

자산배분: Amundi 투자전략

브렉시트/브리메인, 변동성/금융 안정성, 은행증권 - 검토된 주제

PHILIPPE ITHURBIDE, Research, Strategy and Analysis 글로벌 헤드

우리 투자위원회의 최근 회의에서는 다음의 3가지 주제가 논의의 중심이 되었다.

1. 영국의 유럽연합 탈퇴 여부에 대한 국민투표 및 브렉시트나 브리메인(영국의 유럽연합 잔류)의 잠재적인 영향.
2. 고도로 상대적이며 심지어는 인위적이라고 간주되는 금융적 안정성을 반영하는 낮은 변동성.
3. 올해 초 이후의 금융증권, 특히 은행증권의 약세.

1. 브렉시트 또는 브리메인... 두 개의 최악 중의 최악 선택?

미래의 국민투표 결과에 따라서 자산배분을 결정하는 것은 합리적이지 않을 것이다. 하지만 영국의 국민투표와 같이 중요성이 높은 투표의 경우에는 관련된 시나리오와 리스크가 평가되어야 할 것이다. 최근의 여론조사는 브리메인(BREMAIN, 영국의 유럽연합 잔류)이 우세한 것으로 보이며(하지만 브렉시트 캠프가 최근 상당히 근접했음), 다음과 같은 두 가지의 결론으로 귀결시키는 것이 상당히 일반적이다.

1. 브렉시트는 금융시장에 리스크가 되고 브리메인은 금융시장을 진정시킨다.
2. 영국에는 경제적 리스크이고 유럽연합에는 정치적 리스크이다.

불행히도 영국의 유럽연합 탈퇴 여부는 이렇게 단순하지는 않다. 다음은 관련된 이슈에 대한 문제제기이다.

영국에 대한 리스크는 무엇인가?

분명하게 확인되는 경제적 리스크: 영국 수출의 50%가 유럽연합으로 이루어지며 GDP에서 유럽연합이 차지하는 교역규모는 영국 전체 GDP의 65%(1960년대에는 20% 였음). 영국이 유럽연합을 탈퇴하는 경우에는 교역의 규모 및 비용이 영향을 받을 것이며, 특히 금융서비스, 화학, 자동차와 같이 유럽연합과 고도로 통합된 일부 부문이 특히 영향을 받을 것이다. 파운드화의 평가절하는 분명 영국의 수출을 촉진시키는 요인으로 작용하겠지만, 추정치에 따르면 유럽의 자유통과의 종료 및 유럽연합과의 교역협정의 소실로 인해 GDP에 대한 영향은 유의적으로 부정적일 것으로 보인다. 런던증권거래소는 위협을 받게 되지만, 유럽이 이러한 새로운 상황을 활용해서 유럽 대륙에 금융시장의 개장을 촉진시킬 수 있다(촉진시켜야 한다)고 생각할 근거는 없다. 예를 들면, OECD는 경제성장률과 관련하여 영국의 GDP가 3%-8% 낮아질 것으로 전망했으며, 영국 고용주들은 영국 고용주들은 유럽연합 자체가 영국 GDP의 4%-5%, 또는 금액으로는 7백억 파운드로 기여하고 있다고 발표했다. 이러한 수치는 영국이 "처리"되는 각종 시나리오에 따라 세부적으로 표시될 수 있다.

- 영국이 노르웨이와 같이 유럽경제지역(European Economic Area, 약칭 EEA, 현재 31개 회원국)에 잔류하는 경우에는 그 비용은 가구당 연간 3,345유로(15년 동안 GDP의 3.8% 감소 기준)가 될 것이다.
- 스위스가 과거에 그랬던 것처럼 영국이 유럽연합과 양자간 협정을 체결하는 경우에는 그 비용은 가구당 연간 5,528유로(15년 동안 GDP의 6.3% 감소 기준)가 될 것이다... 하지만 교역협정의 협상에는 평균 7년-10년이 소요된다는 사실에 유념해야 한다!
- 영국이 유럽연합과의 재협상을 하지 않기로 결정하는 경우에는 그 비용이 가구당 연간 6,689(15년 동안 GDP 7.4% 감소 기준)으로 매우 높아진다.

위의 분석을 통해서, 영국의 기업주, 영란은행, 영국 재무성 등이 영국 유권자들에게 브렉시트라는 결과에 대한 경고를 하는 이유를 잘 이해할 수 있다.

무시할 수준의 정치적 리스크: 영국이 유럽연합을 탈퇴하는 경우에는 주요

핵심요약사항

우리 투자위원회의 최근 회의에서는 다음의 3가지 주제가 논의의 중심이 되었다.

1. 6월 23일 시행되는 유럽연합 탈퇴/잔류에 대한 영국의 국민투표 및 브렉시트(BREXIT, 영국의 유럽연합 탈퇴)나 브리메인(BREMAIN, 유럽의 유럽연합 잔류)의 잠재적 결과/영향 브리메인(영국이 유럽연합에 남는 시나리오)이 영국이나 유럽연합과 관련하여 모든 불확실성을 제거한다고 믿거나 관련된 리스크를 영국에서 경제적 리스크 또는 유럽연합에서는 정치적 리스크로 요약하는 것은 상당히 위험하다. 상황은 이것보다 훨씬 복잡한 양상을 보이고 있다.

2. 낮은 변동성의 환경(부분적으로는 중앙은행들, 특히 유럽중앙은행(ECB)에 조치들에 의해 조성됨)은 한 측면에서는 확신감을 주는 요인이지만, 이는 또한 매우 상대적이고 인위적인 금융 안정성을 반영하고 있다는 사실을 간과하지 않아야 한다.

3. 올해 초 이후의 금융증권, 특히 은행의 금융증권의 약세는 마이너스 금리(즉 이제는 금융기관 수익에 벌칙을 부과하는 금리)의 결과이다. 자본비용은 여전히 높은 상태이며, 전반적 상황(경제, 금융, 규제 관련)은 긴밀한 유럽통합을 유도하지도 않는다.

리스크가 사라지지 않았고 전체적으로 과소평가되고 있음에도 불구하고, 중앙은행들의 개입과 인위적으로 조성된 저금리와 낮은 변동성으로 인해서 우리는 자산배분을 급격하게 변동시키지 않고 있다. 하지만 우리는 신중한 포지션을 계속 유지하고 있으며, 관련된 근본적인 리스크의 변화에 대해서 면밀한 관심을 유지한다.



브렉시트: 영국의 GDP에 대한 영향은 현격하게 부정적



국제기구에서 국가의 독립성(및 일부 자리)를 다시 얻을 수 있겠지만, 브렉시트 캠프는 결코 균일하지 않다는 사실이 간과되지 않아야 한다. 일부 극단주의자들은 심지어는 국경의 폐쇄(보호주의, 이주민 차단)와 같은 완전 독립성을 요구하고 있으며, 다른 자유주의자들은 유럽연합이 부여한 규제제약의 완화와 모든 관계(교역관계 포함)에서 재협상을 원한다. 브렉시트가 이기는 경우에 이러한 두 진영은 어떻게 조화될 수 있을까? 또한 스코틀랜드는 유럽과의 밀접한 관계를 공공연하게 표방하고 있기 때문에 스코틀랜드가 독립을 위한 새로운 국민투표를 요구할 리스크도 크다. 그리고 스코틀랜드 영토에서 영국의 석유 시추 대부분이 이루어진다는 사실도 기억해야 한다. 국민투표의 결과가 브리메인일 경우에는 데이비드 캐머런 영국총리의 정치적 위상은 어떻게 될까? 큰 차이로 이기는 경우에는 정치적 위상이 강화되고, 적은 차이로 이기는 경우에는 약화될까? 의회의 해산과 새로운 총선으로 이어지게 될까? 아무 것도 확실한 것이 없다.

유럽연합에 대한 리스크는 무엇인가?

중간 수준의 경제적 리스크: 현재의 상황을 고려할 때에 영국의 탈퇴가 유럽연합 회원국에 심각한 직접적 경제결과를 초래하지는 않을 것으로 보인다. 가장 큰 영향을 받는 국가는 영국과 특히 밀접한 관계를 가진 아일랜드, 룩셈부르크, 벨기에, 스웨덴, 몰타, 키프로스 등이 될 것으로 보인다.

무시할 수 없는 수준의 정치적 리스크: 매우 최근에 유럽연합 국가들은 브렉시트 시나리오를 피하기 위해 영국에 (이주민, 주권, 정부권한에 대한) 양허를 부여했다. 영국에 대해 이루어진 양허의 모든 내용에서 유럽연합 연대의 부족함을 드러냈으며, 일부 유럽연합 회원국들은 이러한 조치들에 대해 자신들도 관심이 있음을 나타냈다. 영국의 탈퇴는 i) 유럽연합의 탈퇴가 가능하며 어떠한 것도 불가역적이지는 않음을 보여주는 최초의 사례이며, ii) 언제든지 유럽연합으로부터 양허를 받을 수 있고, iii) 유럽에 대한 옵트아웃(Europe à la carte: 역주 - 레스토랑 메뉴판에서 원하는 것만 주문하는 방식)이 단지 허상에 불과하지는 않다는 사실을 의미한다. 브렉시트 국민투표가 동반하는 혼란의 리스크를 일일이 나열할 필요 없이, 영국이 유럽연합 가버넌스에 "또 다른 장애물"을 던져 준 것으로 정의할 수 있을 것이다. 나머지 유럽연합의 회원국가들은 관련 제도들을 개선(가버넌스 단순화, 예산 및 세금 통합, 보다 강력한 리더십, 일자리 시장의 향상 등)시켜서 유럽연합을 지속시킬 수 있을까? 이 질문은 영국 국민투표의 결과가 브렉시트나 브리메인으로 되는 것과 상관 없이 제기될 중요한 사안이다. 극단주의와 대중영합주의(유럽 핵심국가에서는 우파, 유럽 주변국가에서는 좌파)의 부상이 상호 결합되어 유럽연합의 경제상황과 가버넌스 부재를 악화시키고 있다. 영국의 국민투표가 이러한 상황을 진전시킬까? 아니면 퇴보시킬까? 이것은 유럽연합의 문제를 간단 명료하게 드러내고 있다.

그러면 시장에 대한 영향은 어떠한 것인가?

브리메인이 금융시장에서 선호된다는 사실은 논란의 여지가 없다. 물론 금융시장의 복잡한 상황을 변경시키지는 않겠지만, 이러한 상황은 수년 동안 잘 알려져 있으며 일상적인 부분이 되어왔다. 반대로 브렉시트는 미지의 문을 여는 것이 된다. 어떠한 것도 신속하게 결정될 수 없으며(영국의 탈퇴에는 공식적으로 2년이 소요됨) 위에서 제기된 이슈가 해결될 지의 여부를 아무도 모른다. 그렇기 때문에, 우리는 크레딧 스프레드가 상승하고 파운드화와 유로화의 약세로 반응할 것이라고만 자신 있게 주장할 수 있다. 영국 시가총액의 상승을 기대하지 않는 것이 합리적으로 보인다. 왜냐하면 영국 시가총액은 파운드화 약세(선호됨) 및 교역협정의 중단과 일부 주요 부문에 대한 (부정적인) 영향 사이의 힘겨루기로 나타날 것이기 때문이다. 이러한 불확실성에 직면하여 영국과 유럽연합에서의 자본유출을 대신에 고려해야 한다. 유럽중앙은행은 필요한 경우 이러한 상황을 활용하여 유럽중앙은행의 자산매입 프로그램을 가속화시킬 수도 있으며, 이러한 경우 유로화권역의 채권시장은 상대적으로 잘 보호되는 지역이 된다.

2. 고도로 상대적이며 심지어는 인위적이라고 간주되는 금융적 안정성을 반영하는 낮은 변동성

우리는 중앙은행이 정책적 조치를 통해 긴장감을 안정화시키고 금리와 (회사채, 은행채, 국채의) 크레딧 스프레드 (변동성) 수준을 낮춘 것에 대해 만족할 수 있다

“ 영국의 기업주, 영란은행, 영국 재무성 등이 영국 유권자들에게 브렉시트라는 결과에 대한 경고 ”

“ 브렉시트 또는 브리메인: 영국의 어떠한 선택도 단순하게 진행될 가능성은 낮음 ”

“ 유럽연합에는 거의 영향이 없음, 단 아일랜드와 같은 영국과 밀접한 일부 국가들에만 영향 ”

“ 브렉시트의 주요한 미칠 영향 중의 한 사안: 유럽에 대한 옵트아웃이 단지 허상에 불과하지는 않다 ”

“ 브렉시트로 결정되는 경우 영국과 유럽연합에서의 자본유출을 보다 고려해야 한다 ”

그리고 만족해야 한다). 하지만 이러한 금융 안정성이 부분적으로는 인위적이라는 사실도 인정해야 한다.

- 유럽과 미국 모두와 대부분의 선진국에서 **경제성장의 속도가 아직 빨라지지 않았으며**, 투자는 여전히 경기회복에서 크게 부족한 상태이다. 일부 국가에서 기껏해야 현격하게 낮춰진 잠재성장률로 복귀했을 뿐이다.
- 또한 **통화정책 전달채널**(금리효과, 대출효과, 가산금리효과, 자산효과 등)이 더 이상 실질적으로 작동하지 않고 있음이 인지되지만, 이미 마이너스대의 금리인 상태에서 추가적인 금리인하의 근거가 되지 못한다.
- **기존의 양적완화정책이 한계에 이르렀다.** 이것이 정책효과를 가지려면 어떻게 해야 할까? 자산매입 프로그램은 이미 커다란 비중(유럽중앙은행은 유로통화권의 총 발행액의 2배 이상을 현재 매입하고 있으며, 일본은행은 일본국채를 일차적인 보유자이다)을 차지하고 있다. 물론 매입의 속도를 빠르게 할 수 있는 여지는 여전히 있다...
- **금리정책도 역시 한계에 이르렀다.** "제로금리하한" (ZLB) 또는 "제로명목금리하한" (ZNLB)에 대한 논의는 부분적으로만 설득력을 가졌지만, 유럽과 일본은 이러한 한계치를 넘어서 금리를 마이너스대로 인하했지만 실질적인 성과를 얻지는 못했다.
- 중앙은행의 신뢰성은 또 다른 사안이지만, **왜 전체 해결책이 통화정책에 존재하고 있다고 여전히 믿고 있을까?** 최근년 동안의 잉여적인 부채 및 대출과 공공적자에 대한 금융시장의 만족도 부채의 상황을 고려할 경우 재정적 경기부양책과 세금정책을 끌어들이는 것은 너무 대담하게 보일 수도 있다. 하지만, 이러한 예산이 투자에 사용되고 이와 동시에 구조개혁을 수행한다는 전제에서 OECD와 IMF와 주요한 국제기구들은 예산의 지렛대 활용을 이제 주장하고 있다. 이러한 방안은 현재의 금리와 중앙은행에 너무 의존적이라는 사실을 감안하면 상당히 유용한 방안인 것으로 보인다.

무엇보다도 현재의 문제들(약세의 경제성장, 일자리, 적자, 부채 등)이 완전히 해결되지 않고 있으며, 현재의 금융 안정성이 취약하고 심지어는 인위적이라고 말할 수 있기 때문이다.

- 우리의 상황은 다음의 두 가지 방식으로 판단할 수 있다. 첫 번째로, 지금의 성장률이 고착화되고 인위적인 금융 안정성이 실제의 불안정성이 될 것을 목격하고 있으며, 이러한 상황에서는 심화되는 사회 불평등과 일자리 시장의 추가적인 악화는 사회적 긴장과 현재의 지정학적 대결을 심화시키게 될 것이다. 성장약세의 경제환경에서 지급불능(정부 및 기업) 및 수익에 대한 공포도 역시 부상하게 될 것이다.
- 두 번째로는 우리는 투자지향적이며 혁신과 기술발전을 위한 현재의 기회에 중점을 두는 경제정책에 의해 투자된 성장률의 안정화(및 개선)을 아직 목격하고 있지 않다. 하지만 불평등의 심화는 억제될 것(또는 감내할 수 있는 수준으로 될 것)이며 긴장은 사라질 것이다. 금융 안정성은 인위적인 조성에서 벗어나서 실재의 안정성으로 변화할 것이다.

3. 올해 초 이후의 은행증권의 약세 지속

특히 2015년 초반 이후로 은행증권에 대한 긍정적인 추이를 유지시킨 다음과 같은 5가지의 이유의 일반적이고 불가피한 아이디어가 존재해 왔다.

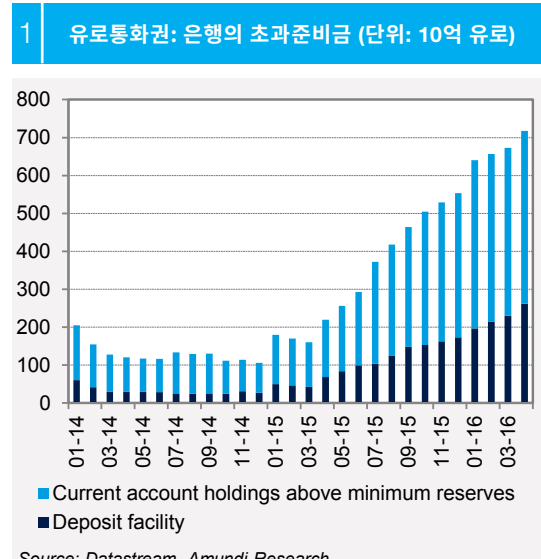
- 양적완화 프로그램은 저금리를 유지시키고 유로통화권의 은행들이 대규모의 자산으로 보유하고 있는 유로통화권 국채에 대한 리스크프리미엄을 현격하게 줄이기 때문에 은행증권에 호재이다.
- 장기대출프로그램(TLTRO)은 국가간 은행제도 사이의 리스크 확산을 완화시켜서 은행제도의 상호의존성과 관련된 리스크프리미엄의 비중을 낮추기 때문에 리스크 확산에 가장 취약한 유럽 시중은행들에게 호재이다.
- 경제가 성장으로 복귀하는 것 또한 은행증권에 호재이다.
- 은행에 대한 가치평가(주식, 스프레드)가 매력적이다.
- 은행의 주식배당 수익률은 분명 자산이다.

현실은 다음과 같은 3가지 이유로 이렇게 단순하지는 않다.

1. 은행의 수익성에 대한 마이너스 금리의 영향.

“ 금리정책도 역시 한계에 이르렀다 ”

“ 왜 전체 해결책이 통화정책에 존재하고 있다고 여전히 믿고 있을까? ”



2. 금리와 은행의 자본비용 사이의 "상대적으로" 약한 상관관계.
3. 일부 은행제도의 취약성과 리스크 확산의 공포.

우리는 마이너스 금리의 역효과에 대해서 이미 자세히 설명했다. 여기에서는 은행의 관점에서 간단히 살펴보도록 하겠다.

- **마이너스 금리가 실제로 필요한 것은 아니다.** 자금조달을 위한 접근성(은행대출, 자본시장에 대한 접근성)이, 특히 장기간 동안 저금리를 유지시킨 양적완화 프로그램이 시행되어, 2년 동안 현저히 개선되었다.
- **금리를 마이너스대로 인하했지만, 시중은행의 유럽중앙은행 예치금을 줄이지 못했다.** 오히려 2016년 1월의 1천억 유로에서 현재 7천5백억 유로로 늘어났다. 분명히 마이너스대 금리가 시중은행이 유럽중앙은행에 예치금을 넣는 것을 줄이지 못했다. 이러한 7천 5백억 유로는 실물경제로 가거나 경제성장에 기여하지 않았다.
- **시중은행의 유럽중앙은행 예치금이 줄어든다고 해도 주변부 지역에서 기업에 대한 은행대출의 추가적인 증가를 보장하지는 않는다**(과거 한 차례의 사례에서 나타남).
- **시중은행에 유동성이 있는 것은 유럽중앙은행이 유동성을 대량으로 투입하였기 때문이며,** 시중은행은 국채(듀레이션 리스크, 비대칭 리스크, 마이너스 수익률)를 매입하는 대신에 유럽중앙은행에 보유한 현금을 예치시키려 한다. 금리가 분명 마이너스대이지만, 1일물 금리와 관련해서는 거래상대방 리스크나 듀레이션 리스크 및 비대칭 리스크가 없다. 누가 이러한 시중은행을 비난할 수 있을까?
- **마이너스 금리가 은행간시장의 기능 활성화를 보장하는 것도 결코 아니다.** 한 은행의 다른 은행들에 대한 불신의 가능성이 저금리나 마이너스 금리로 인해 사라지거나 줄어들지는 않으며, 오히려 반대의 상황이 나타날 수 있다.
- **실제로는 마이너스대로 진입한 금리는 은행(유로통화권의 핵심국가 및 주변국가의 모든 은행)의 수익성에 제재를 가하고 있다.** 그리고 마이너스 금리는 시중은행이 시장의 신뢰를 받는 데에 어려움을 겪고 있으면서 경제에 더 많은 대출을 해주도록 요구 받는 상황에서 발생하고 있다. 이는 역설적인 상황으로 명백하게 역효과의 결과를 낳았다. 더욱이 시중은행은 탈중개화(disintermediation) 및 디지털화 시대에 살아남거나 대처하기 위해서 (때로는 크레딧을 비용으로) 보다 개선된 수익성을 추구하는 과정에 있다.
- **유럽중앙은행이 장단기금리를 마이너스대로 인하는 것은 금융시장 및 은행증권에 부정적인 신호를 보내는 것이다.** 분명한 사실은, 시중은행이 유럽중앙은행 예치금의 비중이 클수록 해당 은행에 더 많은 제재를 가하는 것이 된다. 일본은행이 금리를 마이너스대로 인하한 날에 일본 시중은행(대출금/예치금의 비율이 유럽 시중은행보다 20%~30% 낮음)의 주가가 폭락한 것도 바로 이러한 이유 때문이다.

무엇보다도 은행의 마이너스 금리에 대한 불신이 이해될 수 있다. 이러한 마이너스대 금리를 유지하는 방식은 분명 역효과를 낳는다.

하지만 여기에 국한되지 않는다. 시중은행의 현재 상황을 올바르게 이해하기 위해서는 무엇보다도 **자본비용**의 이슈가 간과되지 않아야 한다.

금리가 낮기 때문에 시중은행의 자본비용도 낮을 것이라는 가정은 적용되지 않는다. 현실에 있어서는 다음과 같은 여러 이유로 인해 자본비용은 금리의 하락세와 같은 방향으로 움직이지는 않는다.

- **무엇보다도 과거 위기에 대한 부담감이다.** "정상대로 복귀"는 실제로 일어나지 않았으며, 2011년과 2012년의 은행위기는 영속적인 상흔은 남겼다.
- **그 다음으로 미래의 위기에 대한 공포이다.** 일부 국가의 경우 은행 환경이 여전히 취약하다는 사실을 익히 알려져 있다. 이탈리아가 여기에 해당되며 "배드뱅크의 설립이 불가능하다. 일부 주변국가의 은행제도도 이에 해당되며, 이러한 국가들의 일부 (대형) 시중은행에 대한 재발되는 공포와 루머에서 실질적으로 직접적인 영향을 받기도 한다...
- **또한 규제 불확실성도** 자본비용이 지속적으로 높은 요인이다. 바젤 IV의 내용이 어떻게 될 것인지 알려지지 않고 있다. 규제가 경기순응적(pro-cyclical)이기를 중단할까?
- **자본비용에 영향을 미치는 또 다른 요인은 은행제도 간의 차이를 이해하는 데에 있어**



분명한 사실: 시중은행에 악재인 마이너스 금리

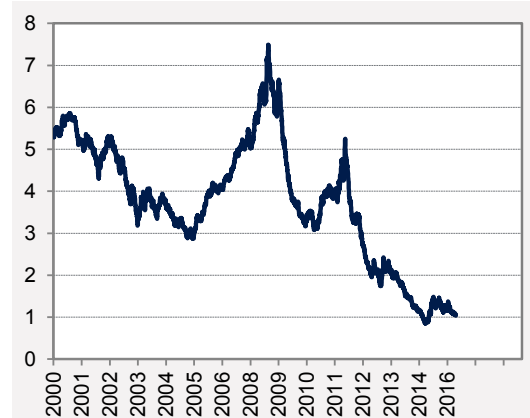


시중은행의 유럽중앙은행 예치금이 줄어든다고 해도 유럽은행은 은행대출의 추가적인 증가를 보장할 수는 결코 없다



2

회사금융채 수익률 지수



Source: Bloomberg, Amundi Research



현실에 있어서 자본비용은 금리의 하락세와 같은 방향으로 움직이지는 않는다



어려움이다. 실제로, 시장은 이러한 차이를 파악하는 방법을 알지 못한다. 시중은행의 입장에서 논의는 시스템 리스크, 은행간 상호거래, 위기 확산에 여전히 집중되어 있다. 이것 중의 어떠한 논의도 은행간시장의 원활한 작동을 유도하지 못하며, 오히려 취약한 시중은행을 더욱 악화시켜서 건전한 시중은행이 위기확산에 영향을 받게 만들고 있다! 이러한 악순환은 원활한 트레이딩, 리스크 분산, 리스크 수반의 대출 증가가 아니라 "디레버리징"와 국민경제 위축의 방향으로 더욱 치우치게 된다.

- 마지막 요인으로는 **"비정상적으로" 낮은 금리와 금리곡선**으로, 시중은행의 수익성 및 대출공급에 직접적인 영향을 주고 있다. 또한 현재 전적으로 비대칭적인 금리 리스크도 추가할 수 있다. 시중은행들이 금리가 낮은 상태로 유지될 것이라고 확신하면 할수록, 관련 리스크를 줄이고 통화정책에 반하는 방향으로 갈 가능성이 크다.

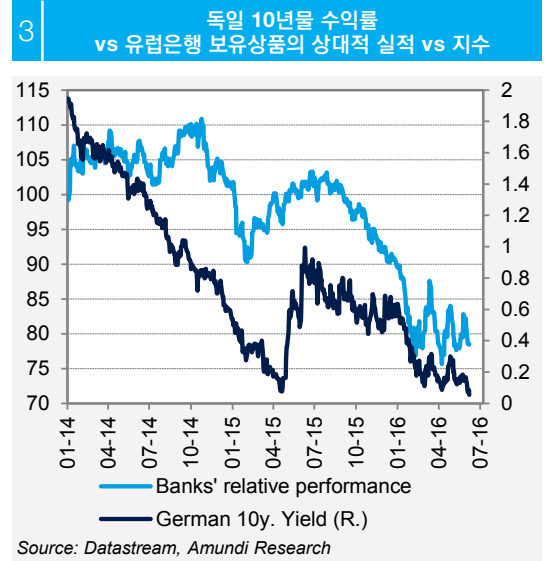
마이너스금리가 도입된 이후로 은행증권이 전반적인 약세를 보인 이유를 이해했으며, 이는 왼쪽의 그래프에서 분명히 표시된다.

결론 및 자산배분에 대한 영향

위의 세 가지 주제(브렉시트/브리메인, 금융 변동성/안정성, 마이너스 금리/시중은행의 자본비용)가 현재의 시장환경과 자산배분의 고려에서 어떻게 핵심적인 역할을 하는지를 분명히 파악할 수 있다. 이러한 사안들은 중앙은행의 금융시장에 대한 강력한 개입이 금융시장의 보호하기에 충분하지 않다는 사실을 상기시켜 준다. 극도의 비관주의에 빠져들어 자산배분 포지션(신흥국 자산종목에 일부 리스크 노출, 유로통화권에서 핵심국가에 대비하여 주변국가의 선호 유지, 채권 포트폴리오에서 크레딧에 투자비중확대)을 반전시키지 않으면서, 보수적인 포지션에 방점을 둔다. 평소보다 매우 높게 나타난 리스크에 대한 면밀한 관심이 요구된다. 영국 국민투표(6월 23일)과 스페인 총선(6월 26일)은 글로벌 변동성의 취약점이 함정이 될 수 있으며, 근본적인 리스크를 과소평가하는 위험성을 상기시킨다.

결론을 맺기 전하 한 가지 언급할 사안이 있다. 우리가 리스크를 파악하고 있다는 사실이 특히 유동성이 줄어든 시장에서 우리의 포지션을 반드시 반전시켜야 함을 의미하지는 않는다. 시기가 왔을 때 이러한 시장에 재진입하는 것이 더욱 어려울 수 있기 때문이다. 우리는 이러한 추이의 반전을 기대하지 않기 때문에, 이러한 시장에 재진입이 불가능한 상황을 원하지 않는다. 우리는 보호 및 헤징이 더욱 권장된다고 생각한다.

“**마이너스 금리의 채택 이후 은행증권의 약세**”



> 매크로-헤징 전략

	1개월 변화	0	+	++	+++
미국 장기 채무성증권	→	□	□		
독일 장기국채	→	□			
장기 USD	→	□			
장기 JPY	→	□			
장기 변동성	→	□	□		
장기 현금 USD	→	□			
장기 금	→	□	□		
Long US TIPS	↑		□		

최근의 상황전개(유가 상승, 리세션 공포와 위안화 평가절하 완화, 중앙은행 특히 연준과 유럽중앙은행이 취하는 정책방향 등)은 포트폴리오에 리스크를 다시 추가하고 매크로-헤징 전략을 감소시키는 것을 요구한다. 우리는 이러한 전략을 대략 3개월 전에 채택했으며, 고도의 신중이 요구되는 브렉시트 국민투표가 곧 시행될에도 불구하고 이러한 바이어스를 현재 유지하고 있다. 변동성과 미국 채권(미국 달러화 및 캐리트레이드)에 장기 익스포저를 유지하는 것은 여전히 합리적인 접근법이다. 독일 채권에서 도달한 수익률로 인해 우리는 독일국채에 대한 롱포지션을 유지하는 것이 더 이상 최선의 매크로-헤징 전략일 수는 없다고 믿게 되었다. 미 연준은 상대적으로 실망스러운 노동시장 관련 수치에도 불구하고 라엘 브레이너드 연준위원의 언급을 통해 극도로 신중한 포지션을 다시 한 번 보여주었다. 인플레이션이 연준의 목표 수치에 근접함에 따라, 최근 동안에 대부분 회피되었던 인플레이션 연계채권에 대한 관심이 일부 나타났다. 매크로-헤징 도구로서 인플레이션 연계채권이 다시 부상하고 있다.

상기 표는 1-3개월 투자기간을 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 고려사항 관련 독립적이다. 이는 오버레이 포지션이다.

자산배분: 멀티클래스 전망 및 투자확신

	1개월 변화	---	--	-1.8	0	+	++	+++
주식/국채	→					□		
회사채/국채	→						□	
주식/회사채	→					□		
듀레이션	→				□	□		
회사채	→					□		
석유	→					□		
금	→				□			
현금 EUR	→			□				
현금 USD	→					□		

상기 표는 6-12개월 투자기간을 나타낸다. 관련 변화(제2열)는 우리 투자위원회의 최근 회의에서 언급된 전망을 반영하고 있다. 각 열은 6/12개월 투자기간 동안 우리의 멀티어셋 종목 전망을 표시한다. 자산종목에 대한 전망, 전망변화, 견해는 기대 방향(+/-)과 투자확신의 강도(+ / ++ / +++)를 반영하고 있다. 이는 포트폴리오 구축과 관련한 제약요인 및 고려사항 관련 독립적이다.

자산배분: 주요 자산종목별 상대적 전망 및 투자확신

		1개월 변화	---	--	-1.8	0	+	++	+++
주식	미국 주식	→			□	□			
	일본 주식	→				□			
	유로 주식	→					□		
	영국 주식	→				□			
	일본 제외 태평양 지역	→				□			
	신중국 주식	→					□		
국채	미국 국채, 단기	↑			□				
	미국 국채, 장기	↑				□			
	유로 핵심 국채, 단기	→		□					
	유로 핵심, 장기	→			□				
	유로 주변	→					□		
	영국 국채	↓			□				
회사채	미국 IG	→				□			
	미국 HY	→				□			
	유로 IG	→				□			
	유로 HY	→					□		
	신중국 채권 경화	↑					□		
	신중국 현지 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 전망, 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.

포트폴리오 유형

> 주식 포트폴리오	> 채권 포트폴리오	> 분산투자된 포트폴리오
<ul style="list-style-type: none"> • 포트폴리오의 베타는 대략 1임 • 유로통화권 선호 (금융주에 중립, 공공기업[전기, 수도, 가스]에 투자비중 축소) • 미국과 일본에 중립 • 신중국: 국가 선택이 핵심적 사안이지만, 글로벌적으로 긍정적 바이어스. 신중국별: - 인도, 태국, 페루, 유럽, 필리핀에 투자비중확대 - 인도네시아, 중국, 러시아에 중립 - 대만, 그리스, 브라질, 한국, 말레이시아에 투자비중축소 • 신중국 통화에 롱포지션 증가 	<ul style="list-style-type: none"> • 크레딧에 대해 투자비중확대 포지션 유지 • 금융주에 대한 투자비중확대 포지션 축소 • 듀레이션: 글로벌적으로 중립, 단 마이너스 수익률 부문에 숏바이어스, EUR에 롱바이어스, GBP, USD, JPY에 숏바이어스 • 신중국 채권: - 경화성 채권이 여전히 선호됨 (USD에 롱포지션) - 현지 채권에 리스크 증가 - 신중국에서 테마주 플레이 • GBP에서 숏바이어스 유지 • USD에 롱포지션 • 신중국 통화에 롱포지션 증가, BRL에 복귀하지만 MXN에서는 탈출 	<ul style="list-style-type: none"> • 글로벌 리스크의 경미한 감소 • 주식에 글로벌적으로 중립적인 포트폴리오 • 유로통화권 주식에 대한 포지션 감소 (브렉시트) • 일본 주식에 중립 • 유럽에는 가치, 미국에서는 질에 플레이 • 신중국 주식에 투자비중확대 유지 • 유로통화권 핵심국가에 대비한 주변국가의 국채에 대한 투자비중확대 포지션 유지 (하지만, 공정가치에 근접함) • 미국에 롱포지션 유지하지만 포지션 축소 (캐리 + 매크로헤징의 목적) • 회사채: HY에 중립, IG에 경미하게 긍정적 • 현지 통화 채권을 통해 신중국 통화에서 롱포지션 증가

리스크요인

PHILIPPE ITHURBIDE, Research, Strategy and Analysis 글로벌 헤드

아래의 표는 배정된 확률과 더불어 12가지 리스크요인을 제시하고 있다. 또한 가장 신뢰성 높은 시장 영향을 설명하고 있다.

[리스크 1] 미 연준이 잘못된 정책 선택을 하는 경우?

[확률] 20%

분석 연준위 결정에 대한 곡해는 주된 리스크 요인으로 남아있다. 1945년 이후 미국경제에서 긴축통화정책 사이클을 시작한 후 2년 이내에 리세션(불황)이 왔던 경우가 전체 사례의 절반(12번 중에 6번)이었다는 사실을 감안하는 경우 더욱 그러하다. 연준이 너무 빠르게, 특히 너무 강력하게 움직이는 경우에 시장이 두려워할 사안임에 분명하다. 현재까지의 경제성장률 수준과 경기 사이클이 현저한 금리 인상을 보장할 수 없고 지난 7년간 시행해 온 극단적인 완화적 통화정책의 정상화의 평상시 보다 더욱 중요함을 연준은 잘 인지하고 있기 때문에 당분간은 신중한 포지션을 유지할 것이다. 하지만 이와 관련된 사안에 면밀히 주목해야 한다. 인플레이션 지표는 연준의 목표 수치에 근접하고 있으며, 연준은 여름(6월 또는 보다 가능성이 높은 달은 7월) 동안에 시장을 긴축적 통화정책을 준비시키는 것으로 보인다. 연준은 소통과 관련되는 실수를 피해야만 한다. 왜냐하면 금리 인상이 너무 빠르게 이루어지거나 이에 대한 건전한 근거가 없다면 금융시장이 나쁘게 반응할 수 있기 때문이다.

시장 영향 주식시장의 급격한 하향반전과 이미 약세를 보이고 있는 신흥국으로 확산될 수 있음이 고려되어야 한다. 이러한 상황이 발생하는 경우에는 유럽 위험자산에 우호적으로 만든다는 두 가지의 주장, 즉 유럽과 미국 사이의 스프레드와 금리의 격차는 넓어지고 유로화의 추가적인 약세가 나타날 수 있다.

[리스크 2] 중국경제의 경착륙

[확률] 20%

분석 중국의 경제성장모델은 지난 10년동안 변경되어 왔다. 경제성장은 과거와 같은 수출주도형이 아니며, 내수수요가 경제성장의 주요 동인이 되었다. 이러한 올바른 모델 전환과 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 잠재성장률이 더 낮아질 지의 여부는 의문이 아니다. 이는 이미 상수인 것으로 보인다. 문제는 성장률이 잠재성장률(현재는 5%, 15년 전에는 10%) 아래로 매우 급격히 하락하는 리스크이다. 즉 중국이 대규모의 경제 위기를 경험하느냐의 문제인 것이다. 중국의 경제성장이 더욱 심각하게 축소되는 경우에 이미 확연한 글로벌 디플레이션 압박이 더욱 커 질 것이다. 가장 최근의 지수들은 이러한 리스크가 감소했음을 나타내고 있다.

시장 영향 이러한 시나리오는 매우 부정적인 영향을 줄 수 있으며, 이러한 결과의 파급적인 영향은 특히 재앙적인 수준이 될 수 있다. 즉 은행제도의 취약성, 중국 공공/민간 부채에 대한 금융제도의 취약성, 원자재와 신흥국에 대한 영향, 원자재 수출국가의 통화에 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 경제성장의 붕괴

[확률] 20%

분석 글로벌 경제성장률의 급락이 중국경제의 "경착륙"으로 유발될 수도 있지만, 다른 원인에서 비롯될 수도 있다. 원자재 가격과 글로벌 교역량의 지속적인 하락, 과도하게 제약적인 미국 통화정책, 유럽 경제활동의 구조적 취약성은 모두 글로벌 성장의 하락이라는 두려움을 불러 일으키고 있다. 경제성장 예측에서 은행이나 국제기구의 수정된 수치에도 불구하고 Amundi는 이들과 비교하여 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 신흥국에 이차적인 영향(수출 하락)을 주고 투자, 일자리의 또 다른 감소로 이어지게 된다... 즉 현재 경제 성장의 주요 동인인 내수수요에 영향을 주게 된다.

시장 영향 팽창주의적인 경제정책의 이용을 제외하는 경우, 우리는 한 편으로는 신흥국들 사이에서, 다른 한 편으로는 선진세계와 신흥세계 사이에서, 통화전쟁의 재발을 두려워하게 될 수도 있다. 위험자산, 주식, 신용의 급격한 실적저하가 예상된다.

[리스크 4] 미국의 리세션

[확률] 20%

분석 우리는 시장 컨센서스가 지나치게 낙관적이라고 수 차례 언급해 왔으며, 미국을 포함한 다수의 국가 및 지역에 대한 광범위한 경제성장률에 대한 수정이 최근 이루어지고 있음을 목격하고 있다. 우리의 경우에는 2014년에 경제성장 전망을 수정했으며, 2016년에 약 2%, 2017년에 약 1.8%(현재의 잠재성장률 수준 기반)로 경제성장률을 예측하고 있다. 미국의 경우에 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 있음에 유의해야 한다. 여기에서 핵심적 이슈는 이러한 격차가 지속될 것인지의 여부이다. 선행지표들에

리스크요인

따르면, 마이너스는 아니더라도 머지않아 약 2%의 성장률을 계속 보일 것으로 전망된다. 현재 미국에 리세션(경제불황)의 가능성이 있는 것은 아니지만, 연준이 지금까지는 금리를 올릴 수 없었기 때문에 전략적 옵션의 여지가 부족하다는 것이 우려스럽다. 현재의 상황은 2004년-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 대한 대응이 늦고 금융 안정성을 추구하고 있으며, 어느 정도의 측면에서는 미국 달러는 이러한 금리인상을 견딜 수 없다. 현재의 경기둔화에 어떻게 대처할 수 있을까? 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 오랜 기간 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 추가적이고 실질적인 불균형을 예상할 수 있다.

[리스크 5] 위안화의 급격한 평가절하

[확률] 5%

분석 중국은 지난해 8월 수일 동안에 자신의 환율정책을 포기하고 위안화의 주된 평가절하를 시장에 맡기려고 준비시키는 것 같다는 인상을 남겼다. (중국은 1994년에 위안화를 30% 평가절하시켰다) 이러한 동일한 두려움이 올해 1월 초에도 다시 발생했다. 현재까지 중국은 통화정책, 예산정책, 재정정책, 세입정책을 경기부양의 도구로 사용했지만, 환율정책은 사용하지 않는 신중함을 보여 왔다. 또한 중국은 G20에서 경기부양의 도구로 환율정책을 사용하지 않을 것이라고 약속했으며, 2016년 10월부터 위안화는 SDR 바스켓의 일부가 될 예정이다. 위안화를 급격히 평가절하시키는 결정(최소 10% 이상의 급격한 평가절하)은 금융시장에 즉각적으로 부정적 결과를 미치는 것을 넘어서서 경제정책 전반의 측면에서 취약성을 인정하는 것으로 분명 해석될 것이다. 중국은 위안화의 급격한 평가절하를 준비하는 대신에 바스켓에 대비하여 위안화의 안정화에 대한 의지(및 능력)가 분명하게 있기 때문에, 인위적인 위안화 평가절하의 가능성은 낮다. 중간 수준의 리스크이지만, 잠재적으로는 매우 큰 악영향을 끼칠 수 있다.

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

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

[확률] 20%

분석 원자재 가격의 하락, 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. 하지만 지금은 상황이 더욱 복잡하다. 성장전망은 정기적으로 하향 수정되고 있으며, 내수수요가 하락할 리스크가 있고 경제 정책이 비효율적이게 될 것이다. 하지만 이러한 리스크는 지난 수주 동안에 낮아졌다.

시장 영향 이 시나리오는 다수의 신흥국에서 현재 겪고 있는 상태가 계속되거나 올해 초에 나타났던 추이가 더욱 악화됨을 전제로 한다. 유가 하락이 원자재를 소비하는 선진국에는 플러스 요인임에도 불구하고, 선진국들이 전적으로 이러한 영향에서 벗어나 있다고 믿는 것은 오산이다. 원자재 가격의 하락에서 신흥국 통화의 계속적인 하락 및 신흥국에서 유출되는 자본의 흐름도 고려되어야 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 역할 등과 관련하여 유럽 국가들 사이에 심각한 의견대립이 부상했다. 그리고 유럽기구의 한계가 여기에서 다시 한 번 민낯을 드러냈다. 이러한 문제가 발생하게 된 주된 이유는, 유럽조약에서는 이러한 위기(및 그 해결책)를 예상하지 못했으며(또는 예상 불가능한 것이었으며), "수렴(컨버전스)의 도그마"로 인해 유럽기구들은 이러한 리스크 시나리오를 준비하지 못했다. 이제 당면한 과제는 유럽 가버넌스(지배구조)의 부재, 예산정책의 협업 부족(비록 유럽중앙은행의 위기확산 방지의 메커니즘은 현저하게 발전되었지만 예산의 측면에서는 그렇지 못함), 국가간의 경쟁력 격차, 어려움에 봉착한 국가를 지원할 목적의 제도적 미완결성, 회원국 상호의존성 인정 실패 등에 대처하는 것이다. 간단히 말하자면, 이제 수렴(컨버전스)의 허상이 해결되어야 한다. 새로운 유럽의 위기가

리스크요인

발생한다면, 유럽연방주의에 대한 커다란 진전이 없는 한, 이는 치명적인 사건이 될 것이다. 불행히도, 영국에 대해 이루어진 양허에 대한 논의는 이러한 방향으로 진행되지 않고 있다. 이러한 양허사항들은 자신들의 견해를 크고 분명하게 내어온 다른 유럽연합 회원국들을 자극하고 있다. 유럽 연방주의 vs. 유럽에 대한 “옵트아웃(à la carte)” vs 유로화권역 붕괴라는 매우 다른 세 가지의 시나리오가 상정된다. 그리스는 여전히 우려 요인인 반면에, 브렉시트 시나리오는 유럽연합 회원국 사이에서 결속력 부족을 추가적으로 생성할 수도 있다.

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

[리스크 8] 금융 불안정성의 증가

[확률] 50%

분석 중앙은행의 조치가 금융 안정성이 복귀하도록 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. 이러한 안정성은 과소평가할 수 없는 작위적인 측면이 있다는 사실이다. 중앙은행들이 자체적으로 모든 문제(일자리, 투자, 성장 등)를 해결할 수는 없으며, 현재의 경제적 조건들이 보다 현격히 개선되지 않는다면 불안정성의 근원으로 변할 수 있는 일정 수준의 환멸/실망감이 여기에서 부상할 수도 있다.

시장 영향 이러한 상황이 발생하는 경우 변동성과 크레딧 스프레드의 상승이 예상되며, 노동시장이 약세이고 정치사회적 리스크가 큰 유럽에서는 더욱 그러하다.

[리스크 9] 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, 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. 금융위기 이후로 매매호가 차이는 (금리의 하락으로 인해) 줄어들었지만, 유동성을 반영하는(또는 유동성의 부재로 인한) 매매체결의 속도가 느려지고 거래가능물량이 크게 줄어드는 주요한 2가지 결과로 나타났다.

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 10] 장기금리 전망을 잘못 판단하는 금융시장

[확률] 70%

분석 10년물 독일국채 수익률이 0.07%로 복귀되고, 10년물 일본국채는 마이너스대(-0.12%), 미국 10년물이 하락(1.70%)하면서 이러한 리스크가 현실화되었다. 시장은 지난 3년 동안에 장기금리 상승을 너무 많이 시스템적으로 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(투자 부족, 노동시장 약사, 생산성 증가 부족 등)으로 인해서 통화정책의 정상화를 벌써 언급하는 것은 너무 이르다. 더욱이, 글로벌 유동성 과잉이 줄어들 기미를 보이지 않고 있다. 일본과 유로통화권에서는 양적완화 프로그램이 아직 완료되지 않았다. 중국과 인도 및 다수의 다른 국가는 팽창적인 금리정책을 유지하고 있다. 연준은 신중한 태도를 유지할 것이며, 영란은행은 긴축통화정책을 채택할 준비가 되지 않았다. 예산적자가 장기금리와 긴밀하게 연계되어 있지 않다고 가정하더라도, 공공적자의 광범위한 삭감은 장기금리를 낮은 수준으로 유지하도록 만들게 된다.

시장 영향 마지막으로 디플레이션 압박은 글로벌 성장 약세, 글로벌 무역 감소, 원자재 가격 하락, 인플레이션의 하락과 아무리 낙관하더라도 지체되고 있는 산업제품의 가격 등이 동반되는 것이 여전히 실질적인 현상이다. 장기금리를 낮게 유지시키는 강력한 요인들이 존재하며, 장기금리의 유일한 "가격재조정"이 나타나더라도 수익곡선은 예상보다 길게 플랫한 상태를 유지할 수도 있다.

[리스크 11] 정치적 및 지정학적 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 약화시키는 일종의 요인이 되도록 만든다. 또한 브라질과 터키와 같은 일부 국가의 국내 정치적 상황은

리스크요인

이러한 환경을 더욱 어렵게 가중시키고 있다. 이슬람 국가에 대한 대처에서 국가들의 기여 및 그 기여 유형은 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 12] 브렉시트

[확률] 50%

분석 영국(잉글랜드, 스코틀랜드, 웨일즈, 북아일랜드)은 6월 23일에 유럽연합의 탈퇴 여부에 대해 국민투표를 실시한다. 영국의 경우 유럽연합 탈퇴는 경제적 리스크를 가져올 것이지만, 단지 경제적 리스크에만 한정되지는 않을 것이다. 추정치에 따르면, GDP에 유의적으로 부정적인 영향이 예상된다. 일부 추정치에서는 영국은 GDP의 2.5%에서 9.5%를 "상실"할 것으로 보고 있으며, 영국 고용주들은 유럽연합이 GDP의 4%-5%(약 7백억 파운드) 기여하고 있는 것으로 간주하고 있다. 교역의 규모 및 비용이 영향을 받을 것이며, 특히 금융서비스, 화학, 자동차와 같이 유럽연합과 고도로 통합된 부문이 특히 영향을 받을 것이다. 브렉시트 사안에 대해서 의견이 분분함에도 불구하고 왜 대다수의 기업인들이 유럽연합 가입을 유지하거나 어떠한 상황에서도 경탈퇴를 피하는 것을 선호하는 지를 이해하는 것은 더욱 쉽다. 정치적인 측면에서는 스코틀랜드가 독립과 관련된 새로운 국민투표를 요구하는 리스크가 있다. 다른 리스크는 브렉시트 캠프가 국경을 닫으려는 보호주의자들과 무역협정의 재협상을 추구하려는 자유무역 주창자들 사이에서 크게 분열되어 있다는 점이다. 브렉시트는 유럽연합에 경제적인 측면에서는 크게 영향(가장 큰 충격을 받을 국가로는 영국과 긴밀한 관계가 있는 아일랜드이며, 룩셈부르크 벨기에, 스웨덴, 몰타, 키프러스도 영향을 받을 것으로 보임)을 미치지 않을 것으로 보인다는 사실에 유념해야 한다. 관련된 일차적 리스크는 정치적인 것이다. 다른 유럽연합 국가들이 유럽에 대한 오프아웃(Europe à la carte: 역주 - 레스토랑 메뉴판에서 원하는 것만 주문하는 방식)을 추구할 수 있다. 영국에 대해 이루어진 양허는 연대의 부족함을 드러냈으며, 일부 유럽연합 회원국들은 영국에 부여된 조치들에 대해 자신들도 관심이 있음을 선언했다. 이것은 유럽연합의 문제를 간단 명료하게 드러내고 있다. 매우 최근에 유럽연합 국가들은 (이주민, 주권, 정부권한에 대한) 양허를 부여하며, 영국이 유럽연합을 탈퇴를 막기 위한 모든 수단을 동원했다. 브렉시트 국민투표에 대한 여론조사에서는 그 결과에 대한 분명한 예측을 제공하지 못하기 때문에, 우리는 이 국민투표 결과에 대해서 전망하지 않는다. 부동산 유권자가 궁극적으로 이에 대한 최종적인 결정을 할 가능성이 크며, 그 결과는 브렉시트 찬반 양측 캠프의 지도자의 설득력에 의해 좌우될 것으로 보인다.

시장 영향 브렉시트가 현실화되는 경우, 특히 유럽연합과 관련된 전체/대부분의 무역협정이 폐기되는 경우에는 영국 파운드화 및 영국경제의 장기적 GDP에 대한 추가적인 약세가 나타날 것으로 보이며, 이러한 두 가지의 요인은 통화 현상유지를 장기간 지속시킬 수 있다. 영국 수출의 50%가 유럽연합으로 이루어지며 GDP에서 유럽연합이 차지하는 교역규모는 영국 전체 GDP의 65%(1960년대에는 20%였음)라는 사실을 기억해야 한다. 브리메인의 가까스로 이기는 경우에는 데이비드 캐머런 영국총리와 유럽 가버너스를 정치적으로 약화시킬 것이다. 경제적 및 금융적으로는 브렉시트는 초반에는 변동성의 재개와 국채 스프레드(최소한의 부문이며 그리고 이러한 부문이 유일하게 발생할 가능성이 가장 큼)가 커지는 것을 유발할 가능성이 거의 확실하다.

거시경제적 현황

		6월	리스크요인
미주			
미국	<p>경기회복은 계속될 것이지만 그 속도는 점진적으로 둔화될 것이다.</p> <ul style="list-style-type: none"> > 지금까지의 경기회복은 견고한 일자리 시장, 소비, 서비스에 의해 주도되어 왔지만, 달러화 가치 상승과 에너지 부문의 어려움에 영향을 받아서 산업 부문은 둔화되었다. 2016년 초반의 데이터에 따르면 서비스 부문의 모멘텀이 경미하게 하락했지만 산업 부문의 안정화가 시작되고 있다. 일자리 시장은 견고함을 유지하고 있으며, 임금상승의 징후가 일부 보이기 시작했다. > 2016년-2017년에 경기회복이 점진적으로 둔화될 것으로 보인다. 이는 주로 일자리 창출의 둔화(이미 거의 완전 고용의 수준 및 수익 정점에 도달한 경제)와 유가하락에서 기인한 구매력 상승의 소멸에 비롯될 것이다. > 경기둔화와 외부 리스크로 인해 긴축통화정책의 사이클은 매우 점진적으로 이루어질 것이다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 가까운 미래에는 성장 저해 (“장기 침체”)의 가능성 > 달러 가치의 과도한 상승 > 신흥국 문제의 글로벌 경제로의 확산 가능성 > 정치적 리스크 (대통령 선거) 	
브라질	<ul style="list-style-type: none"> > 2015년 리세션(불황)은 1990년 이후 가장 혹독했으며, GDP는 3.8% 감소했다. 더욱 완화적인 정책조합 (폴리시믹스)이 이행될 전망에도 불구하고, 2017년까지는 경제위기가 종결된다고 관측하기는 어렵다. > 브라질 대통령은 대통령직에서 직위 정지되었다. 새로운 정부(정치적 권위가 거의 없음)는 투자자 신뢰를 회복시키는 조치의 일환으로 여러 가지의 개혁조치(특히 재정규율 관련 사안)를 발표했다. > 브라질중앙은행 신임총재는 경제성장을 부양시키기 위해 통화완화 정책을 검토하고 있다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 필요한 것보다 낮은 수준의 통합예산관리 > 인플레이션 압박의 재부상 > 부채의 화폐화 (역주: 재정 적자를 보전하기 위해 정부가 중앙은행에 국채를 매각하는 방식) 	
유럽			
유로통화권	<p>소비에 기반한 경기회복이 진행 중이며 투자도 회복세를 나타내고 있다.</p> <ul style="list-style-type: none"> > 경기회복 내용의 개선: 1분기 기업대출 증가, 금융 및 일자리 시장 부양책, 긴축 재정계획의 종결, 구조개혁으로 발생된 효과는 2016년-2017년의 경기회복을 지속시킬 것이다. 우리는 2016년과 2017년의 GDP 성장예측을 경미하게 상향 조정했다(2016년: 1.6% vs 이전 수치 1.5%, 2017년: 1.5% vs 이전 수치 1.4%). > 하지만 국제경기 환경의 둔화와 유가/유로화 하락의 이점의 점진적인 소멸하여 경기회복의 가속화는 제한적일 것으로 보인다. 정치적 리스크(브렉시트의 가능성)이 현격하다. > 계속되는 매우 낮은 인플레이션과 높은 리스크를 배경으로 유럽중앙은행(ECB)은 매우 완화적인 통화정책을 유지할 것이다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 정치적 리스크 (난민 위기, 비제독권 정당의 부상) > 신흥국의 경제적 및/또는 금융적 어려움의 세계경제로 확산 > 디플레이션 압박의 증가 	
영국	<p>긴축재정과 잠재적인 브렉시트(영국의 유럽연합 탈퇴) 불확실성에서 촉발되는 2016년의 경기저하.</p> <ul style="list-style-type: none"> > 1분기의 경제성장률은 둔화되었으며, 특히 올해 초 이후로 실업률이 매우 낮음에도 불구하고 기업환경이 현격하게 저하되었다. > 수개월 전에 예상되던 규모보다는 줄어들었지만 공공적 자 삭감을 목표로 하는 긴축재정의 조치는 2016년 경제성장에 약간의 제동을 걸 것으로 보이며, 브렉시트 국민투표는 기업환경에 그림자를 드리울 것이다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 2016년 6월 23일로 예정된 브렉시트 국민투표 > 여전히 매우 높은 수준의 공공적자와 경상수지적자 	
아시아			
중국	<p>중국: 2016년 및 2017년 글로벌 경제의 성장 엔진</p> <ul style="list-style-type: none"> > 우리는 중국에서 경제둔화가 바닥을 친 상태가 지속 가능하지만 경기회복이 U형태로 될 가능성은 낮다고 믿고 있다. > 이는 2015년의 공격적인 정책완화의 지체효과 때문이며, 그러므로 추가적으로 공격적 통화완화 및 재정완화를 이행할 가능성도 있다. > 중국 위안화(RMB)는 2016년 글로벌 자본시장에서 불확실성 요인으로 남아있다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 2016년 및 2017년 글로벌 경제의 성장 엔진 > 2016년 글로벌 자본시장에서 불확실성 요인으로 남아있는 위안화 	
인도	<p>인도: 2016년 아시아의 지속적 성장 엔진</p> <ul style="list-style-type: none"> > 인도는 지속적 경제성장률 향상의 방향으로 나아가고 있다. > 2016년에는 우호적인 문순의 가능성이 높은 것으로 보이며, 이로 인해 인플레이션 완화는 지속 가능할 것으로 보인다. > 우리는 인도중앙은행(RBI)이 완화적 통화정책을 시장의 예상보다 오랫동안 큰 규모로 유지해야 할 것으로 믿고 있다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 인도 경제성장이 가속화될 징후 > 인플레이션 완화의 지속가능성 	
일본	<p>부가가치세 인상 연기: 2016년 성장률에는 부정적이지만 2017년 성장률에는 긍정적이다.</p> <ul style="list-style-type: none"> > 부가세 인상의 연기로 인해서 소비는 보다 일반적인 추이를 지속할 것으로 보인다. 그 결과 우리는 2016년 경제성장률 예측을 +0.6% (vs. 이전 수치 +0.8%)로 낮추었으며 2017년은 +0.8% (vs. 이전 수치 0.5%)로 높였다. > 중기적으로는 재해의 복구 작업이 견고한 노동시장과 결합되어 기업투자를 뒷받침하게 될 것이다. 임금 상승이 소비를 뒷받침할 것으로 예상된다 	<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 최저점에 이르렀지만, 노동시장의 견고함은 유지되고 있으며, 임금 관련 긴장이 나타나기 시작했다. 산업 부문은 2015년 하반기의 소프트패치(경제성장기의 일시적 둔화) 이후에 안정화되고 있는 반면에, 지금까지 경기회복을 떠받쳐 준 견고한 가구 소비의 서비스 부문이 둔화되는 징후가 나타나기 시작했다.
- **일본:** 디플레이션에서 느린 속도로 탈출. 가구는 인상된 물가에 적응해야 한다. 임금 상승은 지속적인 경기회복의 핵심적 사안이지만, 중국의 경기둔화는 기업 신뢰도를 끌어내리고 있다.
- **유로통화권:** 경기회복이 계속되고 있으며, 기업투자의 반등 덕분에 경기회복의 내용도 개선되었다. 유로통화권 내부의 경기주기 요인은 우호적이지만, 신흥국 시장의 경기둔화에 대한 외부 리스크 노출이 증가하고 있다.
- **브라질:** 2015년에 -3.8%의 리세션을 겪었으며, 이는 1990년(안정화 계획의 이행 이전) 이후 가장 혹독한 불황이었다. 2016년의 이월 성장률(growth carryover)은 -2.5%이지만, 우리는 성장을 예측을 2016년 -2.5%, 2017년 -0.5%를 당분간 유지하는 것을 선호한다. 이는 올해 심각한 리세션(-3.7%)이고 2017년 플러스 성장으로 돌아선다는 컨센서스 견해와 달리한다. 우리는 노동시장 약화의 부담으로 인해 인플레이션이 하락할 수 있으며 공공지출 삭감이 기대했던 것보다 낮은 수준으로 귀착될 수 있다고 믿고 있다.
- **러시아:** 연별 평균 수치에 근거하는 경우에 2015년의 리세션은 우리가 예상했던 것보다 덜 심각했지만, 현재까지 관찰된 추이는 빠른 경기회복이 있음을 보여주지 못하고 있다. 게다가 유가는 극도의 변동세를 보이고 러시아 중앙은행은 통화완화의 사이클로 진입하기에는 인플레이션 리스크가 여전히 너무 높아 보인다. 그렇기 때문에, 우리는 2016년 -1.8%의 확연한 리세션이 있을 것이라는 예측을 계속 유지한다.

연평균 (%)	실질 GDP 성장. %			인플레이션 (CPI, 전년대비 %)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
미국	2.4	2.0	1.8	0.1	1.5	2.0
일본	0.5	0.6	0.8	0.8	0.7	1.7
유로통화권	1.6	1.6	1.5	0.0	0.4	1.1
독일	1.5	1.6	1.5	0.1	0.5	1.4
프랑스	1.1	1.4	1.3	0.1	0.4	1.1
이탈리아	0.8	1.2	1.5	0.1	0.2	1.4
스페인	3.2	2.6	1.4	-0.5	0.0	1.1
영국	2.2	1.8	2.0	0.1	0.8	1.6
브라질	-3.8	-2.5	-0.5	9.0	6.8	6.0
러시아	-3.7	-1.8	0.8	15.5	10.0	8.5
인도	7.3	7.4	7.2	5.2	5.4	5.0
인도네시아	4.8	5.0	4.8	6.4	6.8	6.8
중국	6.9	6.0	5.8	1.4	1.2	1.0
터키	3.8	2.6	3.0	7.7	7.5	7.0
선진국	1.9	1.7	1.6	0.2	1.0	1.6
신흥국	4.1	3.9	4.1	4.0	4.3	3.7
전세계	3.1	2.9	3.1	2.4	2.9	2.8

출처: Amundi Research

기준금리 전망

- **연준:** 2016년에 금리인상은 이번 여름에 한 차례를 포함하여 아무리 많아야 2번만 있을 가능성이 크다. 인플레이션은 상승될 것으로 예상되며, 이는 연준이 긴축통화정책 사이클을 계속하려는 주장의 근거를 제공하게 될 것이다. 그럼에도 불구하고 거시금융적 상황이 악화되는 경우에 연준은 더욱 신중한 포지션을 취할 것이다.
- **유럽중앙은행:** 지난 3월 10일의 발표는 과감한 조치였다. 2017년 3월 이후의 양적완화 방법에 대한 문제가 제기될 때 유럽중앙은행 정책은 시장 테마가 다시 될 것이다.
- **일본은행:** 부진을 벗어나지 못하는 경기상황, 인플레이션의 약세 전망, 엔화의 평가절상 등을 고려하는 경우, 2016년에 새로운 완화조치를 시행할 수도 있다.
- **영란은행:** 2016년에는 금리를 인상하지 않을 것이며, 국민투표에서 영국이 유럽연합을 탈퇴하는 결과가 나오는 경우에는 금리를 인하할 수도 있다.

	2016-06-07	Amundi + 6개월	컨센서스 2016년 4분기	Amundi + 12개월	컨센서스 2017년 2분기
미국	0.50	0.75	0.85	1.00	1.15
유로통화권	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
일본	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
영국	0.50	0.50	0.55	0.50	0.80

장기채권수익률 전망

- **미국:** 매우 제한적인 연준의 긴축적 통화정책, 만기가 돌아오는 미국 재무성 증권에 대한 연준의 재투자, 유럽 투자자의 포트폴리오 재배분 등은 장기수익률의 유의한 상승에는 우호적이지 않다. 수익률곡선은 계속 플랫트닝하게 될 것이다.
- **유로통화권:** 유럽중앙은행의 양적완화와 연계되어 장기채권수익률에 대한 하방압박이 당분간 지속될 것이다. 우리는 주변국가 채권을 선호한다.
- **영국:** 브렉시트(유럽연합 탈퇴)의 공포가 영국 경제의 둔화와 부분적으로 관련이 있으며, 이는 영란은행(BoE) 정책에 대한 재평가와 장기수익률의 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					
	2016-06-07	Amundi + 6개월	컨센서스 2016년 4분기	Amundi + 12개월	컨센서스 2017년 2분기
미국	0.80	0.80/1.00	1.11	1.00/1.20	1.42
독일	-0.54	-0.40/-0.20	-0.43	-0.40/-0.20	-0.36
일본	-0.24	-0.20/0.00	-0.29	-0.20/0.00	-0.29
영국	0.34	0.40/0.60	0.89	0.60/0.80	1.26

10년 채권수익률					
	2016-06-07	Amundi + 6개월	컨센서스 2016년 4분기	Amundi + 12개월	컨센서스 2017년 2분기
미국	1.74	1.80/2.00	2.12	1.80/2.00	2.40
독일	0.08	0.20/0.40	0.43	0.40/0.60	0.69
일본	-0.12	0.00/0.20	-0.08	0.00/0.20	0.02
영국	1.28	1.40/1.60	1.79	1.40/1.60	2.06

통화 전망

- **EUR:** 향후 수개월 동안에는 유로화의 상대적인 안정을 예상된다.
- **USD:** 미국 달러화는 2014년 중반 이후에 실효적으로 20% 이상 평가 절상되었다. 트레이드 가중치의 USD는 지난 1월에 이미 정점을 찍었을 가능성이 크다. 연방공개시장위원회(FOMC)가 연방기금금리를 인상을 원한다는 사실이 USD를 몇 주 동안은 끌어올릴 수는 있지만, USD의 지속적인 평가절상을 이끌 기폭제의 요소는 없다.
- **JPY:** 위안화 강세를 제한하려는 중국의 의지와 금융시장의 변동성은 엔화에 대한 롱포지션에 우호적이다. 일본 당국은 엔화 평가절상이 과도하게 강세를 보일 경우에 개입할 것으로 보인다.
- **GBP:** 브렉시트의 공포와 영국 경제의 둔화는 파운드화의 급락을 촉발했다. 우리는 파운드화에 대해 중립적 포지션이지만, '유럽연합 탈퇴'로 투표결과가 나오는 경우에 파운드화는 어려움을 겪을 수 있다.

	2016-06-07	Amundi + 6개월	컨센서스 2016년 4분기	Amundi + 12개월	컨센서스 2017년 2분기
EUR/USD	1.14	1.10	1.10	1.10	1.12
USD/JPY	108	110.00	115.00	110.00	113.50
EUR/GBP	0.78	0.75	0.74	0.75	0.74
EUR/CHF	1.10	1.10	1.11	1.10	1.14
EUR/NOK	9.24	9.10	9.16	9.00	9.23
EUR/SEK	9.23	9.10	9.16	8.90	9.23
USD/CAD	1.28	1.30	1.30	1.30	1.28
AUD/USD	0.74	0.75	0.72	0.75	0.72
NZD/USD	0.69	0.65	0.65	0.65	0.66