지 부문에 집중되어 있는 경우에는 잠재적으로 우려의 대상이 될 수 있다. 하지만 이러한 시나리오에 해당되는 시스템리스크가 큰 은행은 없는 것으로 보인다.

하지만 붕괴의 가능성을 완전히 배제할 수는 없으며, 붕괴는 거품의 전조가 없는 상태에서도 발생할 수 있다. 은행이 당면한 어려움과 경제상황(경기둔화, 리세션 공포), 금융환경(저금리), 은행부문에 친화적이지 않은 규제환경을 간과하지 않음에도 불구하고, 우리는 2008년에 강타했던 것과 같은 은행시스템의 붕괴가 있지는 않을 것으로 생각한다.

6. 우리는 미국 달러화 및 전반적인 통화에 대한 전망을 수정할 필요가 있는가?

지금까지는 다음과 같은 전망이 우세했다.

- 유로화 약세가 주로 유럽중앙은행의 조치들과 연계되어 나타난다.
- 유럽, 중국, 일본의 통화정책 방향을 고려하는 경우에 미국 달러화의 잠재적인 평가절하는 제한적이지만 눈에 띌 정도이다. 하지만 유가와 중국 경제가 안정화되는 경우, 신흥국 통화는 상승하고 이에 따라 엔화, 유로화, 미국 달러화의 실효환율은 하락하게 된다. 하지만 현재는 이러한 단계에 아직 진입하지 않았다
- 위안화의 현저한 저평가를 고려할 때에 규모의 측면에서는 제한되지만 잠재적으로 추가적인 위안화 평가절하가 있다.
- 중국인민은행이 통화 바스켓에 대비하여 안정성을 현재 추구하고 있기 때문에 점진적이고 제한적인 위안화의 평가절하가 있게 된다.

지난 몇 주 동안의 전개 과정은 이러한 전망과 정확히 일치하지는 않는다. 위안화는 잘 관리되고 있음이 인정되며, 지난 여름 이후로 위안화의 실효환율은 안정세를 보이고 있고 따라서 위안화와 미 달러화 사이의 연계성이 끊어진 것으로 보인다. 또한 엔화의 급락도 멈추었으며, 일본은행은 향후의 평가절상이 이루어지는 것을 막기 위해 노력하고 있다. 하지만 미국 달러화는 하락된 반면 유로화는 평가절상되었다. 그러면, 이러한 상황은 정말 놀라운 것인가? 현실에서는 그렇지 않다.

여태까지는 유로화 평가절상을 설명하는 두 가지의 상호보완적 방식이 있다.

- 새로운 요인: 새로운 요인으로는 미국 성장 예측과 긴축통화정책의 기대감에 대한 하향수정이다. 이는 이제 우리의 기존 수정에 더욱 부합된다.
- 외환정책: 일본, 중국, 미국에서는 실질적이고 명시적인 외환정책이 있지만 유로통화권에서는 그렇지 않다. 공동통화를 도입한 이래로 유로화는 조정 통화(adjustment currency)가 되어왔으며 궁극적으로 시스템의 “구제 통화(relief currency)”로 유지되고 있다.

결국에는 엔화가 평가절상의 진정한 잠재력을 가지며, 엔화와 마찬가지로 미국 달러화도 탁월한 매크로-헤지 도구이다. 유로통화권의 경상수지 흑자에서 보호받고 있는 유로화는 유럽중앙은행의 향후 조치들로 인해서 하방추이를 재개할 것이다. 우리는 EUR/USD 목표를 1.05로 유지한다.

마지막으로 우리는 다음과 같은 특징의 환경에 직면해 있다.

1. 글로벌 경제의 둔화. 이 사안은 신흥국, 지역 간의 분명한 탈동조화(decoupling), 국가의 통합된 블록이 부재하는 상황과 관련된다. 유럽 경제블록, 신흥국 경제블록, 달러화 블록에는 구체적인 경제실체가 없다. **바뀌 말하면, 투자 기회**는 선진국과 신흥국 사사, 높은 내수수요를 가진 국가와 그 외의 국가 사이, 원자재를 생산하는 신흥국과 원자재 소비국 사이의 탈동조화에서 찾을 수 있다.
2. 중기적으로 낙관적인 성장 예측이 여전히 지나치고 두려움이 분명히 과장되어 (전면적 투매를 정당화하지는 못함)있지만 단기적으로는 확실하게 상존한다고 할 수 있다. 이러한 두려움에는 미국의 리세션에 대한 공포, 유가 급락이 유발하는 리스크(국가 및 기업), 경제환경의 관리에 대한 중국의 역량에 대한 의구심,

“유로화는 조정 통화가 되어 왔으며 궁극적으로 시스템의 “구제 통화(relief currency)”로 유지되고 있다.”

“글로벌 경제의 둔화, 신흥국과의 관계, 지역 간의 분명한 탈동조화, 국가의 통합된 블록이 부재”

마지막으로 중앙은행의 시장에 신뢰성을 주는 능력부족이 포함된다. **바꾸어 말하면, 이러한 두려움은 지난 6개월 동안 Amundi가 개발해 온 매크로-헤지 전략(미국 재무성채권과 독일 국채에 롱포지션, 변동성에 롱포지션, USD와 JPY에 롱포지션, USD 현금에 롱포지션, 금에 롱포지션)을 명확하게 정당화시키고 있다. (아래의 상자 참조).**

> 매크로-헤지 전략이란?

우리는 여러 주요 리스크를 파악했으며 이에 대한 매크로-헤지 전략을 일부 제시했다. 현재의 상황에 비추어서 이러한 이슈에 대한 문의를 자주 받고 있으며, 우리는 리스크요인과 관련된 전략을 아래에서 다시 설명하고 있다.

- 리스크 1: 금리 인상에 대한 잘못된 이해
- 리스크 2: 중국경제의 경착륙
- 리스크 3: 글로벌 성장의 붕괴
- 리스크 4: 위안화의 급격한 평가절하
- 리스크 5: 유가와 원자재 가격의 폭락 재개
- 리스크 6: 새로운 유럽의 경제위기
- 리스크 7: 유동성 위기
- 리스크 8: 미국의 리세션

미국 재무성채권, 독일 국채, 변동성, 미국 달러화, JPY, 현금(특히 USD 표시), 금은 극도의 리스크에 대한 최선의 보호책이다. 이러한 것들 중의 일부는 포트폴리오에 통합되었다. 왜냐하면 우리의 중심 시나리오에 부합하거나 견고한 매크로-헤지, 또는 두 가지 모두를 수행하기 때문이다.

• **미국 재무성채권과 독일 국채에 장기적 익스포저를 증가시키는 것은 리스크 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8로부터 포트폴리오를 보호한다는 측면에서 합당하다.** 궁극적인 투자안전처로서 경제위기의 상황에서 주식시장과 강력한 음의 상관관계를 가지게 된다.

• **변동성에 대한 롱포지션으로 취하는 것은 시나리오 1, 2, 3, 4, 7, 8에서 완벽히 타당하다.** 우리는 분산투자된 롱변동성 포트폴리오(신홍국 통화를 포함하여 몇 개의 통화 및/또는 통화 + 주식)를 만들어서 변동성에 롱포지션을 취할 수 있으며, 여기에서는 가장 낮은 변동성(및 가장 높은 유동성 수단)을 선택하는 것이 자연스럽다. 실제의 변동성이 거래되는 변동성스왑/분산스왑과 내재 변동성이나 구조적 롱변동성 펀드를 거래하는 Forward Vol. Agreement이 변동성을 구입하는 데에 사용되는 일반적인 상품이다. 채권시장이 관리되고 있고 금융위기의 상황에서도 계속 그러할 것으로 예상되는 유럽과 일본에서는 특히 주식 변동성이나 통화 변동성을 매입하면 채권 변동성을 매입하는 것 보다 더 많은 보호가 제공된다.

• **포트폴리오의 유동성을 증가시키는 것은 리스크 1, 2, 3, 4, 6, 7, 8에서 적절하다.** 이 전략은 수익률이 기대치에 전혀 미치지 못하는 경우를 제외하고 자연스럽고 적절한 반영이다. EUR이나 JPY 현금보다는 USD 현금이 선호된다. 무위험 자산은 최근 몇 년 동안에 가장 좋은 경우에 있어서도 무수익 자산(EUR와 JPY 현금)이 되었다.

• **USD에 롱포지션을 취하는 것은 시나리오 2, 3, 4, 5, 6, 7에서 유용하다.** 경제위기 동안에 달러화는 안전투자처로 각광을 받아서 경기대응적 통화(counter-cyclical currency, 주식시장의 반대 방향으로 움직임)가 되었다.

• **JPY에 롱포지션을 취하는 것은 시나리오 2, 4, 5에서 적절하다.** 달러화와 비슷하지만 그 정도는 약하다. 현재 매우 저평가되어 있는 상태이기 때문에 주요 이점이 될 수도 있다.

• **시나리오 1, 2, 3, 4, 6, 7, 8에서 금을 구입한다.** 금은 걸프전쟁, 장기자본관리(LTCM)이 실패했다. 2001년 9/11 테러, 2002년 리세션, 대불황(Great Recession), 국가부채위기에 동안에 유일하게 상승했던 위험자산종목이며, 다른 자산과 진정으로 차별화되는 자산이다. 금은 (채권이나 주식과는 다르게) 어떤 이에 대한 부채로 표시되지 않으며, 고부채의 경제위기 및 금융위기가 발생하는 상황에서 분명 매우 가치 있는 자산이다.

포트폴리오에 미치는 영향과 관련하여, 우리는 분야별 포트폴리오 관리 헤드에게 견해를 문의했다

채권 포트폴리오

ÉRIC BRARD, 채권담당 글로벌 헤드

채권시장은 높은 변동성의 단계를 겪고 있다. 크레딧과 비핵심국가의 국채에 대한

“
매크로-헤지 전략을 정당화시키는
두려움”

“
추가적인 리스크 예산의 삭감은
매우 위험할 수 있는 현재의
단계에서 가치평가의 투자에
진입하는 것은 너무 이르다”

스프레드(가산금리)는 현저한 폭으로 커졌다. 세계 GDP 성장률에 대한 의구심 증가와 중앙은행들에 대한 신뢰도 하락의 징후 및 시장의 유동성 부족이 결합하여 단기적으로는 변동성이 추가적으로 가중될 수 있다.

기업 크레딧의 펀더멘털이 건전한 선진국 경제에서 현재의 경기회복에 대해서는 의문을 제기하지 않는다. 하지만 높은 수준의 리스크회피를 철수시키기에는 시간이 걸릴 것이다. 그 결과, 시장은 리스크관리 모드로 유지될 가능성이 매우 크며 우리도 역시 그러한 모드를 유지하고 있다. 우리는 1월에 크레딧 익스포저를 줄였으며, 가까운 장래에 리스크를 추가할 계획이 없다. 우리는 핵심국가 시장의 초저금리에도 불구하고 듀레이션이 부분적으로는 스프레드 리스크에 대한 헤지에 기여하기 때문에 숏듀레이션을 원하지 않는다.

즉, 이 단계에서 추가적인 리스크 예산의 삭감은 매우 위험할 수 있으므로 가치평가의 투자에 진입하는 것은 너무 이르다. 우리는 현저한 유출을 경험하고 있지는 않지만 우리의 포트폴리오 유동성 수준을 면밀하게 모니터링하고 있다.

주식 포트폴리오

ROMAIN BOSCHER, 주식담당 글로벌 헤드

티핑 포인트 또는 터닝 포인트?

주식시장은 2014년 이후 최저점에 도달했다. 주식은 에너지와 금융 부문의 도산 리스크가 높으며 만약 이러한 도산이 발생하는 경우 다른 경제위기를 촉발시킬 수 있다는 우려의 영향을 받고 있다. 한 가지 긍정적인 측면은 악재의 긴 목록이 이미 주식가격에 반영되었으며, 경제관련 뉴스는, 특히 유럽에서, 아직까지는 괜찮다는 것이다. 또한 경기관련주는 5년 동안 저실적을 낸 이후로 상대적으로 방어주의 실적을 증가하기 시작했다.

지금 이 주식의 반등과 일치하는 보다 변동성이 높고 경기에 관련된 종목에 집중해야 하는 티핑 포인트인가? 에너지와 금융을 제외하면 주식시장의 나머지는 바닥을 쳤다고 할 수 없다. 즉 이는 매도보다는 매수에 신중함을 의미하며, 상대적으로 저실적을 내는 성장주나 방어주 종목보다는 가치주를 추구한다.

복합자산 포트폴리오

LOÏC BÉCUE, 리테일 고객 복합자산 포트폴리오 담당 글로벌 헤드

RAPHAËL SOBOTKA, 기관 고객 복합자산 포트폴리오 담당 글로벌 헤드

지난 몇 주 동안에 우리는 심각한 리스크오프(risk-off) 환경을 경험했다. 주식시장, 크레딧 스프레드와 주변부 부채 스프레드는 큰 충격을 받았으며, 이는 유로통화권 핵심국가 및 미국의 국채를 제외하면 숨을 수 있는 곳이 없음을 의미한다. 리스크요인의 분명한 인과관계 연관성이나 글로벌 성장과 기업 수익의 역동성에 대한 펀더멘털적인 영향에 대한 고려 없이 리스크 요인(예, 석유, 중국, 미국 리세션)에 대한 조정이 있었다.

앞에서 언급되었던 것처럼, 이러한 리스크요인은 일부 기관에 있어서는 현저한 디레버리징의 촉매제였을 가능성이 크며, 우리는 글로벌 성장의 역동성이 붕괴되었다고 생각하지는 않는다. 그렇기 때문에 우리는 주요한 견해와 포지션을 계속 유지한다. 예를 들면, 우리는 주변국가 스프레드(가산금리)는 유럽중앙은행의 조치 덕분에 제한적인 상태일 것이며, 유로통화권 주식은 수익 주기가 미국 수익 주기보다 덜 성숙했기 때문에 잠재력이 있다고 믿고 있다. 우리는 작년 말과 1월에 기업 크레딧 익스포저를 줄였으며, 주요 스프레드가 넓혀지고 건전한 펀더멘털을 고려할 때에 우리가 추가적으로 줄여야 하는 분명한 이유는 없다. 우리는 이 측면에 대해서는 관망세를 취하고 있다.

이와 동시에, 우리는 포트폴리오에서 확률이 틀리는 경우를 감안했다. 우리의 포지션을 결정하는 데에 있어서 주된 리스크는 글로벌 성장이 실제로 붕괴되고, 미국 성장과 기업 수익이 현저한 수준으로 하향수정되는 경우이다. 이러한 시나리오에서는 유럽의 위험자산이 이와 탈동조화를 유지할 가능성이 매우 낮다. 위험자산은 주기의 중반에서 주기의 종료로 급속히 진행될 것이며, 추가적인 조정을 받게 된다. 우리가 계속해서 우리의 포트폴리오에 미국 국채를 보유 및 추가하는 이유이다. 추가적으로, 우리는 포트폴리오를 보호하기 위해서 풋옵션과 변동성 전략을 추가했다.

본 문서는 전문고객, 투자운용사 및 기타 금융산업 전문가에게 독점적 정보제공을 목적으로 한다.

자산배분단기적 전망 (3-6개월)



(-) 현저한 투자비중축소 (UW)
 (-) 투자비중축소
 (●) 중립
 (+) 투자비중확대 (OW)
 (++) 현저한 투자비중확대

“ 우리의 포지션을 결정하는 데에 있어서 주된 리스크는 글로벌 성장이 실제로 붕괴되고, 미국 성장이 현저한 수준으로 하향수정되는 경우이다 ”

리스크요인

PHILIPPE ITHURBIDE, Research, Strategy and Analysis 글로벌 헤드

아래의 표는 배정된 확률과 더불어 11가지 리스크요인을 제시하고 있다. 또한 가장 신뢰성 높은 시장 영향을 설명하고 있다.

[리스크 1] 연준이 잘못된 방향으로 선회한다면?

[확률] 15%

분석 연준 결정에 대한 국해는 주된 리스크 요인으로 남아있다. 연준은 분명 신중한 태도를 취하고 있지만, 투표권을 가진 상대적으로 매파인 새로운 위원들의 합류와 더불어 위원회 내부의 견해 차이가 커지고 있다. 현재 수년 동안, 중앙은행은 금융시장과 경제가 통화정책의 변경에 대비할 수 있도록 연습시켜왔다. 수년 동안 수행되었던 초강력 경기부양적 통화정책을 반전시키는 것은 특별한 중요성을 갖는다. 우리의 평가에 의하면, 현 시점에서는 긴축 또는 어떠한 유형의 통화정책 정상화도 절박하게 필요하지 않다. 이러한 견해는 최소한 대부분에서 공유되고 있다. 연준은 소통과 관련되는 실수를 피해야만 한다. 중국의 상황과 "신흥국 세계"도 큰 주의가 요구된다. 왜냐하면 금리 인상이 시기상으로 이루어지거나 확실한 근거가 없다면 시장이 나쁘게 반응할 수 있기 때문이다. 주식시장의 급격한 하향반전과 중국의 상황, 경제 둔화, 원자재 가격의 하락, 인플레이션 관리 실패, 신용등급 하락 등이 이미 경제적으로 약세를 보이고 있는 신흥국으로의 확산 여부에 의해 결정될 것이다.

시장 영향 유럽중앙은행이 양적완화를 추구하려고 한다. 따라서 유럽과 미국 사이의 스프레드와 금리 차이를 더 크게 하며, 유로화의 추가적인 평가절하를 가져오게 되며, 이러한 두 가지 사항은 유럽 위험자산의 선호로 이어진다.

[리스크 2] 중국경제의 경착륙

[확률] 20%

분석 중국의 현재 어려움은 이전에 신흥국이 압박을 받았던 어려움보다 더욱 심각하다. 이는 다음과 같은 두 가지 이유 때문이다. 중국은 글로벌 GDP의 13%를 차지하고 있으며, 중국의 총 부채는 GDP의 250%(금융위기 이전인 2008년에는 150%)에 해당된다. 중국의 경제 모델은 수명을 다하고 있다. 대출은 과도하고, 부채는 풍선효과를 나타내고 있으며, 그림자금융 제도는 거의 규제되지 못하고 있으며, 산업 경쟁력은 약화되고 있고, 생산성 향상은 추락하고 있으며, 잠재성장률은 떨어지고 있다. 문제는 미래의 성장률이 더 낮아질 지의 여부가 아니라는 사실이다. 이는 이미 상수인 것으로 보인다. 문제는 성장률이 잠재성장률 아래로 매우 급격히 하락하는 리스크이다. 즉 중국이 대규모의 경제 위기를 경험하느냐의 문제인 것이다. 현재까지 중국정부는 이러한 상황의 부정적 영향에 대처하는 수단을 갖추고 있는 것으로 보인다. 즉 통화, 재정, 예산과 관련된 부양책, 위안화의 미태환성, 위안화의 평가절하, 자본유출에 대한 통제, 필요한 경우의 주식시장 폐쇄 등이 이에 포함된다. 중국의 경제성장률이 더욱 심각하게 축소되는 경우에 이미 확인한 글로벌 디플레이션 압박이 강화될 것이다.

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 통화에 대한 영향, 선진국과 신흥국에 대한 영향 등이 이에 해당된다... 미 연준은 "긴축통화정책 사이클"을 단축할 수 있으며, 유럽중앙은행은 다른 양적완화를 추구할 수도 있다.

[리스크 3] 글로벌 성장의 붕괴

[확률] 20%

분석 글로벌 경제성장률의 급락이 중국경제의 "경착륙"을 유발할 수도 있지만, 다른 원인에서 비롯될 수도 있다. 원자재 가격과 글로벌 교역량의 계속적인 하락, 과도하게 제약적인 미국 통화정책, 유럽 경제활동의 구조적 취약성은 모두 글로벌 성장의 하락이라는 두려움을 불러 일으키고 있다. Amundi는 경제성장 예측에서 다른 예측기관이나 국제기구에 비해서 덜 낙관적이다. 여기서 리스크는 글로벌 성장의 현격한 둔화에 대한 것이기 때문에 더욱 나쁜 시나리오이다. 중국은 더 이상 신뢰성의 원천이 되지 않는다. 현재까지 신흥국의 경기둔화는 가시적인 현실이었던 반면에, "선진세계"는 지난 몇 년 동안 그래도 미진하나마 경제성장을 하고 있었다. "선진세계"에서 또 다른 경기둔화가 발생하는 경우, 이는 이머징마켓에 이차적인 영향(수출 하락)을 주고 내수수요 부족으로 인한 투자, 일자리의 또 다른 감소로 이어지게 된다. 팽창주의적 경제정책의 이용을 제외하는 경우, 우리는 한 편으로는 신흥국들 사이의, 다른 한 편으로는 선진세계와 신흥세계 사이의, 통화전쟁의 재발을 두려워하게 될 수 있다.

시장 영향 위험자산, 주식, 신용의 급격한 실적저하가 예상된다.

[리스크 4] 미국의 리세션

[확률] 20%

분석 우리는 시장 컨센서스가 너무 낙관적이라고 수많은 언급해 왔으며, 현재 미국을 포함한 다수의 국가 및 지역에 대한 광범위한 성장률 수정이 이루어지고 있음을 목격하고 있다. 우리의 경우에는 2014년 성장 전망을 수정했으며, 성장률은 2016년에 약 2%, 2017년에 약 1.8%(현재 수준의 잠재성장률)로 예측하고 있다. 미국의 경우 소비(GDP의 70% 이상 차지)가 계속 잘 유지되고 있으며, 시간의 경과에 따라 지속 가능하지 않는 것으로 대체적으로 증명되는 (강세의) 서비스 부문과 (보다 약세인) 제조업 부문 사이의 커다란 격차가 있음을 잊지 말아야 한다. 핵심적 이슈는 이러한 격차가 지속될 것인지의 여부이다. 선행지표들은 계속해서 머지않아 마이너스는 아니더라도 약 2%의 성장률을 보일 것이라는 전망을 하고 있다. 현재로서는

리스크요인

미국에 리세션(경제불황)의 가능성이 있는 것은 아니지만, 우려스러운 사실은 연준이 지금까지는 금리를 올릴 수 없었기 때문에 전략적 옵션의 여지가 부족하다는 것이다. 현재의 상황은 2004-2006년과는 전적으로 판이하다. 이 2년 동안에 연준은 금리를 17차례 인상(총 400 bp)할 수 있었으며, 금융위기가 발생할 때마다 신속하게 여러 방안을 활용할 수 있는 여지가 있었다. 현재는 이러한 상황과는 거리가 아주 멀다. 연준은 경기사이클에 뒤쳐져 있고 금융 안정성을 추구하고 있으며, 어느 정도의 측면에서 미국 달러화는 금리인상을 견딜 수 없다. 현재의 경기둔화에 어떻게 대처할 수 있는가? 연준은 여전히 신뢰 받고 있는가?

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 선택의 여지가 없이 제4차 양적완화를 시행해야만 할 것이다. 여기에서 위험자산에 긍정적인 영향이 있을 것이라고 예상할 수는 없다. 초기의 영향은 부정적일 것이며, 중앙은행들의 신뢰성 부족은 변동성과 스트레스를 분명 가중시키게 될 것이다. 예산의 추가적 및 현저한 불균형을 예상할 수 있다.

[리스크 5] 위안화의 급격한 평가절하

[확률] 10%

분석 중국은 지난해 8월 수일 동안에 자신의 환율정책을 포기하고 위안화의 주된 평가절하를 시장에 맡기는 것을 준비시키는 것 같다는 인상을 남겼다. (중국은 1994년에 위안화를 30% 평가절하시켰다) 이전과 동일한 두려움이 1월 초에 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 약속했다. 이러한 결정(최소 10% 이상의 급격한 평가절하)은 금융시장에 즉각적으로 부정적 결과를 미치는 것을 넘어서서 경제정책 전반의 측면에서 취약성을 인정하는 것으로 분명 해석될 것이다. 중간 수준의 리스크이지만, 잠재적으로는 매우 큰 악영향을 끼칠 수 있다.

시장 영향 이러한 유형의 시나리오에서는 시장에서 광범위한 하방 움직임이 예상된다. 예상하지 못한 평가절하는 특히 아시아에서 보다 강력한 통화전쟁의 시작이 될 수 있다. 통화정책은 통화의 평가절상을 방지하기 위해서 극한 수준으로 경기부양적으로 될 수 있다. 신흥국 통화가 실질적 비율상 70%를 구성하기 때문에 유로화와 유럽경제에 충격이 될 수 있다.

[리스크 6] 계속되는 이머징경제의 경기둔화 (원자재 가격의 하락 재현)

[확률] 20%

분석 원자재 가격의 급락, 중국 성장의 침체, 가까운 장래에 예상되는 미국 통화정책의 변경은 1997년-1998년의 위기(전세계 신흥국 시장의 붕괴)를 반복할 수 있다는 두려움을 상승시키는 요인들이다. 신흥국들은 미국에서 양적완화 프로그램을 종료한 이후 압박을 받아오고 있다는 사실에 유념해야 한다. 지금까지 중국경제의 저력과 어려움을 피할 수 있는 능력 덕분에 아시아만이 이러한 스트레스를 견뎌올 수 있었다. 중국은 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. 지금은 상황이 더욱 복잡하다. 성장전망은 정기적으로 하향수정 되었으며, 내수수요가 하락할 리스크가 있고 경제 정책이 비효율적으로 유지된다.

시장 영향 이 시나리오는 다수의 신흥국에서 현재 겪고 있는 상태의 확인이거나 더욱 악화된 상태를 나타낸다. 유가의 급락이 원자재를 소비하는 선진국에는 플러스 요인임에도 불구하고, 이러한 국가들이 전적으로 이러한 영향에서 분리되어 있다고 믿는 것은 오산이다. 원자재 가격의 하락에서 우리는 신흥국 통화의 지속적인 하락 및 신흥국에서 유출되는 자본의 흐름도 고려해야 한다. 선진국 및 안전투자국가에서 자산종목을 선택한다.

[리스크 7] 새로운 유럽의 경제위기

[확률] 5%

분석 지난 여름 그리스의 경제위기 동안에 유로통화권의 경제적 가버넌스(지배구조), 그리스 위기에 대응하는 개혁조치의 채택, 그리스 부채의 관리, 심지어 유럽중앙은행의 역할과 관련하여 심각한 의견대립이 부상했다. 그리고 유럽기구의 한계가 여기에서 다시 한 번 민 낮을 드러냈다. 이러한 문제가 발생된 주된 이유는, 유럽조약에서는 이러한 위기 (및 그 해결책)이 예상되지 못했으며(또는 예상 불가능한 것이었으며), "수렴(컨버전스)의 도그마"는 유럽기구들이 이러한 리스크 시나리오를 준비시키지 못하도록 했다. 이제 당면한 과제는 유럽 가버넌스(지배구조)의 결핍, 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 것이다. 간단히 말하자면, 이제 수렴(컨버전스)의 허상이 해결되어야 한다. 새로운 유럽 위기가 발생한다면, 유럽연방주의에 대한 커다란 진전이 없는 상태에서 이는 치명적이다. 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.

시장 영향 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.

리스크요인

[리스크 8] 유동성 위기

[확률] 20%

분석 포지션 및/또는 포트폴리오의 청산으로 이어질 수 있는 위에서 요약한 리스크 시나리오 이외에, 만연한 유동성을 다시 한번 더 신중하게 재고할 가치가 있다. 2008년 금융위기 이후로, 투자은행의 재고자산의 감소, 시장참여자가 대규모 물량의 채권을 매수 및 보유하도록 유도한 규제적인 제약, 자기자본 및 시장조성 활동의 감소 및 양적완화 프로그램을 통한 중앙은행의 주도권 행사 등은 모두가 채권시장을 "고갈"시켰으며 포지션 또는 포트폴리오의 종결에 이제 더 많은 시간(영란은행의 추산을 신뢰하는 경우 2008년의 금융위기 이전보다는 7배 이상의 시간)이 필요하게 되었다. 이러한 사안은 투자결정에 통합되어야 할 필요성이 있으며, 포트폴리오 구축 제한사항과 스트레스 테스트에서 고려되어야 한다.

시장 영향 유동성이 낮은 포트폴리오 부분이나 위기에서 유동성이 낮아질 가능성이 큰 포트폴리오 부문에 대한 탈출/매크로헤징 계획을 예상할 수 있다.

[리스크 9] 장기금리 전망을 잘못 판단하는 금융시장

[확률] 70%

분석 시장은 지난 3년 동안에 장기금리 상승을 너무 많이 예측하는 경향이 있었다는 것이며, 특히 미국에 대해서 더욱 그러했다. 금융위기의 종료, 경제활동의 회복, 긴축적 통화정책 또는 인플레이션의 기대감은 이러한 예측의 근거를 제공하는 요인들이다. 하지만 낮은 잠재성장률, 과거의 사례에 비추어 견고하지 못한 경기회복(투자의 부족, 약세를 유지하는 노동시장 등)으로 인해서 통화정책 정상화를 벌써 언급하는 것은 너무 이르다. 더욱이, 글로벌 유동성 과잉도 줄어들 기미를 보이지 않고 있다. 일본과 유로통화권에서는 양적완화 프로그램이 아직 완료되지 않았다. 중국과 인도 및 다수의 다른 국가의 금리정책은 팽창적인 상태를 유지하고 있다. 연준은 신중한 태도를 유지할 것이며, 영란은행은 통화긴축정책을 채택할 준비가 되지 않았다. 예산적자가 장기금리와 긴밀하게 연계되어 있지 않다고 가정하더라도, 공공적자의 광범위한 삭감은 장기금리를 낮은 수준으로 유지하도록 만들게 된다. 마지막으로 디플레이션 압박은 글로벌 성장 약세, 글로벌 무역 감소, 신흥국 가격의 하락, 인플레이션의 하락과 아무리 낙관하더라도 지체되고 있는 산업제품의 가격을 동반한 여전히 실질적인 현상이다. 장기금리를 낮게 유지하는 강력한 요인들이 존재하며, 예상 장기금리의 유일한 "가격재조정"이 (특히 미국에서) 나타날 것으로 보인다. 반면에 우리는 장기금리 상승 예측이 과도하며 성장 예측이 지나치게 낙관적이고 현재의 금리가 너무 높다고 믿고 있다.

시장 영향

[리스크 10] 정치적이거나 지정학적인 리스크

[확률] 70%

분석 시리아, 이슬람 국가(IS), 테러리스트 공격 및 이주민 유입으로 인해 시장은 정치적 및 지정학적으로 어려운 환경에서 작동되고 있다. 이는 특히 유럽의 외교적 관계를 악화시키는 일종의 힘으로 작동하고 있다. 또한 브라질과 터키와 같은 일부 국가의 내부적 정치적 상황은 이러한 환경을 더욱 어렵게 가중시키고 있다. 이슬람 국가에 대한 대처에서 미국의 기여 및 더욱 중요하게는 미국이 어떤 유형으로 기여할 것인가는 현재 논쟁거리이며, 이는 2016년에도 계속될 가능성이 크다. 1월초에 사우디아라비아와 이란 사이에 재개된 긴장관계는 이러한 불안감을 악화시켰다.

시장 영향 향후 긴장도와 휘발성이 큰 사건이 정기적으로 발생할 가능성이 크다. 현재의 정치적 리스크는 분명하게 파악되고 구체적이긴 하나, 이것이 금융시장의 성장전망과 정향성에 영향을 줄 정도까지 클 것인가? 현 상태에서는 아무 것도 확실한 것이 없다.

[리스크 11] 브렉시트

[확률] 50%

분석 만약 영국(잉글랜드, 스코틀랜드, 웨일즈, 북아일랜드)이 유럽연합 탈퇴에 찬성한다고 투표하는 경우, 두 가지의 시나리오를 상정할 수 있다. 시나리오 1에서는 영국은 유럽연합의 회원국은 아니지만 교역협정을 체결한 스위스와 비슷한 지위가 될 것이다. 시나리오 2(가장 선호되지 않는 상황)에서는 영국과 유럽연합과의 모든 관계가 단절되는 것이다. 교역의 규모 및 비용이 영향을 받을 것이며, 특히 금융서비스, 화학, 자동차와 같이 유럽연합과 고도로 통합된 부문이 특히 영향을 받을 것이다. 이러한 상황은 유럽연합 국가에는 영향을 덜 주지만, 영국과 밀접한 관계를 가진 국가, 특히 아일랜드 및 룩셈브루크, 벨기에, 스웨덴, 몰타, 키프러스 등에 가장 큰 영향을 줄 것이다. 영국이 "탈퇴"하는 경우에 유럽연합 예산에 대한 기여분담금을 조정해야 하며, 상위 기여분담금 국가(독일과 프랑스)가 당연히 가장 많은 영향을 받게 된다(단순한 비율로 계산하면 독일의 기여분담금은 22억 유로, 프랑스는 19억 유로, 이탈리아는 14억 유로가 증가).

시장 영향 브렉시트가 발생하고, 특히 "경탈퇴(hard exit)"가 되는 경우, 영국 수출의 50%가 유럽연합으로 가기 때문에 우리는 영국 파운드화와 영국경제의 장기적 GDP라는 두 요인의 약세를 예상한다.

거시경제적 현황

		2월	
미주			리스크요인
미국	<p>경기회복은 둔화될 것으로 보이며, 긴축 통화정책은 매우 신중하게 이행될 것이다.</p> <ul style="list-style-type: none"> > 지금까지의 경기회복은 견고한 일자리 시장, 소비, 서비스에 의해 주도되어 왔지만, 달러화 가치 상승과 에너지 부문의 어려움의 영향을 받아서 산업 부문은 둔화되었다. 하지만, 최근의 데이터에 따르면 서비스 부문의 모멘텀도 하락하고 있음이 나타났다. 이와는 반대로, 일자리 시장은 견고함을 유지하고 있으며 임금의 경미한 상승은 분명해 보인다. > 2016년-2017년에 경기회복이 점차적으로 그 동력을 잃을 것으로 보인다. 이는 주로 일자리 창출의 둔화(이미 거의 완전 고용의 수준 및 수익 점점에 도달한 경제)와 유가 하락으로 유발된 구매력 상승의 소멸에서 비롯될 것이다. > 경제둔화와 외부 리스크로 인해 미 연준은 매우 신중한 입장을 취할 것이다. 우리는 2016년에 기준금리가 인상되지는 않을 것으로 예상한다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 가까운 미래에는 잠재적인 성장 저해 (“장기 정체”) > 달러 가치의 과도한 상승 > 신흥국 문제의 확산 가능성 	
브라질	<ul style="list-style-type: none"> > 2015년 리세션(불황)이 러시아만큼 심해질 것으로 예상된다. 더욱 경기부양적인 정책조합(폴리믹스)이 이행될 전방에도 불구하고 2017년까지는 경제위기가 종결된다고 관측하기는 어렵다. > 인플레이션은 끊임없이 심해지고 있고 해탈화에 대한 압박이 현저하게 유지되는 반면에, 브라질 중앙은행은 보다 비둘기파적인 경향을 취해왔다. 리세션(경제불황)의 규모는 성장에 우호적인 정치권력에 의해 상쇄되는 방향으로 이끌어지고 있는 것으로 보인다. 더욱이, IMF의 성장전망 수정은 분명 부정적인 영향을 미친다. > 브라질 재무부 장관은 지난 예산에서 계획되었던 것보다 적은 규모의 통합예산관리의 도입을 발표했다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 정책조합(폴리믹스)의 변화 > 브라질 중앙은행(BCB)의 독립성 상실 > 시장의 추가적인 제재 > 부채의 화폐화 	
유럽			
유로통화권	<p>내수수요가 떠받치는 경기회복이 현재 진행 중이지만, 외부 환경에 의해서 제한되고 있다.</p> <ul style="list-style-type: none"> > 경기회복은 4분기에도 계속되었지만, 신흥국의 어려움이 유로통화권으로 확산되는 징후가 나타나고 있다. > 금융구제, 긴축계획, 구조개혁에서 발생한 효과는 경기회복을 2016년에도 지속시킬 것으로 보인다. 하지만 경기회복이 가속화될 가능성은 외부 리스크의 증가로 인해 제한될 것으로 보인다. > 계속되는 매우 낮은 인플레이션과 국제환경의 불확실성에 비추어 볼 때, 유럽중앙은행(ECB)은 새로운 완화 조치를 2016년 3월에 발표할 것으로 보인다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 신흥국의 경제적 및/또는 금융적 곤경이 세계경제로 확산 > 디플레이션 압박의 증가 > 정치적 리스크(2015년 후반에 실시된 선거에서 비제도권 정당 부상) 	
영국	<p>긴축재정과 잠재적인 브렉시트(영국의 유럽연합 탈퇴) 불확실성에서 촉발되는 2016년의 경미한 경기저하</p> <ul style="list-style-type: none"> > 견고한 2015년 수준의 경제활동이 계속됨. 임금 상승이 고르지 않은 상태를 유지하고 있음에도 불구하고 일자리 시장은 계속 개선되었다. > 불과 수개월 전보다는 그 예상 규모가 줄어들었지만 공공적자 삭감을 목표로 하는 긴축재정의 조치는 2016년 경제성장에 약간의 제동을 걸 것으로 보이며, 브렉시트(영국의 유럽연합 탈퇴) 국민투표에 대한 공약은 사업환경에 그림자를 드리울 것이다. > 외부 리스크의 증가와 브렉시트 국민투표로 인하여 영란은행(BoE)은 매우 신중할 것이다 (올해 전반기 동안에 기준금리 인상은 없을 것으로 보임). 	<ul style="list-style-type: none"> > 영국 파운드화의 평가절상 > 여전히 매우 높은 수준의 공공적자와 경상수지적자 > 2016년(또는 2017년)으로 계획된 브렉시트 국민투표 	
아시아			
중국	<p>중국: 2016년 글로벌 자본시장의 안정판 역할 및 글로벌 경제의 성장 엔진</p> <ul style="list-style-type: none"> > 우리는 중국경제가 2016년에 좁은 범위에서 바닥을 칠 가능성이 크다는 견해를 유지한다. > 중국당국의 공격적인 통화정책, 재정정책, 부동산정책, 투자정책을 고려할 때 중국 자본시장에는 유동성이 풍부할 가능성이 크며, 이러한 상황은 중국이 글로벌 자본시장에서 안정판 역할을 하도록 만들 것이다. > 중국의 외환정책은 2016년 글로벌 자본시장에서 변동성을 유발하는 주된 원인이 될 것으로 보인다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 글로벌 자본시장의 안정판 역할 > 글로벌 경제의 성장 엔진 	
인도	<p>인도: 2016년 아시아의 글로벌 경제 성장 엔진</p> <ul style="list-style-type: none"> > 모디 총리 집권 효과, 지속적인 저유가, 글로벌 디스인플레이션 환경, 인도중앙은행(RBI)이 완화적인 통화정책을 펼 수 있는 여지 등과 같은 우호적인 요인들이 계속 상존하고 있다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 인도 경제성장이 가속화될 징후 	
일본	<p>우호적인 정책조합(폴리믹스)의 뒷받침을 받아 개선이 예상되는 내수수요.</p> <ul style="list-style-type: none"> > 일본은 2015년에 중국과 관련된 불확실성의 그림자와 소비자 주요물가 상승에 당면한 가구의 적음 어려움으로 인해 불규칙적인 성장률을 나타냈다. > 임금 상승과 투자 재개가 2016년의 경기개선에 활로가 될 것이다. 기업은 법인세 인하에서 혜택을 받게 된다. > 일본은행(BoJ)은 1월 기준금리 중 하나를 마이너스대로 낮추어서 시장을 놀라게 만들었다. 경제성장이 계속 실망스럽게 나타나는 경우 2016년에 추가적인 조치가 시행될 가능성이 크다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 중국의 경기둔화에 노출 > 정치적 불확실성 (2016년 중반의 참의원 선거) 	

거시경제 및 금융관련 예측

거시경제적 전망

- 미국:** 경기 사이클의 종료. 수익은 최정점에 이르렀지만, 노동시장의 개선은 계속되고 있으며, 임금 관련 파고가 나타나기 시작했다. 견고한 가구 소비 덕분에 지금까지 경기회복을 떠받쳐준 서비스 부문이 둔화되기 시작했다.
- 일본:** 디플레이션에서 느린 속도로 탈출. 가구는 인상된 물가에 적응해야 한다. 임금 상승은 지속적 경기회복의 핵심적 사안이지만, 중국의 경기둔화는 기업 신뢰도를 끌어내리고 있다.
- 유로통화권:** 경기회복은 계속되고 있지만 그 속도는 느린 상태를 유지하고 있다. 유로통화권 내부의 경기주기 요인은 우호적이지만, 외부 리스크(신중국 경기둔화에 노출)가 증가하고 있다. 투자회복은 아직도 매우 불충분한 상태이다.
- 브라질:** 3분기 -4.5%(2분기는 -3%)로 역성장한 브라질은 더욱 심각한 리세션(경제불황)에 빠져들고 있다. 브라질 정책조합(폴리시믹스)의 방향은 전환된 것으로 보인다. 브라질 중앙은행(BCB)은 보다 경기부양에 치우치는 언급을 하기 시작했으며, 재무부 장관은 예산목표가 재고될 것이라고 발표했다. 우리는 향후 2년 동안에 상대적으로 암울한 시나리오의 전망을 계속 유지한다. 우리의 예측은 2015년, 2016년, 2017년에 각각 하방 리스크를 가진 -3.5%, -2.5%, -0.5%이다.
- 러시아:** 2015년의 경제성장률은 -3.7%였으며, 4분기에도 약세(-4%)의 추세를 이어갔다. 더욱이, 12월의 경제지표들은 어떠한 확신도 제공해 주지 못했다. 이러한 나쁜 연별 수치에도 불구하고, 우리가 예상한 것보다 덜 심각하지만 현재까지 관찰된 추이는 빠른 경기회복의 전조를 보여주지는 못한다. 게다가 유가가 초저가를 유지하는 상태에서는 더욱 그러하다. 그렇기 때문에, 우리는 2016년 -1.8%의 확연한 리세션의 예측을 계속 유지한다.

연평균 (%)	실질 GDP 성장, %			인플레이션 (GPI, 전년대비 %)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
미국	2.4	2	1.8	0.1	1.2	2.2
일본	0.6	1.3	0.8	0.8	0.7	1.7
유로통화권	1.4	1.5	1.4	0	0.4	1.2
독일	1.6	1.6	1.51	0.1	0.5	1.4
프랑스	1.1	1.2	1.1	0.1	0.5	1.1
이탈리아	0.8	1.2	1.4	0.1	0.2	1.4
스페인	3.2	2.3	1.5	-0.4	0.1	1.1
영국	2.2	2.2	2.2	0	0.8	1.6
러시아	-3.8	-1.8	1.0	15.6	10.0	8.5
터키	2.9	2.6	3	7.4	7.5	7
중국	6.5	6	5.8	1.5	1.2	1
인도	7.2	7.4	7.2	5.2	5.4	5
인도네시아	4.8	5	4.8	7	6.8	6.8
브라질	-3.5	-2.5	-0.5	9	8	6.5
선진국	1.8	1.8	1.6	0.3	0.9	1.8
신중국	4.0	4.0	4.3	4.4	4.3	3.8
전세계	3.0	3.1	3.1	2.6	2.8	2.9

출처: Amundi Research

기준금리 전망

- 연준:** 최근의 부정적인 경제 지수들로 인해서 극도로 신중한 포지션을 취할 것이다. 3월의 금리 인상은 불가능한 것으로 보인다.
- 유럽중앙은행:** 유로화의 실효적인 평가절상, 장기 인플레이션의 하락, 글로벌 성장전망의 악화 등으로 인하여 3월 10일 새로운 통화완화 조치를 발표할 것이다. 초단기수신금리의 추가적인 인하와 월별 자산매입의 증가 및 양적완화의 세부원칙의 변경이 있을 가능성이 크다.
- 일본은행:** 엔화 평가절상이 너무 과도할 경우에 금리를 추가적으로 인하할 수도 있다.
- 영란은행:** 2016년 금리를 인상할 가능성은 크게 낮아졌다.

(2016년 1월 20일 기준 예측)

	2016-02-10	Amundi + 6개월	컨센서스 2016년 2분기	Amundi + 12개월	컨센서스 2016년 4분기
미국	0.50	0.75	0.80	0.75	1.15
유로통화권	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
일본	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
영국	0.50	0.50	0.55	0.50	0.75

장기채권수익률 전망

- 미국:** 장기 수익이 차지하는 비중이 현저한 이유는 안전자산 선호 거래에서 설명된다. 그럼에도 불구하고, 연준의 긴축적 통화정책이 매우 제한적일 것이라는 전망으로 인해 장기 수익률의 현저한 상승에 우호적이지는 않다. 수익률곡선은 계속 플랫트닝하게 될 것이다.
- 유로통화권:** 유럽중앙은행의 양적완화와 연계된 장기채권수익률에 대한 하방압박이 당분간 지속될 것이다. 그럼에도 불구하고, 2월 초에 도달했던 수준으로 독일 채권에 공격적인 롱포지션을 유지하는 것은 점차 리스크가 되고 있다.
- 영국:** 브렉시트(유럽연합 탈퇴)의 공포가 부분적으로 영국 경제의 둔화와 관련이 있으며, 이는 영란은행(BoE) 정책에 대한 재평가와 장기 수익률의 급락을 수반했다.
- 일본:** 일본은행(BoJ)의 마이너스 금리의 시행은 채권 수익의 급락을 가져왔다. 질적 양적완화 (QQE) 정책과 더불어서, 이 마이너스 금리 정책은 장기간 동안 장기채권수익률을 매우 낮게 유지시킬 것이다.

2년 채권수익률 (2016년 1월 20일 기준 예측)

	2016-02-10	Amundi + 6개월	컨센서스 2016년 2분기	Amundi + 12개월	컨센서스 2016년 4분기
미국	0.73	1.00/1.20	1.15	1.20/1.40	1.56
독일	-0.52	-0.40/-0.20	-0.41	-0.40/-0.20	-0.28
일본	-0.22	0.00/0.20	-0.12	0.00/0.20	-0.14
영국	0.35	0.40/0.60	0.75	0.60/0.80	1.20

10년 채권수익률 (2016년 1월 20일 기준 예측)

	2016-02-10	Amundi + 6개월	컨센서스 2016년 2분기	Amundi + 12개월	컨센서스 2016년 4분기
미국	1.74	2.00/2.20	2.29	1.80/2.00	2.60
독일	0.25	0.40/0.60	0.61	0.40/0.60	0.88
일본	0.02	0.20/0.40	0.14	0.20/0.40	0.21
영국	1.43	1.60/1.80	2.04	1.80/2.00	2.32

통화 전망 (2016년 1월 20일 기준 예측)

- EUR:** 향후 시행될 유럽중앙은행의 조치는 유로화를 평가절하시킬 것이다. 하지만 우리는 유로화가 2015년의 최저점 아래로 떨어지지 않을 것으로 예상된다.
- USD:** 미국 달러화는 2014년 이후 실효적으로 20% 이상 평가절상되었다. 이러한 추이의 배경이 되었던 두 가지 주된 요인(원자재 가격의 하락과 통화정책의 이질화)는 그 동력을 잃고 있으며, 우리는 USD가 큰 폭으로 평가절상될 것으로 기대하지는 않는다.
- JPY:** 위안화 강세를 제한하려는 중국의 의지와 금융시장의 변동성은 엔화에 대한 롱포지션에 우호적이다. 일본은행은 엔화 평가절상이 과도하게 강세를 보이는 경우에 개입할 것으로 보인다.
- GBP:** 브렉시트(영국의 유럽연합 탈퇴)의 공포가 부분적으로 영국 경제의 둔화와 관련이 있으며, 이는 영란은행 정책에 대한 재평가와 파운드화 가치의 급락을 수반했다. 우리는 파운드화에 대해 중립적 포지션이지만, 브렉시트에 '찬성' 투표결과가 나오는 경우에 영국 통화는 어려움을 겪을 수 있다.

	2016-02-10	Amundi + 6개월	컨센서스 2016년 2분기	Amundi + 12개월	컨센서스 2016년 4분기
EUR/USD	1.12	1.05	1.06	1.05	1.06
USD/JPY	114	115.00	123.00	115.00	123.00
EUR/GBP	0.77	0.75	0.74	0.75	0.72
EUR/CHF	1.10	1.10	1.10	1.10	1.11
EUR/NOK	9.59	9.50	9.43	9.30	9.30
EUR/SEK	9.48	9.15	9.26	9.10	9.37
USD/CAD	1.39	1.50	1.40	1.55	1.37
AUD/USD	0.71	0.65	0.68	0.65	0.69
NZD/USD	0.67	0.60	0.62	0.60	0.62