

## 자산배분: Amundi 투자전략

### 올해는 세계 (및 중국) 경제성장률에 대한 우려와 지정학적 긴장관계가 결합하여 금융시장에 혼란이 발생하며 시작되었다

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

올해는 주식시장의 급락과 지난 해의 8월과 마찬가지로 중국 주식시장의 폐장으로 시작되었다. 미국 및 글로벌 경제성장률의 추락, 중국경제의 경착륙, 연준의 부적절한 긴축통화정책, 혼란스러운 지정학적 상황 등의 이전과 동일한 두려움이 계속 이어지고 있다. 그리고 이란과 사우디아라비아 사이의 관계가 어떻게 전개될 것인가? 테러리스트 위협은 어떻게 대처할 수 있는가? 브렉시트(영국의 유럽연합 탈퇴)가 일어나는 경우 미래의 영국과 유럽연합의 관계는 어떠한 것인가? 여기에 대항되는 사안들은 수도 없이 많다!

새해가 시작됨에 따라 현재의 주요 추이를 반추할 가치가 있다. 2015년은 경기하향과 (통화정책의 분야에서) 신흥국과 선진국 및 미국과 유로통화권 사이의 추가적인 탈동조화로 특징지어진 한 해였다. 또한 2015년은 변동성이 커지고, 급격한 환율의 변동, 원자재 가격의 추가적인 폭락 및 크레딧 스프레드(가산금리) 증가세를 보인 한 해였다. 분명한 사실은 금리는 낮은 상태를 유지해 오고 있으며 유로통화권의 주변국가의 스프레드(가산금리)도 역시 낮게 유지되었다. 하지만 스프레드가 커지고 유동성이 낮아진 것에 악영향을 받은 회사채의 상황은 보다 복잡한 양상으로 전개되고 있다.

전반적으로 다양하게 현실화된 주된 리스크요인으로는 유럽 위기, 신흥국 위기, 세계 경제성장 우려, 중국경제의 경착륙 우려, 변동성 문제 재부상, 국가별 리스크(러시아, 브라질 등), 원자재 가격의 추가적 하락, 급격한 환율 재조정, 통화전쟁의 위협, 지정학적 리스크가 파악되었으며, 이는 분명 지난 해를 결정하는 가장 중추적인 요인이었다. 간단히 말하면, 이러한 모든 리스크요인들은 일거에 국가간의 분화를 만들고 간과된 자산종목을 파악하게 만들며, 동시에 투자기회도 제공한다.

**세계 경제성장률 저하는** 우려의 원인으로 남아 있다. 분명한 사실은 글로벌 GDP 성장률은 연속으로 5년째인 2015년 줄곧 3% 이상을 유지했지만 많은 지역에서 성장률 급락의 본격적인 징후가 나타나고 있다. 대표적인 사례가 바로 중국이다. 중국의 전개상황은 분명 새로운 것이 아니며, 많은 측면에서 불가피한 사인이다. 왜냐하면 이는 경제모델의 변경과 중국의 인구구성 특성의 변화와 일차적으로 연계되어 있기 때문이다. (IMF의 특별통화인출권에 사용되는 통화바스켓에 2016년 10월에 포함될 예정인) 위안화 문제가 지난 해 여름 동안에 중점적인 우려 대상이 되었다. 2008년 금융위기 이후 **위안화**의 급격한 평가절상은 달러화의 상승과 신흥국 다수의 통화가치 하락에 등에 업은 중국에게 부담이 되어왔다. 또한 모든 신흥국에서 경기가 매우 급격하게 둔화되었다. 대외무역과 원자재에 과도하게 의존하는 경우에 이를 내수수요로 상쇄할 수 없는(또는 불충분한) 경우가 종종 있으며, 일부 큰 국가들(예, 러시아나 브라질)은 때로는 심각한 리세션을 겪는다. 이러한 상황에서는 원자재 소비국만이 이점을 가지지만 모든 신흥국을 강타한 금융혼란을 피할 수는 없었다.

더욱이, 미국에서는 경기 하향세 징후가 분명히 지고 있다. 즉 미국의 경기 주기는 유럽보다 앞서 있으며, 연준은 단기적인 긴축통화정책 주기의 시작을 준비하고 있으며, 이는 경제 성장률 전망에 영향을 미칠 가능성이 크다. 1월초에 미국 연방공개시장위원회(FOMC)는 투표권을 가진 새로운 위원 몇 명이 추가될 예정이며,

### 핵심요약사항

올해는 주식시장의 급락과 지난 해의 8월과 마찬가지로 중국 주식시장의 폐장으로 시작되었다. 이전과 동일한 두려움이 계속 이어지고 있다. 우리는 2015년에 현실화된 주된 리스크요인으로 유럽 위기, 신흥국 위기, 세계 경제성장 우려, 중국경제의 경착륙 우려, 변동성 문제 재부상, 국가별 리스크(러시아, 브라질 등), 원자재 가격의 추가적 하락, 급격한 환율 재조정, 통화전쟁의 위협, 지정학적 리스크를 제시했으며, 이는 분명 지난 해를 결정(그리고 2016년에 신중해야 하는 이유도 제공)하는 가장 중추적인 요인이었다. 간단히 말하면, 최악의 시나리오를 상정한 개요를 제공했다. 실제로 이러한 모든 리스크요인들은 일거에 국가간의 분화를 만들고 간과된 자산종목을 파악하게 만들며, 동시에 투자기회도 제공한다.

하지만, (필요한 경우에) 경제상황이 얼마나 취약한지를 알려주는 냉혹한 증거이기도 하다. 실제로 (유로통화권의 주변국가의 스프레드(가산금리)의 경우와 같이) 투자수익률은 낮으며, 회사채가 커진 스프레드와 줄어든 유동성이 악영향을 받은 크레딧 시장은 그 상황이 더욱 복잡하다. '신흥'이라는 단어와 더불어 분화(divergence)와 탈동조화(decoupling)도 2016년 계속해서 표제어가 될 것이다.

“2015년: 중추적 리스크 요인이 발현된 한 해”

“세계 경제성장률 저하는 우려의 원인으로 남아 있다”

이들은 2016년에 연준이 4차례 연속으로 금리를 인상해야 한다고 믿고 있는 로레타 메스터(클레블랜드주 연준 총재)와 같은 매파가 대부분이다. 이는 연준의 금리전망 점도표(dot plots)를 믿지 않는 시장 컨센서스를 넘어선다. 분명 2016년에는 재닛 앨런 연준의장이 연방공개시장위원회 사이의 의견 대립을 조정하기 위해 2014년이나 2015년보다 더욱 노력해야 할 것이며, 특히 리세션(경제불황) 리스크의 징후가 나타날 경우에 더욱 그럴 것이다. 아무리 낙관하여도, 미국 경제의 생산성 증가의 저하 때문에 수년 동안 낮았던 경제성장률을 잠재성장률까지 끌어올리는 것이 최선이 될 것이다.

2015년의 또 다른 특수성은 **세계무역의 하향세**이다. 이러한 하향세는 주로 신흥국과 연관된다. 모든 지표들은 글로벌화가 후퇴하고 있음을 나타내고 있다. 이는 비교적 새로운 전개 상황이다. 내수 성장의 동인이 다시 결정적인 역할을 하게 되며, 이는 또한 국가 리스크가 다시 핵심적인 요인임을 의미한다.

**유로통화권의 사례는 약간 독특하다.** 수년 동안 어려움을 겪은 이후 유로통화권 지역은 저금리 환경(장단기 금리 모두 저금리), 금융적 탈분절화 과정의 진행, 보다 경기부양적인 경제정책 및 재정정책, 유로화 약세 및 일부 국가의 경우 내수 성장 동인의 더욱 견고한 회복세로부터 혜택을 받고 있다. 분명 경제성장률이 높은 수준은 아니지만 잠재성장률에 근접하며, 마침내 그 세부내용은 더욱 고무적이게 되었다. 2015년 그리스 위기는 긍정적인 결론으로 마무리 되었지만, 그 과정은 매우 느리고 정치적 수준에서 힘들었다는 사실에 유념해야 한다. 이것이 바로 유럽주식의 실적이 미국주식의 실적보다 상당히 좋았던 이유이다.

2015년에 **정치적 및 지정학적 리스크**가 다시 전면으로 부각되었다. 선거 리스크(그리스, 포르투갈, 특히 스페인), 복잡한 정치상황(브라질, 터키), 테러리스트 공격(특히 프랑스)는 현재 경제환경 취약성의 민낯을 다시 한 번 드러냈으며, 이러한 요인들의 영향은 아직까지는 완전하게 파악되지 않고 있다. 이란과 사우디아라비아의 긴장관계가 2015년말과 2016년초 사이에 재부상되었다. 우리는 두 국가 사이에 정치적, 외교적, 종교적인 갈등이 있다는 사실을 오랫동안 알고 있었지만, 이번의 위기는 새로운 전환점을 맞이했다.

이란과 사우디아라비아의 긴장관계의 결과로 인해 1월초의 **유가**는 상승했지만, 현재로는 상승요인이 거의 없다는 사실에 유의해야 한다. 그렇기 때문에 사우디아라비아는 긴축경제정책의 방향으로 돌아섰으며, 즉 경제모델의 변경을 가속화시키는 세수원의 다양화와 지출삭감의 계획이 이미 시작되었다. 실제로 이러한 계획의 이행은 이미 상당 기간 동안 진행되었지만, 그 결과는 성공과 실패가 반반이었다. 사우디아라비아는 이번의 경우에는 다른 선택의 여지가 없다. 왜냐하면 재정적자의 비율이 GDP의 약 15%에 이르는 90억 유로 수준으로 될 것이기 때문이다. 수도요금과 전기요금 70% 및 휘발유 제품가격 80%가 인상될 예정이다. IMF는 사우디아라비아가 5년 내에 외환보유를 소진할 수도 있다고 우려하고 있다. 그렇기 때문에, 이는 매우 긴급한 사안이다. 사우디아라비아는 딜레마를 가지고 있다는 사실에 유념해야 한다. 사우디아라비아는 원유 재고율이 사상 최저이며 이란에 대한 제재의 해제가 원유 시장의 복귀의 기회를 제공한다는 사실을 아는 상태에서, 유가를 상승시키기 위하여 현재의 예산적자의 맥락에서 원유 생산을 감축(그리고 이에 다른 세수의 하락)을 결정할 수 있을까? 단기적으로 이처럼 결정할 가능성은 매우 낮으며, 이는 최소한 향후 몇 개월 동안은 원유가격이 계속 낮게 유지될 것이라는 주장을 정당화시켜 준다.

순수하게 경제적 관점에서 본다면, 전반적으로 작년은 외국인직접투자(FDI) 유입을 유지하면서 관련된 금융자산의 실적이 손상되지 않은(예측가능성이 더욱 높은) **선진국으로부터** (커다란 불확실성이 만연하지만, 동시에 원자재 소비국에는 혜택이 되는) **신흥국 탈동조화 가속화가 진행**된 상황이었다.

이러한 상황에 비추어 볼 때, **통화정책은 대체적으로 경기부양적**이며 이는 저금리의

“**미국: 점차적으로 확인해지는 경기둔화**”

“**현재 경기둔화의 대표적인 요인인 세계무역의 둔화**”

“**미국 vs. 유로통화권: 2015년 이점을 가졌던 유로통화권**”

“**전면으로 재부상한 지정학적 리스크**”

“**하방압박을 받고 있는 유가**”

“**탈동조화와 분화.. 2015년의 두 가지 표제어**”

환경을 지속시키고 있다. 또한 비전형적인 통화정책이 중국, 일본, 유로통권에서 본격적으로 시행되고 있으며, 일부 신흥국에서는 금리를 인하하고 있거나 인하할 계획을 가지고 있다. 연준은 긴축통화정책을 시작한 드문 중앙은행 중의 한 곳이다. 연준은 거시적-금융적 불안정성과 달러화의 (과장된 것으로 보이는) 평가절상에 의해 지난 1년 동안 긴축통화정책을 시작하지 못했다. 성장에 긍정적인 메시지를 전달하고 일부 범위에서나마 정책시행력을 회복하기 위해 기준금리의 인상을 원했던 미 연준은 이전에 발표했던 조치들을 이행하기 위해 12월까지 기다릴 수밖에 없었다. 연준은 작년 말에 기금금리는 25 bp 인상하면서 동시에 향후 조치에 신중적이라고 발표했다. 반면에, 유럽중앙은행(ECB)은 (직간접적인) 금리와 관련된 조치에서 분명 기업이 보다 원활하게 대출에 접근할 수 있는 환경을 만들었다. 하지만 이러한 조치들은 채권시장의 유동성 부족에도 기여했다. 유럽중앙은행은 최소 2017년 3월까지 자산매입 프로그램을 계속할 예정이다.

단순히 설명하면, 중앙은행들과 특히 유럽중앙은행의 조치들로 인하여 유로통화권은 초저금리의 환경으로 진입하게 되었으며 11월말까지 유럽의 신용상품 25%(사상 최고)가 마이너스 수익률을 기록했다. 하지만 2015년은 크레딧 관련상품이 우량한 실적의 해가 아니었다는 사실을 인식해야 한다. (원자재 가격급락과 통화 평가절하에 악영향을 받은 일부 신흥국을 제외하면) 갑작스럽게 나타난 현상은 아니지만, 크레딧 스프레드(가산금리)는 작년 말에 상승세를 보였다. 즉 iTraxx Main는 + 14bp, iTraxx Senior Financials는 + 9bp(77bp로 상승), iTraxx Subordinated Financials은 + 5bp(155bp 상승)이 있었다. 하이일드 크레딧은 이러한 추이와 상당히 잘 부합했다(스프레드는 30bp 좁혀짐(315bp)).

**그러면 이러한 환경에서 어떻게 해야 할까?**

**5가지 주요 시사점:**

- **이러한 모든 급격한 경기둔화는 인플레이션 기대감과 통화정책의 결과이다.** 인플레이션 회복과 현재까지 대체적으로 간과되어 온 "인플레이션 헤지"를 위한 유의한 금리를 받고 투자하기는 어렵다. 또한 제약적 통화정책 주기를 예상하는 것도 어렵다.
- **탈동조화와 분화는 상대적 가격조정과 상대적 유인성의 측면에서 기회를 만들어 낸다.** 탈동조화(decoupling)의 영향은 달러화 강세와 미국과 유럽 사이에서 더욱 벌어진 (장단기) 금리 스프레드로 나타난다. 분화(divergence)는 리스크의 전면 재부상을 의미한다. 즉 국가별 및 부문별((유럽 하이일드에 비교하여) 미국 하이일드 상품에서 에너지 부문이 2015년에 가장 충격을 많이 받은 예임) 리스크라 바로 이에 해당된다.
- **스트레스를 받은 시기는 간과된 지역과 자산종목을 만들어 낸다.** 오늘날 간과된 (또는 저평가된) 종목은 신흥국 자산과 인플레이션 연동 자산이며, 인플레이션이 전적으로 부재하기 때문에 전자가 단기적인 측면에서 후자보다 더욱 매력적이다.
- **신중을 유지하는 것이 우리의 전반적인 투자전략이다.** 성장률 예측의 하향수정은 아직 끝나지 않았으며, 현재의 지정학적 상황도 최 근래 몇년 동안 보다 더욱 미묘해질 가능성이 크다. 지역적으로 매우 제한적이었던 유럽의 경제위기와는 다르게 우리는 이제 글로벌/시스템적 리스크에 대해 우려하고 있다.
- **채권시장의 유동성 하락은 계속 우려되는 현안이 되고 있다.** 우리는 이와 대해서 1년 이상 동안 주장해 왔다. 중앙은행의 비전형적 정책, 규제적 제약, 주요 투자자의 포지션 배열(모두가 채권과 스프레드에 대해 롱포지션)으로 악화되고 있는 낮은 유동성과 유동성 공급기관 숫자의 상대적 감소는 변동성이 이미 증가하고 있는 상황과 더불어 채권시장에 리스크를 증가시키고 있다.

**채권시장:**

- **캐리트레이드 영향이 환율 영향을 계속 상쇄함에 따라 우리는 국채(govies)에**

“ 연준 vs. (거의 대부분의) 나머지 세계...” ”

“ 2015년: 크레딧 베어마켓의 시작? ”

“ 일반적 투자방향에 변경은 없지만, 경제환경을 고려하여 신중성 증가 ”

롱포지션을 유지한다. 회사채시장은 지역, 국가, 부문, 상품, 발행기관 사이에서 강력한 분화/기회를 제공한다. 변동성 급증은 제한된 기간 동안에 금리를 반등시킬 조건을 만들 가능성이 크지만, 현재 및 향후의 통화정책과 지금의 디플레이션 압박을 고려하는 경우 이러한 금리나 채권수익률은 오랫동안 지속되지는 않을 것이다. 우리는 신흥국 부채(우선은 경화 표시의 부채)에 대한 롱포지션 구축을 시작했으며, 이러한 전략을 고수할 예정이다.

**주식시장:**

- 우리는 i) 내수수요에 익스포져, ii) 탈동조화 또는 최소한 미국, 일본, 유로통화권 (금리 인상 수준의 순위에 따른) 사이에서 만기차이의 이용, iii) 특히 배당금과 주식에 우호적인 저금리 환경의 활용, iv) 간과되거나 저평가된 종목에 집중 등의 우리의 일반적인 투자 방향을 변경할 계획은 없다.

**자산배분 단기적 전망**



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

**포트폴리오 유형**

**주식 포트폴리오**

- 포트폴리오의 베타는 대략 1임
  - 유로통화권과 일본 선호
  - 미국에 투자비중축소
  - 신흥국: 국가 선택이 핵심적 사안
- 신흥국 시장 내:
- 인도, 태국, 페루, 유럽 및 멕시코에 투자비중확대
  - 중국, 인도네시아, 한국, 러시아에 중립
  - 말레이시아, 대만, 칠레, 콜롬비아, 그리스, 터키, 브라질, 걸프국가에 투자비중축소

**채권 포트폴리오**

- 크레딧에 투자비중확대 포지션 유지. IG와 HY 사이에 메이저 콜 없음
- 수익곡선 플래트닝 트레이드
- 유로통화권 핵심국가보다는 미국 선호
- 이머징국가 부채:

  - 경화성 부채 선호 (USD에 롱포지션)
  - 사안별 방식에 근거하여 현지통화 부채 선호
  - 신흥국에서 테마주 플레이

- USD 롱포지션 / JPY 숏포지션, JPY 롱포지션 / EUR 숏포지션 유지

**분산투자된 포트폴리오**

- 유로통화권 주식 선호, 일본과 미국 주식에 중립
- 신흥국 주식 중에서는 인도 주식 가장 선호... 신흥국에 신중
- 회사채에 추가적으로 신중: 미국 HY보다 유럽 HY를 선호. 유럽 IG보다 미국 IG 선호 (유동성)
- 핵심국가에 대비하여 주변국가의 국채에 투자비중확대 포지션 유지
- 미국 수익곡선에서 플래트닝 포지션 유지
- 경화 표시의 이머징국가 부채에 포지션 낮춤
- USD 롱포지션/JPY 숏포지션, JPY 롱포지션/EUR 숏포지션

## 리스크요인

PHILIPPE ITHURBIDE, Research, Strategy and Analysis 글로벌 헤드 - 파리

아래의 표는 배정된 확률과 더불어 10가지 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. 연준위는 분명 신중한 태도를 취하고 있지만, 로레타 메스터 클레블랜드주 연준 총재와 같은 새롭게 추가되는 연방공개시장위원회(FOMC) 매파 위원들은 2016년에 연준이 4차례 연속으로 금리를 인상해야 한다고 믿고 있으며 이에 동의하지 않는 시장과 단호하게 반대하는 비둘기파 위원들 사이에서 그 견해의 차이가 증가할 것이다. 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 금융시장에서 대부분 공유되고 있다. 발표내용의 오차는 현재의 상황에서 악영향이 될 수 있다. 중국의 상황과 "신흥국 세계"도 큰 주의가 요구된다. 왜냐하면 금리 인상이 시기상으로 이루어지거나 확실한 근거가 없다면 금융시장이 나쁘게 반응할 수 있기 때문이다

**시장 영향** . 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. 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** (1월 초의 며칠 동안 분명하게 나타나고 있는) 중국의 현재 어려움은 이전 시기에 신흥국들이 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 경제성장이 더욱 심각하게 축소되는 경우에 이미 확연한 글로벌 디플레이션 압박이 강화될 것이다.

**시장 영향** 이러한 시나리오는 매우 부정적인 영향을 줄 수 있으며, 이의 연속적인 영향은 특히 재앙적인 수준이 될 수 있다. 은행제도의 취약성, 중국 공공/민간 부채에 대한 금융제도의 취약성, 원자재와 신흥국에 대한 영향, 원자재 수출국가의 통화화에 대한 영향, 선진국과 신흥국에 대한 영향 등이 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"으로 유발될 수도 있지만, 다른 원인에서 비롯될 수도 있다. 원자재 가격과 글로벌 교역량의 지속적인 하락, 현재의 미국 통화정책의 반전, 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.

**시장 영향** 팽창주의적 경제정책의 이용을 제외하는 경우, 우리는 한 편으로는 신흥국들 사이의, 다른 한 편으로는 선진세계와 신흥세계 사이의, 통화전쟁의 재발을 두려워하게 될 수 있다. 위험자산, 주식, 신용의 급격한 실적저하가 예상된다.

### [리스크 4] 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. 현재까지 중국은 통화정책, 예산정책, 재정정책, 세입정책을 경기부양의 도구로 사용했지만, 환율정책은 사용하지 않는 신중함을 보여왔다. 또한 중국은 G20에서 경기부양의 도구로 환율정책을 사용하지 않을 것이라고 약속했다. 이러한 결정(최소 10% 이상의



**리스크요인**

급격한 평가절하)은 금융시장에 즉각적으로 부정적 결과를 미치는 것을 넘어서서 경제정책 전반의 측면에서 취약성을 인정하는 것으로 해석될 것이 분명하다. 중간 수준의 리스크이지만, 잠재적으로는 매우 큰 악영향을 끼칠 수 있다.

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

**[리스크 5] 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 받고 있다고 하는 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. 하지만 지금은 좀 더 복잡한 양상을 띠고 있으며, 아시아는 이전의 유럽이나 남미와 같이 추락하고 있다. 성장을 전망은 정기적으로 하향수정 되었으며, 내수수요가 하락할 리스크가 있고 경제 정책이 비효율적 상태가 계속된다.

**시장 영향** 이 시나리오는 신흥국의 지속적인 경기둔화와 선진국의 계속된 경기회복이라는 현재의 상태의 확인이거나 이의 악화된 상태이다. 우리는 이러한 경제환경에서 선진국이 완전히 제외된다고 생각하지 않으며, 원자재 가격과 신흥국 통화의 하락 및 신흥국에서 자본유출을 예상할 수 있다. 선진국 및 안전투자국가에서 자산종목을 선택한다.

**[리스크 6] 유럽의 새로운 경제위기 [확률] 5%**

**분석** 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 민낯을 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 현재처럼 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 그리스 (또는 유럽) 위기가 발생한다면, 유럽연방주의에 대한 커다란 진전이 없다면 이는 치명적인 사건이 될 가능성이 매우 크다.

**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 지겹다고 생각(매우 설득력이 있음)하여 탈퇴 시나리오를 지원한다는 전제 하에서이다.

**[리스크 7] 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.

**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.

**[리스크 8] 장기금리 전망에서 잘못 판단하는 금융시장 [확률] 70%**

**분석** 시장의 컨센서스는 지난 3년 동안에 장기금리 상승을 너무 많이 예측하는 경향이 있었다는 것이며, 특히 미국에 대해서 더욱 그러했다. 금융위기의 종료, 경제활동의 회복, 긴축적 통화정책의 기대감은 이러한 예측의 근거를 제공하는 세 가지의 요인이다. 하지만 낮은 잠재성장률,

**리스크요인**

과거의 사례에 비추어 견고하지 못한 경제회복(투자의 부족, 약세를 유지하는 노동시장 등)으로 인해서 통화정책 정상화를 벌써 언급하는 것은 너무 이르다 더욱이, 글로벌 유동성 과잉도 낮아질 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 통화긴축을 선호하지 않고 있다. 예산적자가 장기금리와 긴밀하게 연계되어 있지 않다고 가정하더라도, 공공적자의 광범위한 삭감은 장기금리를 낮은 수준을 유지하도록 만들게 된다. 마지막으로 디플레이션 압박은 글로벌 성장 약세, 글로벌 무역 감소, 신흥국 가격의 하락, 인플레이션의 하락과 아무리 낙관하더라도 지체되고 있는 산업제품의 가격을 동반한 실질적인 현상이다.

**시장 영향** 장기금리를 낮게 유지하는 강력한 요인들이 존재하며, 장기금리의 유의한 "가격재조정"이 (특히 미국에서) 나타날 것으로 보인다. 반면에 우리는 장기금리 상승 예측이 과도하며 성장 예측이 지나치게 낙관적이고 현재의 금리가 너무 높다고 믿고 있다.

**[리스크 9] 정치적 및 지정학적 리스크**

**[확률] 70%**

**분석** 시리아, 이슬람 국가(IS), 테러리스트 공격 및 이주민 유입으로 인해 2015년 말은 정치적 및 지정학적 국가 관계에서 어려움을 겪었다. 이는 특히 외교적 관계를 악화시키는 일종의 힘으로 작동하고 있다. 또한 브라질과 터키와 같은 일부 국가의 정치적 상황은 이러한 어려운 환경의 완화에 어떠한 기여도 하지 못하고 있다. 이슬람 국가에 대한 국제적인 대처에 대한 미국의 기여도 및 그 유형(더욱 중요한 사안)은 현재에도 논쟁거리이며, 이는 2016년에도 계속될 가능성이 크다. 2016년 초에 발생한 이란과 사우디아라비아 사이의 긴장관계는 우려의 원인이 되고 있다.

**시장 영향** 현재 진행 중인 광범위한 갈등은 없지만, 향후 긴장도와 휘발성이 큰 사건이 정기적으로 발생할 가능성이 크다. 현재의 정치적 리스크는 분명하게 파악되고 구체적이긴 하나, 이것이 금융시장의 성장전망과 정향성에 영향을 줄 정도로 충분하지 않을 것이다. 현 상태에서는 아무 것도 확실한 것이 없다.

**[리스크 10] 브렉시트**

**[확률] 50%**

**분석** 2015년에 재선된 데이비드 캐머런 영국총리는 유럽연합 탈퇴(브렉시트 = Britain's exit) 여부에 대한 국민투표를 2017년 말(2016년 10월?)까지 치르겠다고 발표했다. 만약 영국(잉글랜드, 스코틀랜드, 웨일즈, 북아일랜드)가 탈퇴에 찬성한다고 투표하는 경우, 두 가지의 시나리오를 상정할 수 있다. 시나리오 1(가장 선호되며 가장 가능성이 높음)에서는 영국은 유럽연합의 회원국은 아니지만 교역협정을 체결한 스위스와 비슷한 지위가 될 것으로 보인다. 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 룩셈부르크, 벨기에, 스웨덴, 몰타, 키프로스 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** 현재는 브렉시트의 찬성이 50%이며, (탈퇴에 있어서) 75%가 연탈퇴(soft exit) 시나리오를 선호하고 있다. 국민투표에서 찬성이 나오고, 특히 "경탈퇴(hard exit)"가 되는 경우, 영국 수출의 50%가 유럽연합으로 가기 때문에 우리는 영국 파운드화와 영국경제의 장기적 GDP 라는 두 요인의 약세를 예상한다. 더욱이 영국은 캐나다, 미국, 일본, 인도, 싱가포르, 말레이시아 등과의 협정에서 더 이상 혜택을 볼 수 없게 된다.

거시경제적 현황

		1월
미주		리스크요인
미국	<p><b>경기회복은 2016-17년에 둔화될 것으로 보이며, 긴축 통화정책은 매우 신중하게 이행될 것이다.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 경기회복은 일자리 시장의 개선, 낮은 가격의 유가가 소비에 미치는 우호적인 영향, 주택 수요의 증가 등이 주도할 것이다. 하지만 임금상승의 효과는 아직 확인되지 않고 있다. 산업 부문은 달러화 평가절하, 에너지 부문에서 유가 하락, 신흥국 경기둔화에서 여전히 압박을 받고 있다.</li> <li>&gt; 2016-17년에는 경기회복이 점차적으로 그 동력을 잃을 것으로 보인다. 이는 주로 일자리 창출의 둔화 (이미 거의 완전 고용의 수준에 도달한 경제)와 유가 하락에서 유발된 구매력 상승의 소멸에서 비롯될 것이며, 외부 경제환경은 악화될 것이다.</li> <li>&gt; 연준은 금리인상을 제한된 횟수로만 계속할 것이다.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 가까운 미래에는 잠재적인 성장 저해 (“장기 침체”)</li> <li>&gt; 달러 가치의 과도한 상승</li> <li>&gt; 신흥국 문제의 확산 가능성</li> </ul>
브라질	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 브라질의 경제환경은 정치적 위기 심화와 더불어 계속 악화되고 있다.</li> <li>&gt; 재무부 장관의 교체는 예산건전화에 덜 광범위하고 보다 점진적인 방식으로 전환되는 가능성을 높였지만, 이는 브라질 중앙은행의 압박을 증가시킬 수도 있다.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 부채의 화폐화</li> <li>&gt; 정책조합(폴리시믹스)의 완화</li> </ul>
유럽		
유로통화권	<p><b>통화정책과 재정정책의 지원에 의해 주도되고 있는 현재의 경기회복.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 내수수요(특히 소비 및 공공지출, 아직까지 투자는 불충분함)에 의해 부양되어 상대적으로 비우호적인 외부 환경(신흥국 경기둔화, 스페인에서는 특히 새로운 정치적 불확실성)에도 불구하고 경기회복은 3 분기에서 4분기까지 빠르게 진전을 보이고 있다.</li> <li>&gt; 금융구제, 긴축계획, 구조개혁에서 발생한 효과는 경기회복이 지속되게 하며, 2016년에는 심지가 가속화될 수도 있다. 2014년-2015년의 유가하락과 유로화 평가절하는 유용한 역할을 계속할 것이다.</li> <li>&gt; 2015년 12월 비전형적인 조치를 확대한 유럽중앙은행은 경제성장 또는 인플레이션에 대한 새로운 실망적인 데이터가 발생하는 경우 추가적인 다른 조치를 취할 준비가 되어 있다.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 신흥국의 경제적 및/또는 금융적 곤경이 세계경제로 확산</li> <li>&gt; 디플레이션 압박의 증가</li> <li>&gt; 정치적 리스크(2015년 후반에 실시된 선거에서 비제도권 정당의 부상)</li> </ul>
영국	<p><b>긴축재정과 잠재적인 브렉시트(영국의 유럽연합 탈퇴) 불확실성에서 촉발되는 2016년의 경미한 경기저하.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 경제성장률은 경미하게 낮아졌지만 실업률은 계속 하락세를 보이고 있다.</li> <li>&gt; 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.</li> <li>&gt; 완전 고용에 거의 근접한 영국경제는 2016년 기준금리 인상이 임박했음을 나타내고 있다. 하지만 브렉시트 국민투표로 인해 영란은행(BoE)은 신중한 태도를 보일 것이다.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 영국 파운드화의 평가절상</li> <li>&gt; 여전히 매우 높은 수준의 공공적자와 경상수지적자</li> <li>&gt; 2016년(또는 2017년)으로 계획된 브렉시트 국민투표</li> </ul>
아시아		
중국	<p><b>중국: 2016년 글로벌 자본시장의 안정판 역할 및 글로벌 경제의 성장 엔진</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 우리는 중국경제가 2016년에 좁은 범위에서 바닥을 칠 가능성이 크다는 견해를 유지한다.</li> <li>&gt; 중국당국의 공격적인 통화정책, 재정정책, 부동산정책, 투자정책을 고려할 때 중국 자본시장에는 유동성이 풍부할 것으로 보이며, 그러므로 중국은 글로벌 자본시장의 안정판 역할을 할 것으로 생각된다.</li> <li>&gt; 중국은 2016년에 더 많은 개혁을 단행할 것이며, 특히 수요/공급 측면의 개혁이 있을 것으로 보인다.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 글로벌 자본시장의 안정판 역할</li> <li>&gt; 글로벌 경제의 성장 엔진</li> </ul>
인도	<p><b>인도: 2016년 아시아의 글로벌 경제 성장 엔진</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 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.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 인도 경제성장이 가속화될 징후</li> </ul>
일본	<p><b>우호적인 정책조합(폴리시믹스)의 뒷받침을 받아 개선이 예상되는 내수수요.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 일본은 2015년에 중국과 관련된 불확실성의 그림자와 소비자 주요물가 상승에 당면한 가구의 적응 어려움으로 인해 불규칙적인 성장률을 나타냈다.</li> <li>&gt; 임금 상승과 투자 재개가 2016년의 경기개선에 활로가 될 것이다. 기업은 법인세 인하에서 혜택을 받게 된다.</li> <li>&gt; 일본은행(BoJ)은 일본 엔화의 평가절하에 대한 지원을 확대할 것으로 보이지만, 과도한 평가절하를 방지하기 위해 노력할 것이다.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 중국의 경기둔화에 노출</li> <li>&gt; 정치적 불확실성 (2016년 중반의 참의원 선거)</li> </ul>



**거시경제 및 금융관련 예측**

**거시경제적 전망**

- 미국:** 경기확장의 단계가 아직 종료된 것은 아니다. 노동시장은 추가적으로 개선되었으며, 경제환경은 계속되는 소비 증가를 유도하는 상태를 유지하고 있다. 반면에, 국제 경제상황에 노출된 부문은 달러화 상승과 신흥국의 경기둔화에 의해 부정적인 영향을 받고 있다.
- 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. 내부적 리스크 (디플레이션과 그리스 위기)는 줄어들었지만, 외부적 리스크(신흥국의 경기둔화에 노출)는 증가하고 있다. 투자회복은 아직도 매우 불충분한 상태이다.
- 브라질:** 3분기 -4.5%(2분기는 -3%)로 역성장한 브라질은 더욱 심각한 리세션에 빠져들고 있다. 이러한 경제적 및 정치적 상황의 악화를 근거로 우리가 성장예측을 2015년 -3.0%, 2016년 -2.0%로 낮추었다는 사실에 유념해야 한다. 정치적 위기는 이제 재정부 장관의 사임과 더불어 절정에 이르렀으며, 추가적인 유가하락과 결합되어 리세션(경제불황)이 악화되고 지속될 가능성이 커졌다. 1월 시점을 기준으로 우리의 예측은 2015년, 2016년, 2017년에 각각 하방 리스크를 가진 -3.5%, -2.5%, -0.5%이다.
- 러시아:** 3분기 GDP 성장은 -4.1%로 나왔으며, 이는 2분기(-4.6%)에 비해 약간 개선된 수준이다. 러시아 경제가 최저점을 친 것으로 보이지만, 우리는 2015년의 심각한 리세션(-4.5%) 및 2016년의 -1.8%의 역성장 전망의 시나리오를 유지한다. 즉, 러시아 경제가 회복되어 2016년에 플러스 성장을 할 수 있는 내부적 및/또는 외부적 요인이 거의 없다.

연평균 (%)	실질 GDP 성장. %			인플레이션 (CPI. 전년대비 %)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
미국	2.4	2.2	1.8	0.2	1.8	1.9
일본	0.7	1.6	0.9	0.5	0.8	1.4
유로통화권	1.4	1.5	1.4	0.0	0.9	1.5
독일	1.6	1.6	1.5	0.2	1.3	1.7
프랑스	1.1	1.2	1.1	0.1	0.8	1.3
이탈리아	0.8	1.2	1.4	0.2	0.6	1.1
스페인	3.1	2.3	1.5	-0.4	0.5	1.0
영국	2.4	2.2	2.2	0.2	1.4	1.7
러시아	-4.5	-1.8	1.0	15.8	10.0	8.5
터키	2.9	2.6	3.0	7.4	7.5	7.0
중국	6.5	6.0	5.8	1.5	1.2	1.0
인도	7.2	7.4	7.2	5.2	5.4	5.0
인도네시아	4.8	5.0	4.8	7.0	6.8	6.8
브라질	-3.5	-2.5	-0.5	9.0	7.0	6.5
선진국	1.8	1.9	1.7	0.3	1.4	1.7
신흥국	3.9	4.0	4.3	4.4	4.0	3.8
전세계	3.0	3.1	3.1	2.6	2.9	2.9

출처: Amundi Research

**기준금리 전망**

- 연준:** 금리인상 긴축통화정책 사이클을 지난 12월에 시작했다. 긴축통화정책의 사이클은 매우 느릴 것이며 그 폭도 매우 제한적일 것이다.
- 유럽중앙은행:** 양적완화를 2017년 3월까지로 연장했으며 공공부문 매입프로그램(PSPP)을 지방채 증권으로까지 확대했다. 유럽중앙은행은 수신금리를 -0.30%로 낮추었지만, 주요한 경제충격이 발생하는 경우에만 이를 다시 인하할 것으로 보인다. 유럽중앙은행은 제로 금리정책을 수년간 유지할 것이다.
- 일본은행:** 질적양적완화(QQE)를 급속하게 확장하는 정책을 결정하지는 않은 것으로 보인다.:
- 영란은행:** 첫 번째 금리인상은 2016년 하반기에 있을 것으로 보인다.

	2016-01-08	Amundi + 6개월	컨센서스 2016년 2분기	Amundi + 12개월	컨센서스 2016년 4분기
미국	0.50	0.75	0.90	1.00	1.30
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	0.70	0.75	1.00

**장기채권수익률 전망**

- 미국:** 미국 장기채권수익률의 상승은 매우 제한적일 것이다. 미국 수익률곡선은 계속 플래트닝하게 될 것이다.
- 유로통화권:** 유럽중앙은행의 양적완화와 연계된 장기채권수익률에 대한 하방압박이 당분간 지속될 것이다. 장기수익률은 현재 수준과 비슷하게 유지될 것으로 보인다.
- 영국:** 영국의 장기채권수익률 상승은 느리고 제한적일 것이다.
- 일본:** 일본은행은 일본수익곡선을 좌우하고 있다. 양적완화가 계속되는 동안에는 금리를 유의한 수준으로 올려야 할 이유가 없다.

2년 채권수익률 예측					
	2016-01-08	Amundi + 6개월	컨센서스 2016년 2분기	Amundi + 12개월	컨센서스 2016년 4분기
미국	0.94	1.00/1.20	1.41	1.20/1.40	1.74
독일	-0.39	-0.40/-0.20	-0.06	-0.40/-0.20	0.00
일본	-0.02	0.00/0.20	0.01	0.00/0.20	0.03
영국	0.50	0.60/0.80	1.05	0.80/1.00	1.55

10년 채권수익률 예측					
	2016-01-08	Amundi + 6개월	컨센서스 2016년 2분기	Amundi + 12개월	컨센서스 2016년 4분기
미국	2.15	2.20/2.40	2.59	1.80/2.00	2.82
독일	0.51	0.40/0.60	0.68	0.40/0.60	0.96
일본	0.23	0.20/0.40	0.37	0.20/0.40	0.49
영국	1.76	1.80/2.00	2.25	1.80/2.00	2.51

**통화 전망**

- EUR:** 양적완화의 이행은 유로화 가치 저하를 유지시킬 것이다.
- USD:** 미국 달러화는 평가절상의 여지는 상대적으로 제한적이지만 경미하게 평가절상될 것이다.
- JPY:** 위안화 강세를 제한하려는 중국의 의지와 경기 부양의 측면의 강화를 주저하는 일본은행(BoJ)은 엔화의 평가절하에 우호적인 상황이 아니다.
- GBP:** 유로화에 비해 중간 수준의 업사이드. 영란은행(BoE)의 금리인상에 대한 망설임과 브렉시트에 대한 두려움은 공격적인 롱포지션에 우호적인 상황이 아니다.

	2016-01-08	Amundi + 6개월	컨센서스 2016년 2분기	Amundi + 12개월	컨센서스 2016년 4분기
EUR/USD	1.09	1.05	1.05	1.05	1.07
USD/JPY	117.90	120.00	123.50	120.00	125.00
EUR/GBP	0.75	0.73	0.70	0.70	0.70
EUR/CHF	1.09	1.10	1.09	1.10	1.11
EUR/NOK	9.69	9.50	9.37	9.30	9.42
EUR/SEK	9.27	9.15	9.27	9.10	9.47
USD/CAD	1.41	1.45	1.37	1.50	1.34
AUD/USD	0.70	0.65	0.70	0.65	0.70
NZD/USD	0.66	0.60	0.63	0.60	0.63