

자산배분

확신사항

PHILIPPE ITHURBIDE, Research, Strategy and Analysis 글로벌 헤드

도널드 트럼프의 미국대통령 당선은 금융시장에 다음과 같은 몇 가지 주요한 영향을 주었다.

- 첫 번째로, 경제성장률 전망에 대한 재평가(repricing), 인플레이션 기대감 및 채권수익률의 명백한 상승이 있었으며, 이는 장기 정체와 인플레이션의 종말에 대한 논의가 지배하던 이전의 환경에서 특히 유의성을 가진다. 문제는 이러한 재평가가 단기적으로만 정당화되는지, 아니면 장기적으로도 정당화되는지의 여부이다. 간단히 말하면, 우리는 현재의 성장 사이클의 연장(즉 성장의 둔화)을 목도하고 있는가? 아니면 신선하고 새로운 성장 사이클이 시작되고 있는가?
- 더욱이 완화적 통화정책과 각국 정부가 바라는 성장정책 강화가 전세계를 지배하고 있는 상황에서, 처음에는 통화정책의 수행에 대해서, 그리고 가장 최근에는 규제(은행업 포함)에 있어서 현재의 연준이 행하는 역할("용납할 수 없는 것"으로 간주)에 대한 새 미국 행정부와 연준 사이에 강력한 긴장관계가 부상하고 있다. 재닛 옐런 연준의장이 2018년에 연임될 가능성이 낮을 것이라는 사실과 별도로 연준과 트럼프 행정부 사이의 긴장관계의 상승이 시장에 변동성을 증가시킬 것으로 예상할 수 있다.
- 보호주의에 대한 논쟁도 역시 심각하게 우려되는 사안이다. 이 같은 논쟁들은 경제확대의 측면에서 낙관주의를 저해하는 내용들로 가득 차 있다. 이러한 논쟁의 테마는 상품교역이 급격하게 줄어드는 시기와 일치하고 있으며, 무역의 확대는 개방을 대표적 특성으로 하는 외교정책과 동반된다는 사실을 잘 알려진 사실이다. 경제적 자기중심주의는 국제관계에서 좋은 전조가 되지 못한다. 미국의 보호주의적 경향은 중국(자본통제를 이미 강화했음), 멕시코 및 심지어는 일본과의 외교적 및 경제적 긴장관계로 전환되었다.

전체적인 우리의 평가:

- 지금 단계에서는 현재의 성장 사이클의 연장을 활용하는 것이 합리적이며... 새로운 성장 사이클에 진입하거나 경제잠재성장률이 개선된다고 믿는 것은 당분간 과도하다. 미국의 경제성장률, 관대한 재정 및 세금정책에서 혜택을 입을 것임에도 불구하고, 보다 견고한 새로운 성장 사이클로 진입하지는 않을 것으로 보인다. 하지만, 주식시장에 새로운 자극제를 부여할 조세관련 결정에 세심하게 주목할 필요가 있을 것이다.
- 그럼에도 불구하고, 상황은 다시 한 번 주식시장에 우호적이게 되었으며, 특히 미국 내수 테마(중소형주, 내수수요 관련주 및 경기주기 부문)에서 그러하다. 하지만, 가치 평가의 측면에서 유망하며 특히 리스크가 덜한 것으로 보이는 유럽시장에서 혜택을 받기 위해서 우리는 이러한 익스포저를 줄였다. 도널드 트럼프의 대통령령당선 이전에 우리는 미국시장(대형주와 중소형(SMID)주)의 가치평가가 과도하다고 간주했다. 즉, 우리는 새로운 성장 사이클이 발생하고 이에 따른 수익이 있다고 믿지 않기 때문에 이러한 판단은 현재도 유효하다. 다음 번의 기업실적 발표(3월 중순)가 이와 관련된 "치안판사(Justice of the Peace)"의 역할을 할 것으로 보인다. 일본, 미국, 유럽에서 지금의 국가별 자산배분은 거의 대등하지만, 우리는 현재 유로 지역을 경미하게 더 선호한다. 미국에서는 "질" 요인과 그리고 다른 지역에서는 "가치" 요인이 우리의 자산배치에서 전면으로 회귀하였다.
- 회사채에도 동일한 판단: 우리의 포트폴리오는 미국과 유럽 모두에서 이 자산종목에 투자비중확대 포지션이다. 하지만 미국 기업들의 레버리지

“
근년 동안에 새롭게 부각된 사안: 연준과 미국 행정부 사이의 긴장관계”

“
경제적 자기중심주의는 국제관계와 글로벌 경제성장에 좋은 징조가 되지 못한다”

“
미국: 지금 단계에서는 현재의 성장 사이클의 연장을 활용하는 것이 합리적이며... 새로운 성장 사이클에 진입하거나 경제잠재성장률이 개선된다고 믿는 것은 당분간 과도하다”

“
주식시장: 일본, 미국, 유럽에서 우리의 국가 선택의 비중은 거의 대등하지만, 우리는 현재 유로 지역을 경미하게 선호한다”

2017년 2월

수준을 고려하는 경우 미국채권은 유럽 기업에 비교하여 금리인상과 채권수익률 상승에 더욱 취약한 상태라는 사실에 유념해야 한다.

- **미국 채권수익률의 상승은 지속되지 않음:** 체제의 변화가 아니라 일군의 변동 폭의 변화를 경험하고 있다. 특히 유럽이나 일본과의 금리 격차나 기간프리미엄(term premiums)은 미국 국채의 금리를 곧 끌어내릴 것이다. 여기에서 제공되는 캐리가 특히 흥미롭지만, 이는 또한 신흥국 세계나 유럽에서 어려움이 발생하는 경우에 대비할 수 있는 매크로-헤징이라는 자연적인 특성도 가지고 있음을 유념해야 한다.
- **미국 채권수익률이 천천히 그리고 일시적으로 상승하고 있는 환경에서 유럽의 장기금리의 급작스러운 상승을 기대할 수는 없다.** 특히 유럽중앙은행은 유로통화권 전체의 순발행 물량보다 훨씬 초과하는 수준으로 채권의 매입을 계속하고 있다. 유럽중앙은행이 양적완화를 종료하게 된다면, 독일 10년물 채권수익률과 주변국 채권수익률은 급상승(독일채권은 그 균형가치에 상응하도록 +150bp 상승, 주변국가들은 250bp ~ 350bp 상승)하게 되고 이는 채권시장 위기라고 말할 수 있다. 유럽중앙은행의 양적완화 종료에서 비롯되는 이러한 리스크는 2017년에는 발생하지 않겠지만, 정치적 리스크는 (독일에 대비한) 채권스프레드를 지난 2년 동안 가장 높은 수준으로 유지시키고 있다. 네덜란드, 이탈리아, 프랑스 선거의 핵심 쟁점은 유럽의 미래에 관련된 사안이며, 이로 인해 모든 스프레드(가산금리)가 영향을 받게 될 것이다. 부채상환능력이 낮거나 정치적 불안정성이나 불확실성이 높은 국가는 피한다.
- **미국에서는 주로 원자재 가격의 상승의 결과로 비롯된 인플레이션이 상승했으며, 이로 인해 인플레이션 기대감과 연준의 금리인상 확신감이 확산되었다.** 물가상승은 연준의 목표(2%)를 곧 넘어설 것으로 보이며, 인플레이션 상승이 계속될 것이라는 공포가 다시 주요 테마가 되었다. 이러한 공포는 현 성장사이클의 단계에서는 대체적으로 과장되었지만, 인플레이션 연계채권을 면밀하게 주시하기에는 충분한 수준이다. 이 자산종목이 가지고 있는 매크로-헤징의 특성으로 인해 우리는 이러한 시장에 복귀하기로 2016년 1분기에 결정했다. 당시에 이 자산종목은 극도로 저평가되었던 것으로도 간주되어 매력적이었으며 포트폴리오에서의 투자비중이 낮았기 때문이다. 우리는 이제 이 종목 자체의 펀더멘털과 관련된 이유로 투자한다. 그리고 그 이유에는 인플레이션 사이클과 유가상승도 포함된다. (유가와 관련되어서는 단기적인 만기의 이유)
- **연준은 금리인상에 공격적이지 않을 것이다.** 여전히 통화정책 정상화 사이클에 진입하지 않았으며, 현재는 연준이 1995(한 해 동안 +300bp) 년이나 2004년(두 해 동안 +425bp)에 이를 시작했던 것과는 매우 상이한 상황이다. 연준은 전략적 옵션의 여지를 회복시키기 위해 현재의 상황(성장률, 경제정책, 인플레이션 기대감의 “재평가(repricing)”)을 활용할 것이 분명하지만, 다수의 긴축통화정책의 수행을 허용하는 효과적인 조건(잠재경제성장률, 기업의 부채규모, 인플레이션...)이 갖추어지지 않았다. 우리는 2017년에 두 차례의 금리인상을 예상한다.
- **도널드 트럼프의 미국대통령 당선으로 인해 많은 신흥국 시장 투자자들이 (정치적 긴장관계 발생, 보호주의적 조치에 대한 공포, 정치적인 전면 공격 등으로 인해) 떠났고 우리도 이에 따라 신흥국 시장에 대한 익스포저를 줄였지만, 우리는 중기적으로 신흥국 시장이 투자가치가 있는 많은 자산을 있다는 견해를 계속 유지한다.** 매력적인 가치평가, 저평가된 통화, 포트폴리오에서 낮은 투자비중, 잠재적으로 높은 수준의 자본 유입 등 모든 요인들이 긍정적인 전망의 유지를 정당화시키고 있다. (자세한 내용은 중국에 대해서는 지난 1월호의 10~11 페이지, 신흥국 시장 전반에 대해서는 11~12 페이지를 참조할 것) 우리는 2017년 이러한 시장에서 양호한 실적을 예상한다. 현재 우리는 신흥국 통화, 신흥국 주식 및 채권 상품에

“
회사채시장: 투자비중확대 유지”

“
미국 채권수익률은 지속적으로 상승하지는 않을 것이며, 이미 이러한 채권의 캐리와 매크로-헤징의 특성 중의 일부가 부각되고 있다”

“
유럽: 독일의 채권수익률의 강력한 상승을 기대할 수 없지만, 정치적 맥락을 고려하는 경우 국채의 스프레드(가산금리)가 보다 확대될 것으로 예상된다”

“
인플레이션과 연계된 채권: 우리의 투자는 유럽증권만큼의 물량을 미국증권에도 두었다”

“
연준: 2017년에 두 차례의 금리인상이 있을 것으로 보이지만, 실질적인 통화정책 정상화는 여전히 아니다”

2017년 2월

대한 익스포져 수준이 낮다. 하지만 우리는 현지화표시 채권을 억제하고
경화표시 채권을 선호한다. 현지화표시 채권은 잠재력이 크지만... 이는
향후에 결정되어야 할 사안이다.

- 성장전망 역동성의 분화, 미국과 일본/유럽 사이의 스프레드(가산금리)의
상승, 통화정책의 상이한 지향성을 고려하여 우리는 USD에 대한 롱포지션을
유지한다. 더욱이, 보호주의적 조치에 대한 공포가 남아있는 동안에는
신흥국 통화약세가 실질적으로 반전되지는 않을 것이다.
- 매크로-헤징 정책은 유지된다. 전세계 지정학적 상황, 미국과 일부 주요 국가
(중국..) 사이의 외교적 긴장관계, 유럽의 정치적 상황이 일부 보호조치들의
유지를 정당화시키다. 이러한 관점에서 미국 재무성증권시장, 변동성, USD
의 현금, 인플레이션 연계채권이 특히 흥미롭다. 심각한 경고 징후에 보다
지중하는 투자자들은 금에 롱포지션을 두는 것도 핵심적인 사안이 되었다.



USD에 롱포지션 유지는 현재의
맥락에서 적절한 것으로 보임



변동성이 증가하는 상황에
대비하는 보호조치 유지

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"> • 미국 주식과 대비하여 유로통화권 주식 선호 • 유럽 부문: 의료 부문에 투자비중확대, 부동산투자신탁(REIT)에 중립, 은행, 그리스, 포르투갈에 투자비중축소 • 미국 부문: <ul style="list-style-type: none"> - 경기관련주, 금융주, 중소형주(내수관련주 플레이)에 투자비중확대 - 글로벌 무역 플레이에 투자비중축소 • 신흥국 시장: 글로벌하게 신중한 포지션. 신흥국 내부: <ul style="list-style-type: none"> - 투자비중확대: 인도, 페루, 필리핀, 러시아, 멕시코 - 투자비중축소: 중국, 대만, 그리스, 터키, 남아공, 브라질 • 신흥국 통화에 급격히 하향 조정된 포지션 	<ul style="list-style-type: none"> • 위험자산에 경미한 투자비중축소 • 미국국채의 투자비중축소 • 유로 크레딧 감소에서 투자비중확대 포지션 • 미국 크레딧에서 투자비중확대 포지션 • 유럽 금융주에 롱포지션 (하지만 선별적 접근 유지) • 듀레이션: 글로벌적으로 중립에서 숏듀레이션으로, 단 마이너스 수익률 부문에 숏바이어스 • USD, GBP, JPY에 숏듀레이션 • 미국과 유로통화권의 실질채권에 롱포지션 • 이머징국가 채권: <ul style="list-style-type: none"> - 경화표시의 채권 선호 (USD에 롱포지션) - 현지화표시 채권 상품에 현저한 투자비중축소 • EUR 및 JPY에 비교하여 USD에 롱포지션 • 원자재수출의 신흥국 통화에 거의 롱포지션을 취하지 않음 	<ul style="list-style-type: none"> • “가치” 요인과 유럽 금융채권에 롱포지션 • 일본 주식에 대해 전반적인 긍정적 포지션 (JPY 환헤지) • 신흥국 통화, 신흥국 채권 (및 신흥국 주식)에 롱포지션 거의 취하지 않음 • 경화표시 신흥국 채권에 현저한 선호도 • 유로통화권 핵심국에 대비하여 주변국 채권에 투자비중확대 유지 (이탈리아 제외) • 미국국채에 대한 롱포지션(캐리 및 매크로-헤징 목적) 유지 • 회사채: HY와 IG에 긍정적, 특히 미국에서 • 손익평형 인플레이션에 긍정적 견해 (모든 지역)

자산배분

이번 달의 토픽

장기금리: 체제의 변환인가? 아니면 변동 폭의 변환인가?

PHILIPPE ITHURBIDE, Research, Strategy and Analysis 글로벌 헤드

우리는 도널드 트럼프 미국대통령 당선 이후에 채권수익률 상승으로 귀결된 이유를 여러 번 분석해 왔다. 미국 경제성장에 우선순위, 연준의 전략적 옵션의 여지를 확보하고 금리인상의 진행을 가능하게 하는 인플레이션이 연준 목표를 상회하는 시기에 재정정책과 세금정책의 방향을 역전시킬 전망 등이 이에 해당된다.

이러한 모든 요인들은 자연스럽게 미국과 유럽 사이의 스프레드(가산금리)를 전체 곡선 상에서 넓혔다. 유럽의 (국채 및 회사채 모두에 있어서) 채권수익률은 2016년 마이너스대에 진입했지만, 미국에서 장기금리의 상승은 그 상황을 변화시켰다. 유럽의 크레딧 유니버스(국채, 준국채, 회사채, 금융채)의 50% 이상이 9월에도 여전히 마이너스대 수익률을 내었던 반면에, 연말에는 그 비율이 25%로 하락했다.

트럼프의 미국대통령 당선 이후에 채권수익률의 상승은 놀라운 사실은 아니지만 핵심적인 의문이 부상하게 되었다. 수십 년 동안에 이끌어 온 근본적인 추이가 급격히 반전되는 상황이 진행되고 있는가? 비정상적인 저금리의 시대가 종료되고 있는가? 또는 이는 정기적으로 나타나는 많은 조정 중의 하나에 “불과”한가? 이는 체제의 변환인가? 수준의 변경인가? 아니면 변동 폭의 조정인가?

하지만 미국 채권수익률이 유럽 채권수익률에 미치는 영향도 간과되지 않아야 한다. 수익률 상승은 다음과 같은 8가지 원인에서 비롯될 수 있다.

1. (실질적 및/또는 잠재적) 성장전망에서 유의한 수준의 회복.
2. 완화적 금리정책의 축소.
3. 양적완화의 종료.
4. 인플레이션의 회복.
5. 예산정책 및 재정정책에서 현저한 급선회.
6. 상환능력에 대한 문제 (공공부채에 대한 의구심, 리스크프리미엄의 상승..).
7. 포트폴리오 포지션의 반전 (저금리 환경의 종료 신호).
8. 유럽의 채권수익률과 관련하여, 미국 채권수익률보다 높거나 미국과 높은 상관관계를 나타냄.

그렇다면 지금은 어떠한 상황인가? 미국의 경우에는 1, 2, 4, 5, 7의 요인들이 분명 채권수익률 상승의 원인이다. 유럽의 경우에는 앞의 세 가지 요인들은 (아직) 현실화되지 않았으며, 네 번째 요인은 아직까지는 우려사항이 아니다. 다섯 번째의 요인은 현실화되었지만, 유럽이 아니라 미국에서만 나타나고 있으며... 앞의 네 가지 요인들에 영향을 줄 것이다. 세금정책과 재정정책에 대한 논쟁은 금리 및 채권수익률에서 중요성을 가진다. 여섯 번째(특히 정치적 상황)와 일곱 번째 요인은 면밀하게 모니터링되어야 한다. 여덟 번째 요인만이 현재로서는 가장 신뢰성이 높으며, 앞서 언급한 요인들과 더불어서 수익률을 상승시키고 있다.

상기 표에서 도출되는 5가지 결론:

1. 새로운 성장사이클의 부상이 부재한 상황에서, 미국 채권수익률은 1.5%~3%의 변동폭 이내로 유지될 것이다.

핵심요약사항

트럼프의 미국대통령 당선 이후에 채권수익률의 상승은 놀라운 사실은 아니지만 핵심적인 의문이 부상하게 되었다. 수십 년 동안 견인해 온 근본적인 추이(예: 채권수익률의 하락)가 급격히 반전되는 상황이 진행되고 있는가? 비정상적인 저금리의 시대가 종료되고 있는가? 또는 이는 정기적으로 나타나는 많은 조정 중의 하나에 “불과”한가? 이는 체제의 변환인가? 수준의 변경인가? 아니면 변동 폭의 조정인가? 채권수익률 상승의 일반적/특정적 유발요인을 분석한 이후 다음과 같은 5가지 결론에 도달하게 된다.

- I. 새로운 성장사이클의 부상이 부재한 상황에서, 미국 채권수익률은 1.5%~3%의 변동폭 이내로 유지될 것이다.
- II. 유로핵심국가 채권수익률이나 일본금리에는 체제 변화가 없다. 성장률과 인플레이션 수준 및 시행 중인 통화정책이 이를 정당화할 수는 없다.
- III. 미국에서의 체제의 변화에 대한 기대감이 낮게 유지될 것이기 때문에 미국 금리의 확산은 제한적일 것이다.
- IV. 양적완화의 중단만이 유로지역의 채권수익률의 수준을 현저하게 영구적으로 변화시킬 가능성이 큰 것으로 보인다.
- V. 마지막으로, 다른 한 편으로는 유럽의 선거와 이와 관련된 불확실성이 주변국 채권의 스프레드(가산금리)의 수준에 변화를 유발할 만큼 충분히 중요성을 가진다.



트럼프 미국대통령 당선 이후의 채권수익률 상승은 놀라운 사안은 아니지만... 이러한 상승은 지속 가능할까?



2017년 2월

- II. 유로핵심국가 채권수익률이나 일본금리에는 체제 변화가 없다. 성장률과 인플레이션 수준 및 시행 중인 통화정책이 이를 정당화할 수는 없다.
- III. 미국에서의 체제의 변화에 대한 기대감이 낮게 유지될 것이기 때문에 미국 금리의 확산은 제한적일 것이다.
- IV. 양적완화의 중단만이 유로지역의 채권수익률의 수준을 현저하게 영구적으로 변화시킬 가능성이 큰 것으로 보인다.
- V. 마지막으로, 다른 한 편으로는 유럽의 선거와 이와 관련된 불확실성이 주변국 채권의 스프레드(가산금리)의 수준에 변화를 유발할 만큼 충분히 중요성을 가진다.

“미국 금리상승의 유럽 장기금리에 대한 영향은 간과되지 않아야 한다”

결론

상기해야 할 3가지 사안:

- 2016년의 유럽의 채권시장은 초저가치의 수준으로 점차적으로 더욱 기능장애의 상태가 되었으며, 이는 정상적인 펀더멘탈 가치를 전혀 반영하지 못하고 가장 커다란 리스크였다. 특히 양적완화 프로그램의 결과로서, 채권시장은 고장난 기업계와 같이 신뢰할 수 없는 (가격, 수익률, 변동성) 수치를 제공하고 있으며, 리스크(상승 vs. 하락)는 완전히 비대칭적이 되었다.
- 유럽의 채권시장은 미국 채권수익률에 의해 좌우되지만, 유럽중앙은행의 양적완화정책의 덕도 보고 있다. 양적완화가 종료된다면, 독일 국채(Bund)의 수익률은 약 150bp(시세와 손익평형 수준 사이에서 현재의 격차) 상승하고, (독일에 대비한) 주변국 국채스프레드는 250bp~350bp 상승할 것이다. 일부 국가의 경우, 채권수익률은 두 배 이상이 될 것이다! 실질적인 금융위기의 상황... 또는 채권시장의 붕괴가 된다!
- 인플레이션 연계채권에 대한 관심의 재부상이 이를 확인시켜 주고 있다. 현재의 구성은 지난 수개월 동안 이 자산종목을 강조해 왔다. 이는 장기간 동안 무시되었던 자산종목으로 국제 포트폴리오에서 매우 낮은 투자비중을 차지하고 있으며, 따라서 매력적인 가치를 갖는다. 여기에다 석유를 필두로 원자재 가격의 상승이 더해졌으며, 이는 특히 단기듀레이션 연계채권에 뚜렷한 영향을 주었다. 인플레이션 지표연계채권은 물가지표의 인상으로부터 보호받는 우수한 상품일 뿐만이 아니라 가치평가의 측면에서도 매력적인 자산이다.

2017년 2월

아래의 표는 상기에서 언급한 채권수익률 상승을 유발하는 다양한 요인에 대한 분석을 제공하고 있다.

미국과 유로통화권에서 채권수익률 상승을 유발하는 요인		
유발요인	미국	유로통화권
I. (실질적 및/또는 잠재적) 성장전망에서 유의한 수준의 회복	성장을 전망은 개선되었지만 잠재성장률은 여태까지 변경되지 않았다. (잠재성장률 2% 미만 유지) 향후의 세금관련 조치(특히 법인세)는 투자 및 주식시장에 새로운 자극제를 부여할 가능성이 높다. 우리는 성장전망이 지속적으로 개선될 것으로 예상하지 않는다. 이러한 사항은 채권 변동성 증가에 우호적이다.	경제적 상황은 단계적으로 개선되고 있지만, 경제적 상황을 반전시키거나 낮은 인플레이션, 양적완화, 금리정책의 영향들을 보상시키기에는 충분하지 못하다.
리스크	단기적 중간, 중기적 낮음	단기적 낮음, 중기적 낮음
II. 완화적 금리정책의 축소	연준은 전략적 옵션의 여지를 회복시키기를 원하지만, 지금으로서는 이러한 바람을 성취할 수는 없다. 연준은 2017년에 금리를 두 차례 인상할 수 있을 것이다. 이는 연준의 통화정책의 실질적 정상화는 여전히 아니다.	유럽중앙은행은 수년 동안 저금리 정책을 유지할 것이다. 금리가 마이너스대에서 탈출하는 것이 긴축적 통화정책으로 회귀한 것으로 해석되지는 않아야 한다.
리스크	2017년에 금리정책 정상화의 리스크는 낮음, 하지만 긴축적 통화의 효과적인 추구.	금리인상의 리스크는 낮음.. 단 유럽중앙은행이 마이너스대 금리를 탈출하기를 원하는 경우만 해당.
III. 양적완화의 종료	연준은 자산매입 프로그램을 중단했지만, 만기로 돌아오는 증권/채권에 대한 재투자자는 계속하고 있다. 분명히 연준의 그 매입규모 (즉 재투자 규모)에는 변화가 없다. 이러한 전략의 변경은... 특히 주식시장에 강력한 부정적인 메시지가 될 수 있다.	유럽중앙은행은 현재의 자산매입 프로그램을 연장하기만 결정했다. 양적완화의 종료에 대한 논쟁이 정기적으로 재부상되고 있지만, 이는 금리체제의 변화보다는 금리변동성의 체제에 변화를 유발할 가능성이 더욱 크다. 하지만 이와 관련하여 유념할 사항이 있다. 양적완화가 시기상조적으로 종료되는 상황은 채권시장의 붕괴와 비슷(채권수익률 상승, 유로화권역 회원국가들 사이에 스프레드(가산금리) 증가, 변동성 증가)할 것이다.
리스크	중간.	2017년에는 없지만, 불가피하게 논쟁의 주제로 부상됨.
IV. 인플레이션의 회복	인플레이션은 상승되고 있고, 이는 팩트이지 위협요인은 아니다. 특히 모두가 인플레이션 상승이 바람직한 상황이라고 동의하는 현 상황에서는 위협요인이 아니다. 인플레이션 기대감으로 인해 연준은 금리인상을 할 수 있을 것이다. 채권수익률은 더 높게 상승한다	공급이나 수요의 측면 모두에서 가시적인 인플레이션 압박은 없다.
리스크	낮음.	매우 낮음.
V. 재정정책과 세금정책의 주된 전환	트럼프 행정부는 재정정책과 세금정책을 통해 경제성장을 부양시키려는 바람을 가지고 있다. 이러한 조치들(의회 통과가 필수)의 확대를 과대평가하지 않아야 하며, 이러한 조치들의 채택과 경제활동에 미치는 영향 사이의 시간 간극도 과소평가하지 않아야 한다.	금리하락은 유럽의 정부들에게 선택 옵션의 여지를 제공해 주었고 중요한 선거들이 임박하고 있다. 다수의 국제기구들(IMF, OECD...)가 이러한 전략적 선택 옵션의 여지 활용을 권고하고 있다. 하지만 대규모의 재정적 부양책이 있을 가능성은 낮다.
리스크	중간 수준이지만 진행 중임.	매우 제한적.
VI. 상환능력에 대한 문제 (공공부채에 대한 의구심, 리스크프리미엄의 상승..)	다른 많은 국가들과는 달리 미국은 공공부채를 관리하지 않지만, 미국의 통화인 달러화는 주요한 외환 보유통화이다. 이러한 사실이 보호적인 요인이다. 달러화 자체에 대한 의구심이 부재하기 때문에, 이러한 리스크를 과대평가하지 않아야 한다. 2013년의 상황은 간단히 상기해 보면, 연방정부 활동의 폐쇄("셧다운(shutdown)")이 미국 채권에 대한 리스크프리미엄을 발생시키기에는 충분하지 않았다.	이러한 움직임은 이미 진행되고 있다. 이탈리아에서는 스프레드(가산금리)가 악화되었으며, 프랑스에서도 정치적 상황의 불확실성 및/또는 복잡성으로 인해 비슷한 움직임이 나타나고 있다. 네덜란드, 이탈리아, 프랑스, 독일의 선거(모두 2017년에 실시됨)에서 부각되는 쟁점은 국내적인 사안을 넘어서고 있다. 주된 쟁점사안은 이러한 국가들이 유럽연합 및 유로화권역 소속에 관련된 우려사항으로, 이는 독일에 대비한 모든 스프레드(가산금리)의 악화를 정당화시키고 있다.
리스크	약하지만 증가되고 있음.	높음.
VII. 포트폴리오 포지션의 반전 (저금리 및 저수익률의 종료 신호)	도널드 트럼프의 미국대통령 당선 이전 시점에서 시장은 "깔끔히 정리(cleaned up)"했으며, 이제 채권수익률에 대한 포지션이 훨씬 덜 비대칭적이다.	트럼프의 대통령당선 이후에, 유럽의 채권수익률도 미국보다는 낮은 수준이지만 역시 상승했으며, 이는 각 지역의 상황을 고려할 때에 정당한 것이다. 유럽 시장의 위험 중의 한 가지는 장기간 동안 금리와 채권수익률이 낮은 수준으로 유지되어야 한다는 강력한 합의의 존재와 관련되는 시장의 비대칭성이다. 이는 사건들(미국 금리, 유럽 선거, 인플레이션 수치..)이 발생하는 경우 변동성 증가를 초래하게 된다.
리스크	낮음에서 중간.	중간에서 높음.
VIII. 미국 채권수익률 상승 및 미국 금리와 높은 상관관계	잠재성장률(인구구성 및 생산성 향상에 의해 크게 의존함)이 변경되지 않은 상태를 유지하고 재정정책과 세금정책이 제한적인 경우, 미국 경제성장은 크게 개선되지 않을 것이다. 금리와 수익률 상승은 제한적일 것이다.	미국과의 중간 수준의 상관관계는 상이한 성장사이클, 상이한 디플레이션 압박, 상이한 통화정책 사이클 등에 의해 정당화된다. 유럽의 채권시장은 일정 정도의 자율성을 유지하고 있다. 하지만 이와 관련하여 유념할 사항이 있다. 즉 유로지역이 전적으로 고립되었다는 것을 의미하지는 않는다. 미국 채권수익률의 상승(또는 하락)이 불가피하게 유럽금리에 전달되기 때문이다.
리스크	중간.	중간.

2017년 2월

자산배분

요약표

	1개월 변화	---	--	-0.7	0	+	++	+++
주식/국채	→						□	
회사채/국채	→						□	
주식/회사채	→					□		
듀레이션	→				□			
회사채	→					□		
석유	→					□		
금	→				□			
현금 EUR	→			□				
현금 USD	→					□		

		1개월 변화	---	--	-0.7	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	→			□				
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	+	++	+++	
	↗		□			도널드 트럼프의 대통령당선은 경제정책, 특히 재정 및 예산정책에서 불확실성이라는 실질적인 충격으로 다가왔다. (장단기) 금리 상승 및 달러화의 평가절상과 더불어서 경제성장률의 재조정이 이루어 졌다. 브렉시트 이후의 스트레스는 줄어들었지만, 영국은 2017년 3월말 이전까지 리스본조약 제50조를 발동시킬 것으로 예상된다. 향후에 진행될 협상에서는 분명 어려움이 예상되며, 미묘한 유럽의 정치적 환경(프랑스와 독일을 포함한 여러 국가에서 선거 실시)과 더불어서 시작될 것이다. 이러한 상황을 바탕으로 일부 매크로-헤징 전략을 유지한다. (표 참조)
	→	□				
USD	→		□			
JPY	→	□				
	→		□			
USD	→		□			

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 17가지 리스크요인을 제시하고 있다. 또한 가장 신뢰성 높은 시장 영향을 설명하고 있다.

[리스크 1] 미국 정책조합(폴리시믹스)의 현격한 변화 가능성

[확률] 75%

분석 도널드 트럼프의 대통령 당선은 분명 미국의 철학에 있어서 커다란 변화를 대변한다. 신임 대통령의 언급에 따르면, 미국의 철학은 “세계의 경찰”이라기 보다 미국 우선주의의 논리에 의해 결정되어야 한다는 것이다. 이러한 주된 어조의 변화와 더불어, 문제는 이제 경제정책이, 특히 재정정책과 조세정책을 통해, 크게 변경될 지의 여부이다. 이러한 변화에 따라 통화정책은 어떻게 될 것인가? 이러한 사안은 매우 핵심적인 질문들이다. 감세와 인프라 투자의 부양이 계획되어 있다는 사실은 잘 알려져 있으며, 따라서 예산적자의 수준이 매우 높을 수 있고 ... 이는 장기금리, 공공부채, 그리고 궁극적으로는 통화정책에까지 일반적으로 영향을 주게 된다. 또한 미국의 의회는 이와 관련된 법안들에 관련하여 (공화당 의원인 경우에도) 무조건적으로 신임대통령을 지지하지는 않을 것이다. 왜냐하면, 실질적으로 큰 폭의 예산적자가 불가피하기 때문이다. 그러나 선거공약과 관련하여 그 변화가 중간 정도의 수준에 머무른다고 하더라도, 이에 따라 유의미한 수준의 변화가 없을 것이라고 확신하는 것은 실수가 될 수 있다. “국경세 제안”과 같은 일부의 제안들은 채택되는 경우 진정한 “게임체인저(game changer)”가 될 것이다. 법인세 인하에 대해서도 동일하게 설명될 수 있다. 법인세 인하가 상당한 수준으로 이루어지는 경우, 그 영향은 미국 국내에서 수익의 재개 및 투자가 이루어지는 등 많은 분야에서 받을 것이다. 이와 관련된 사안의 전개과정은 면밀하게 모니터링되어야 한다.

시장 영향 도널드 트럼프의 대통령당선은 미국의 국제적 역할, 나토, 교역협정, 기후협정, 이민억제정책, 교역정책, 보호주의, 증권세 부과 등의 여러 가지 면에서 불확실성을 가져왔다. (미국 의회에서 승인되는 경우) 도널드 트럼프 행정부의 향후 조치들은 금융시장에 추가적인 리스크(특히 미국 달러화, 주변 변동성 및 장기금리)를 부과한다. 연준과의 잠재적 갈등도 채권시장(fixed-income markets)을 동요시키고 있다. 적자폭 확대, 과잉의 성장, 달러화 강세 재현, 인플레이션 기대감 재부상으로 이어지는 경제정책의 전면적 전환이 가지는 리스크는 현 단계에서 미미하지만은 않다. 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 실시됨에 따라서, 금융시장은 한편으로는 “포폴리스트” 정당인 『파이브스타』가 정권을 차지할 수도 있다는 점과 다른 한 편으로는 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 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 『파이브스타』 운동은 반유럽적이기 보다는 기존 제도권에 반대한다는 사실을 상기해야 한다. 하지만, 이탈리아 국민들은 유럽의 국가 중에서 유폴화에 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 위헌으로 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 약화시킬 수 있다.

[리스크 3] 연준 의도의 곡해... 또는 연준의 오판

[확률] 30%

분석 도널드 트럼프의 대통령당선으로 인해 일정 정도의 불확실성이 발생했다. 트럼프 신임대통령이 2017년에 재닛 옐런 연준의장의 두 번째 임기를 연장시킬 것 같지 않으며, 그가 현재의 통화정책이 “현 상황 안주(complacency)”라고 비판했다는 사실도 알려져 있다. 공화당 의원들도 최근에 연준 의장, 특히 규제와 관련된 연준 의장의 입장과 관련하여 반감을 표현했다. 규제 감소는 도널드 트럼프 대통령이 우선순위 중의 하나였기 때문이다. 하지만 금리와 관련하여 미국 대통령의 메시지를 이해하는 것은 어렵다. 어떻게 강력한 경제성장, 달러 약세 및 보다 제약적인 통화정책을 동시에 성취할 수 있을까? 연준의 의도 및 결정에 대한 곡해는 이미 주된 리스크요인이었다. 대통령선거 이후로 상황은 더욱 악화되었다. GDP 성장률 약 2%, 인플레이션 2% 근점, 완전고용의 상황에서 연방기금금리는 정상적인 통화정책 사이클에서는 현재보다 훨씬 높아야 한다. 연준의 통화정책은 기술적으로 “대응이 늦다(뒤통을 치고 있다)”. 1945년 이후 미국경제에서 긴축통화정책 사이클을 시작한 후 2년 이내에 리세션(불황)이 왔던 경우가 전체 사례의 절반(12번 중에 여섯 번)이었다는 사실을 감안하는

리스크요인

경우 더욱 그러하다 연준이 너무 빠르게, 특히 너무 강력하게 움직이는 경우에 시장이 두려워할 사안임에 분명하다. 현재까지 연준은 신중한 포지션을 유지하고 있다. 여태까지 경제성장률 수준과 경기 사이클이 유의한 금리 인상을 보장할 수 없었고, 지난 8년간 시행해 온 극단적인 완화적 통화정책의 정상화가 더욱 중요하다는 것이 잘 인지되고 있다. 연준의 경우 달러화의 실효환율이 평가 절상되지 않도록 모색하고 있다(연준의 모델에 따르면, 달러화의 실질실효환율 10% 평가절상은 긴축통화정책 상의 175bp에 상응하는 것으로 나타났다). 인플레이션 지표는 이제 연준의 목표 수치에 접근했으며, 연준은 2017년에 두 차례 금리를 인상시킬 것으로 예상된다. 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 나쁘게 반응할 수 있기 때문이다.

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 5%, 15년 전에는 10%) 아래로 매우 급격히 하락하는 리스크이다. 즉, 중국이 대규모의 경제 위기를 경험할 것인가? 중국의 경제성장이 더욱 심각하게 축소되는 경우에 이미 확연한 글로벌 디플레이션 압박이 더욱 커질 것이다. 지난 세 분기 동안에 약 6.7%로 안정화된 연간 GDP에서 나타났듯이 가장 최근의 지표들은 이러한 리스크가 감소했음을 나타내고 있다. (도널드 트럼프가 선거운동에서 공약한 바에 따라) 45% 관세의 도입은 이러한 부정적인 악순환이 시작되는 전도제가 될 것이며, 우리는 이러한 조치를 채택할 것이라고 전혀 믿지 않는다.

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 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 재발을 두려워하게 될 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. 따라서 경제성장률은 향후 2년동안 잠재성장률을 약간 상회할 가능성이 클 것으로 보인다. 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 금융 안정성 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 선거공약이 그대로 정책으로 채택될 가능성은 낮으며, 우리는 그 대신에 미국 경제성장률에 대한 (최소한 단기적으로는) 경미하게 호전된 전망에 집중해야 한다.

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 제 4차 양적완화의 시행만을 선택해야 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

리스크요인

예상할 수 있다.

[리스크 7] 위안화의 급격한 평가절하

[확률] 10%

분석 중국은 2015년 8월 수일 동안에 자신의 환율정책을 포기하고 위안화의 주된 평가절하를 시장에 맡기려고 준비시키는 것 같다는 인상을 남겼다. (중국은 1994년에 위안화를 30% 평가절하시켰다) 이러한 동일한 두려움이 2016년 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, 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 않으며, 최근의 상황으로 인해 중국당국은 자신들의 장기적 계획과 반하는 결정으로 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 평가절상을 방지하기 위해서 극한 수준의 완화정책으로 될 수 있다. 신흥국 통화가 실질적 비율상 70%를 구성하기 때문에 유로화와 유럽경제에 충격이 될 수 있다.

[리스크 8] 신흥국 경제의 유의적인 경기둔화

[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. 신흥국들은 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)과 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] 영국을 지속적인 방식으로 약화시키는 브렉시트 이후의 이슈

[확률] 70%

분석 “브렉시트는 브렉시트를 의미하며, 우리는 이를 성공적으로 이루어낼 것이다”. 테레사 메이 총리로 지명되던 날에 자신의 입장을 명확하게 밝혔다. “재국민투표는 [...] 없다”라고 테레사 메이 신임총리는 선언했다. “유럽연합에 남기 위한 어떠한 시도도 있어서는 안되며, 유럽연합에 뒷문을 통해 재가입하려는 어떠한 시도도 용납되지 않고, 재국민투표도 없다. 국민은 유럽연합을 탈퇴하겠다고 투표했으며, 이러한 국민의 의지를 실현시키는 것이 정부와 의회의 의무이다.” 이제 몇 가지 사안이 확실해 졌다. 영국 총리는 리스본조약 제50조를 2017년 1분기에 발동할 것이라고 발표했다. 그 결과는 “브렉시트 경착륙(hard Brexit)”. 추정치에 따르면 영국 GDP에 대한 브렉시트의 영향이 상당히 부정적인 것으로 계산되었다. 영국은 GDP의 2.5%-9.5%를 “상실”할 수도 있다. 무역의 규모 및 비용이 영향을 받을 것이며, 특히 금융서비스, 화학, 자동차와 같이 유럽연합과 고도로 통합된 부문이 영향을 받을 것이다. 영국의 리스크는 유럽의 단일시장에서 자유롭게 교역할 수 있으면서 유럽의 제약조건 없이 원하는 독립성을 확보하려는 영국 자체의 미래 역량에 달려 있다. 이를 동시에 이를 가능성은 낮으며, 또한 탈퇴협상은 늦어도 2017년 2분기에 시작되어서 2년 동안 지속될 수 있다는 점이다(“질문/응답으로 설명하는 브렉시트 이후(Post-BREXIT in a few questions and answers)”, Cross Asset Investment Monthly Strategy, Amundi, July 2016 참조). 영국의 비상대책계획 부재, 영국과 유럽연합 사이의 협상 부재(리스본조약 제50조가 발동될 때까지 유보), 브렉시트를 둘러싼 논쟁의 특성(브렉시트 이상론자와 실용론자 사이의 대립)은 상황을 더욱 복잡하게 만들고 있다.

리스크요인

시장 영향 이러한 경우, 영국 파운드화와 영국경제의 장기적 GDP의 추가적인 약세라는 두 가지 요인을 예상할 수 있으며, 이는 통화정책 현상유지를 장기화시킬 수 있다. 의심할 여지 없이 유로통화권 금융자산의 취약성 증가도 나타날 수 있다.

[리스크 10] 브렉시트와 연계된 새로운 유럽의 경제위기

[확률] 20%

분석 브렉시트가 유럽연합에 경제적인 의미에서 커다란 영향을 미칠 가능성은 거의 없다. 가장 큰 충격을 받을 국가로는 영국과 수출규모, 직접투자, 금융부문에서 긴밀한 관계의 특성을 갖는 아일랜드, 룩셈부르크, 벨기에, 스웨덴, 몰타, 키프러스를 들 수 있다. 브렉시트와 관련된 일차적 리스크는 정치적인 것이다. 다른 유럽연합 국가들이 유럽에 대한 옵트아웃(Europe à la carte: 역주 - 레스토랑 메뉴판에서 원하는 것만 주문하는 방식)을 모색할 수도 있고, 또는 영국의 탈퇴를 처리하는 방식과 관련하여 의견이 크게 대립할 수 있다. 유럽기구는 "수렴(컨버전스)의 도그마"로 인해 이러한 리스크 시나리오에 대한 준비를 하지 않았기 때문에 그 한계를 정기적으로 보여주고 있다. 여태까지의 과제는 유럽 거버넌스(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 것이었다. 최근의 영국 국민투표는 새로운 층위의 불확실성을 추가시켰다. 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 이는 말처럼 쉽지는 않을 것이다. 브렉시트 이후 미국 대통령선거 이전에 유럽의 상황은 이미 복잡한 양태를 보였다.

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 현저히 개선되지 않는다면 불안정성의 근원이 될 일정 수준의 환멸/실망감이 여기에서 부상할 수도 있다. (ii) 마이너스 금리와 양적완화의 통화정책은 그 효용이 한계에 다 달았으며, 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 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(영국중앙은행의 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 2 가지 결과로 나타났다. 시장에 유동성이 적을 수록 가격은 펀더멘털을 덜 반영하며, 시장의 조작가능성이 클 수록 위기확신의 리스크도 높아지며, 불안정한 변동성이 높을수록 충격을 흡수할 능력이 낮아진다는 사실을 유념해야 한다. 확실하게 고무적인 징후는 아니다.

시장 영향 이러한 사안은 투자결정에 통합되어야 할 필요성이 있으며, 포트폴리오 구축 제한사항과 스트레스 테스트에서 고려되어야 한다. 유동성이 낮은 포트폴리오 부분이나 위기에서 유동성이 낮아질 가능성이 큰 포트폴리오 부분에 대한 탈출/매크로헤징 계획을 예상할 수 있다.

리스크요인

[리스크 13] 은행 붕괴

[확률] 10%

분석 우리는 이 리스크를 매우 과장된 것으로 생각한다. 하지만 우리는 낙관적이지도 않다. 마이너스 금리는 은행의 수익성에 제재를 가하는 것이며 자본 고비용은 과거의 위기에 대한 중압감, 새로운 위기에 대한 공포, 규제 불확실성, 투자자의 은행(및 은행제도)에서 차별성을 도출하는 것의 어려움을 반영하는 것이다. 이러한 요인들이 은행 저성과의 일차적인 요인이며, 영국 국민투표가 경제성장에 있어서 불확실성을 추가시켰기 때문에 은행의 저성과가 확대되었다. 그렇다고 우리는 과도하게 비관적이지도 않다. 2016년의 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. 하지만, 은행의 저성과와 장기금리의 마이너스대로의 하락이 밀접한 관련성을 갖는 것으로 나타났으며, 실제로 부각되는 문제는 은행이 마이너스대를 유지하는 금리에 어떻게 대처할 수 있을지이다. 우리는 은행 붕괴를 예상하지는 않고, 다만 은행이 부채를 줄이고 대출에서 보수적이게끔 만드는 디지털화 이슈로 인해 높아진 수익성에 대한 지속적인 압박이 있을 것으로 보인다. 하지만 지난 몇 주 동안(특히 도널드 트럼프의 미국대통령 당선 이후) 다수의 채권 유니버스(fixed-income universe)가 플러스대로 복원되고 수익률곡선이 스티프닝(steeptening)하게 되는 것을 목격하였으며, 이 두 가지 사안 모두는 은행의 수익성에 분명한 이점을 가져다 주고 있다. 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 시리아, 이슬람 국가(IS), 테러리스트 공격, 이주민 유입, 터키로 인해 지정학적으로 어려운 환경에서 시장이 작동되고 있다. 이는 특히 유럽의 외교적 관계를 악화시키는 일부 요인들이다. 미국은 도널드 트럼프의 대통령 당선과 함께 반이민자 계획, 멕시코 국경장벽 건설과 더불어서 이러한 논쟁에 공식적으로 참여했다. 상황은 미국과 중국 사이의 성명서 전쟁과 긴장으로 인해 복잡한 양상으로 전개되고 있다. 현재 진행 중인 문제와 갈등이 빠르게 해소될 것이라고 기대할 수는 없다. 지정학적 리스크를 포트폴리오에 영구적으로 통합(매크로헤지 전략을 시스템적으로 제공)하는 것은 이제 더욱 유의미한 전략이다.

시장 영향 향후 긴장과 휘발성이 큰 사건이 정기적으로 발생할 가능성이 크다. 현재의 지정학적 리스크는 분명하게 파악되고 구체적이다. 미국 외교의 새로운 방향지향의 결과 등과 같은 다른 정치적 리스크의 규모는 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 2017년 3월 네덜란드의 총선, 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, 공공적자 찬성의 이슈를 반영하고 있는 포퓰리즘의 부상이다. 필수불가피하게 일부 정당들은 불평등과 세금부담의 확대에 점차 민감해지고 있는 유권자를 만족시키기 위해 이러한 이슈들을 반영하게 될 것이다. 역사적으로 이러한 정책들(특히 보호주의)은 경제성장 초약세(또는 무성장경제)와 인플레이션 상승의 국면으로 귀결되었다. 이러한 경제체제의 국면과 공공적자의 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 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 향후 수개월 동안은 분명 프랑스 선거의 중요성이 부각될 것이다. 프랑스에서는 대통령선거(2017년 4월 23일 및 5월 7일)와 입법의원 선거(6월 11일 및 6월 18일)가 예정되어 있다. 여기에는 명확히 해야 할 사안이 있다. 즉 유럽(네덜란드, 이탈리아, 프랑스, 독일)의 선거가 당면한 과제는 유럽통합의 내구성에 귀결된다는 사실이다. 우리는 「국민전선(Front National)」(마린 르 펜)이 승리할 것이라고 예상하지 않으며, 만약 그렇게 되는 경우는 분명 프렉시트(Frexit, 프랑스의 유럽연합 탈퇴) 시나리오에 탄력을 받게 될 것이다.

리스크요인

마린 르 펜 국민전선 당대표는 실제로 유럽연합의 개혁이나 유럽연합의 탈퇴를 주된 당론으로 유지하고 있다. 마린 르 펜은 대통령에 당선된 후 6개월 기간 이내에 프랑스가 유럽중앙은행이 경제정책, 이주정책 등에 대한 입장을 변화시키지 못하는 경우에 유럽연합 탈퇴여부에 대한 국민투표의 실시를 추진하겠다고 공약했다. 이러한 리스크(프렉시트)가 유럽 및 특히 유로화권역(EMU)에 계속해서 영향을 줄 것이 확실하다. 즉 유로화의 허약성, 독일국채에 대비하여 주변국 국채(프랑스 국채도 포함) 스프레드(가산금리)의 확대 등의 결과가 나타날 것으로 예상된다. 우리는 이러한 시나리오가 현실화될 것으로 믿지는 않는다. 오히려 프랑스-독일 축이 강화될 가능성이 큰 것으로 내다보고 있다. 이러한 시나리오(프랑스-독일 축의 강화)가 현실화되기까지 금융시장은 다음과 같은 세 가지의 심각한 상황에 당면해야 할 것이다.

- 첫 번째로, 대통령 1차선거에서 극우 정당이 선두로 부상하는 예측에 대처해야만 한다. 본 보고서가 작성된 시점을 기준으로 현재의 설문조사에 따르면, 마린 르 펜 후보(27%)는 에마누엘 마크롱 후보("전진(En Marche)" 운동, 중도 좌파, 22%), 프랑스와 필롱(보수 우파, 20%), 브누아 아몽(사회당, 15%), 장 뢰 펠랑송(좌파, 11%) 보다 앞서 나가고 있는 것으로 나타났다.

- 그 다음으로, 여론 및 현재의 지지도 조사에 따르면 마린 르 펜 후보는 대통령선거 2차 투표에서 낙선될 것으로 보인다... 프랑스 유권자들은 우익 성향임에도 결선에서 좌익 후보자에게 투표하거나 좌익 성향임에도 결선에서 우익 후보자에게 투표하기 때문에, 여태까지 총선, 지역 선거, 지방자치단체 선거에서 최종 투표에서 극우/극좌의 후보를 낙선시켜 왔다는 사실을 상기할 필요가 있다....

- 마지막으로, 새롭게 당선된 대통령(에마누엘 마크롱(현재 지지율 선두) 또는 프랑스와 필롱이 될 것으로 예상됨)이 대통령 소속정당이 입법의회에서 다수당이 되도록 유권자의 지지를 확보해야지만 안정적인 정부를 구성할 수 있다. 이 두 후보는 분명 친유럽적인 성향을 가지고 있으며, 선거에서 강력한 프랑스-독일 축과 구조개혁 수행의 역량을 갖춘 정부를 주창할 것이다. 프랑스와 필롱 후보는 거대 정당의 지지와 우익 정당의 지지를 누리고 있지만, 다수의 사회주의적 유권자로부터 일종의 "이단자"로 간주되고 있는 에마누엘 마크롱 후보는 이러한 지지를 받지 못하고 있다. 에마누엘 마크롱 후보가 당선되는 경우(지지도 조사에 의하면 이러한 가능성이 더욱 높아지고 있음), 인지될 수 있는 리스크는 좌파 출신의 대통령이 좌파 정당들의 지지를 받지 못하는 결과로 이어지고 이는 상황을 더욱 복잡하게 만들 가능성이 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. 반유럽 후보나 유럽개혁의 추진 및 실패 시 유럽연합탈퇴를 원하는 후보(마린 르 펜 후보나 장 뢰 펠랑송 후보)의 당선은 영국의 브렉시트와 미국의 도널드 트럼프 대통령 당선이라는 정치적 추이를 이어나가게 될 것이다. 이는 우리의 중심 시나리오는 아니지만, 리스크프리미엄(독일에 대비한 스프레드, 변동성, 신용파산스왑(CDS)..)이 악화되고 선거 결과가 나올 때까지 높게 유지될 것으로 보는 것은 정당해 보인다. 프랑스 선거는 유로통화권에 대한 공포를 재부각시키지만, 이러한 공포는 과장된 것으로 보인다. 선거 이후에 국채 스프레드(가산금리)와 신용파산스왑(CDS)의 개선에 베풀린다.

[리스크 17] 유럽채권 수익률의 지속적인 상승

[확률] 10%

분석 세계금융위기 이후로, 장기금리는 계속 하락했을 뿐만이 아니라 부정적인 단기기준금리(특히 유럽과 일본에서)에 의해서 그리고 초우량 회사채에 동일한 방식으로 영향을 줄에 따라 거의 마이너스대로 진입했다. 이러한 초저금리 또는 마이너스 금리라는 사막에서 수익률모색은 신흥국 채권, 사모채권, 하이일드 채권이 우호적인 오아시스가 되었다. 채권수익률 상승의 리스크는 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. 그러므로 미국 장기금리의 영구적인 상승을 예상하는 것은 시기상조이며 과도한 것으로 보이며, 유로 지역에서는 이러한 결론이 더욱 명약관화하다. 하지만, 높은 금리를 요구하고 있는 새로운 미국 행정부의 결정이 만들어내는 영향을 과소평가하지 않아야 한다. 경제성장률, 인플레이션, 통화정책 사이클, 유럽중앙은행의 양적완화 프로그램 및 예산정책 및 재정정책을 통해 경제엔진에 재시동을 거는 능력의 감소는 유럽시장을 미국의 금리 인상으로부터 실질적으로 보호하는 역할을 하고 있다. 하지만, 정치적 불확실성의 결과로 리스크프리미엄은 상승하고 있다. 핵심 국가(예: 독일), 주변 국가, 중간 국가(예: 프랑스)를 구별하는 것이 필수적이다.

시장 영향 분명 영향을 주는 하나의 요인인 정치적 불확실성을 제외하면, 유럽에서 현저히 상승하는 채권수익률의 리스크는 낮다. 하지만 미국의 경우에는 신중한 포지션이 필요하다. 즉, 미국에서 장기금리에 대한 민감성은 기업의 리버리징 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.

2017년 2월

거시경제적 현황

미주		리스크요인
미국	<p>주요한 정치적 불확실성에도 불구하고 현재의 성장사이클의 연장</p> <ul style="list-style-type: none"> > 작년 하반기에 미국경제는 반등했으며, 이는 내수 수요로 주도되었다. > 노동시장의 개선은 계속되고 있지만, 임금은 상승세를 보이지 못하고 있고 유가상승으로 유발된 구매력 손실을 거의 상쇄시키지 못하고 있다. 더욱이, 코어인플레이션은 작년 말에 둔화되었다. (1년 동안 개인소비지출 디플레이터 +1.7%) > 도널드 트럼프 신임대통령은 경기부양정책(기업과 가구에 대한 감세, 인프라 지출)과 보호주의 조치를 공약했다. 의회를 장악하고 있는 공화당은 예산적자 증가에 반대하기 때문에 도널드 트럼프 대통령은 이러한 공약의 일부만 이행할 수 있을 것으로 보인다. > 의회를 통과하는 관련 시책들(무엇보다도 감세 관련 방안)은 경제를 부양하는 효과가 있겠지만, 2017년이 아니라 2018년에 그 효과가 확실하게 나타날 가능성이 더욱 크다 보호주의적 시책들이 이행될 가능성은 도널드 트럼프 대통령의 취임 후 첫 담화와 결정으로 인해 높아졌다. 이러한 시책들은 국제교역에 리스크가 될 것이다. 지정학적 불확실성이 높게 유지되고 있다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 새로운 행정부의 결정과 관련된 주요한 불확실성 > 가까운 미래에 성장잠재성의 저해 (“장기 침체”) > 기업 마진의 잠식
브라질	<ul style="list-style-type: none"> > 거시경제적인 자료에 따르면, Q3의 GDP 수치는 전년 대비 -2.9%로 나타났다. (2분기 수치는 -3.6%) 2분기에 플러스로 돌아섰던 투자도 다시 마이너스로 떨어졌다. > 인플레이션은 현저하게 완화되었으며, 브라질중앙은행(BCB)은 완화적 통화정책의 사이클을 시작했다. 만약 브라질 해안화가 미국 달러화에 대해 안정화된다면 경기주기적 지표들의 약세를 감안하는 경우 이러한 완화적 통화정책이 가속화될 수도 있다. > 브라질 정부는 사회보장제도를 개혁하는 법안을 제출했으며, 의회에서 이를 채택하는 경우 현 제도의 개선이 기대된다. > 브라질 정부는 이미 하원의회에서 가결된 시책들을 통해 정치개혁과 부패방지계획의 추진을 계속하고 있다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 여전히 진행 중인 정치적 위기 > 환율에 대한 하방압박과 인플레이션 상승
유럽		
유로통화권	<p>일시적 요인으로 인한 잠식과 정치적 리스크에 영향을 받아 경기회복의 경미한 둔화</p> <ul style="list-style-type: none"> > 4분기 수치는 양호했으며, 이를 근거로 우리는 2017년의 경제성장 전망을 상향 조정했다. (조정된 성장전망 1.5%, 이전 전망 1.3%) 경기회복은 계속될 것이며, 이는 플러스 상태의 대출 및 고용 사이클로 뒷받침될 것이다. > 2014년~2016년에 제공되었던 유가 및 유로화 하락의 이점이 사라짐에 따라서 경기회복세가 경미하게 감소될 가능성도 있다. > 유로통화권 국가들에 예정되어 있는 여러 정치일정(2017년 네덜란드, 프랑스, 독일의 선거, 이탈리아의 불확실한 상황)과 브렉시트와 미국정부의 정책에 대한 불확실성도 역시 기업투자를 지연시킬 수 있다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 정치적 리스크 (빠곡한 선거 일정, 비제도권 정당의 부상, 브렉시트) > 신흥국의 경제적 및/또는 금융적 어려움의 세계경제로 확산
영국	<p>영국경제는 예상보다 양호한 상태를 보이고 있다. 하지만 정치적 불확실성은 2017년에 저해요인이 될 것이다</p> <ul style="list-style-type: none"> > 유럽과의 미래관계에 대한 기본 틀이 불투명한 상태는 영국경제에 부담으로 작용할 것이다. 경제활동 지표는 현재로서는 고무적인 상태를 유지하고 있지만, 2017년에는 둔화될 것으로 보인다. > 민간투자(기업, 부동산)와 소비가 크게 영향을 받을 것이다. 파운드화의 평가절하로 인한 인플레이션 상승으로 인한 어려움이 불확실성에 추가될 것이다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 브렉시트와 관련된 불확실성의 충격 > 여전히 매우 높은 수준의 공공적자와 경상수지적자
아시아		
중국	<p>중국: 2017년 글로벌 경제 및 통화의 안정판</p> <ul style="list-style-type: none"> > 우리는 중국경제의 안정화가 2017년말까지 지속 가능할 것으로 생각한다. > 중국경제 안정화의 근거는 민간투자 재개의 조짐이 보이고 있는 상향식 상황 및 정치적 전환 연도인 2017년에 중국경제의 안정화에 주도적 역할을 할 인프라 투자라는 하향식 전개와 두 가지 모두에서 비롯된다. > 우리는 이전에 정의했던 중국의 경착륙의 6가지 요인을 충족시키지 않을 것으로 생각하며, 상대적으로 보면 중국은 글로벌 부채와 부동산 거품과 같은 이슈들의 해결을 시도하여 문제가 부상하는 것을 지연시키는 데에 가장 성공적인 국가이기 때문이다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 2017년 글로벌 경제의 안정판 > 2017년 글로벌 통화의 안정판
인도	<p>인도: 2017년 아시아의 지속적 성장 엔진</p> <ul style="list-style-type: none"> > 인도는 지속적 경제성장을 향상의 방향으로 나아가고 있지만, 통화정책 불확실성을 동반하는 관련된 병목현상으로 인해 성장잠재력을 온전히 발휘시키지 못하고 있다. > 2017년 인플레이션 완하는 지속 가능할 것으로 보인다. > 우리는 인도중앙은행(RBI)이 완화적 통화정책을 시장의 예상보다 오랫동안 큰 규모로 유지해야 할 것이라는 견해를 계속 유지한다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 인도 경제성장이 가속화될 징후 > 인플레이션 완화의 지속가능성
일본	<p>경기회복이 잠재성장률보다 높은 수준으로 계속되고 있다.</p> <ul style="list-style-type: none"> > 일본경제는 2017년 초의 내수수요의 측면에서 가속화의 징후를 보여주고 있다. 소비는 실질임금의 상승에 의해 계속 뒷받침 받을 것이다. 중국의 경기안정화와 결합되어 예산 경기부양책 계획과 법인세율 인하는 우호적인 요인들이다. 	<ul style="list-style-type: none"> > 중국의 경기둔화에 노출 > 마이너스 금리정책

2017년 2월

거시경제 및 금융관련 예측

거시경제적 전망

- 미국:** 자본재에 대한 투자가 2016년 4분기에 반등했다. 내수수요로 주도되는 경제성장이 계속되고 있다. 고무적인 일자리 창출 수준에도 불구하고 임금 상승은 정체되고 있다. 더욱이, 코어인플레이션은 작년 말에 둔화되었다. 미국의 예산정책 및 교역정책에 대한 불확실성이 지속되고 있다. 거시경제적 관점에서 바이어스는 업사이드 방향이다. 하지만, 새로운 행정부가 이행하는 특정 조치들은 중장기적으로 부정적인 영향(인플레이션, 보호주의)을 주거나 심지어는 예상보다 이른 사이클의 전환을 유발할 수도 있다.
- 일본:** 글로벌 무역의 부진을 고려하는 경우 임금 상승은 지속적 경기회복의 핵심적 사안이다. 재정정책이 성장의 주요 동인으로 유지될 것이다. 당분간 10년물 금리를 0으로 유지하는 일본은행의 새로운 정책은 일본정부에게 전략적 옵션의 여지를 마련해 줄 것이다. 이와 관련된 상황을 예의 주시할 필요가 있다.
- 유로통화권:** 경기회복이 계속되고 있다. 여러 조사의 결과에 따르면, 2017년 초반에 경제가 강세를 보이고 있는 것으로 나타났다. 우리는 경제성장률 전망을 0.2bp 증가시켜 1.5%로 예상한다. 하지만, 일시적인 동력요인(유로화 가치와 유가의 하락)이 흔들리고 있으며 (네덜란드, 프랑스, 독일, 이탈리아의) 선거와 연관되는 정치적 리스크(2017년의 주요 정치적 불확실성)는 유럽지역의 커다란 약점으로 남아있다. 이와 관련된 사안은 계속 주목해야 한다.
- 브라질:** Q3의 GDP 수치는 전년대비 -2.9%로 나타났다. (2분기 수치는 -3.6%) 2분기에 플러스대로 회복되었던 투자가 다시 마이너스대로 되돌아 갔다. 제조업 생산량은 11월에 다시 마이너스대(전년대비 -1.1%)가 되었으며, 이러한 제조업생산량 하락세는 33개월 연속이다. 그렇기 때문에 우리는 2017년 0.5% 리세션 전망을 계속 유지한다.
- 러시아:** 3분기 GDP의 역성장(전년대비 -0.4%)은 2분기에 비해(-0.6%) 경미하게 줄어들었다. 우리는 2017년에 경제위기에서 벗어나서 1%대의 경제성장률을 예상하는 시나리오를 유지한다.

연평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년대비 %)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
미국	2.6	1.6	2.0	0.1	0.3	2.5
일본	0.3	1.0	0.9	0.8	-0.3	0.7
유로통화권	2.0	1.7	1.5	0.0	0.2	1.4
독일	1.5	1.9	1.6	0.1	0.4	1.5
프랑스	0.3	1.1	0.3	0.1	0.3	1.2
이탈리아	0.8	0.9	1.1	0.1	-0.1	1.1
스페인	3.2	3.2	2.0	-0.5	-0.3	0.3
영국	2.2	2.0	1.0	0.1	0.7	2.5
브라질	-3.8	-2.5	-0.5	9.0	8.0	6.0
러시아	-3.7	-0.7	1.0	15.5	7.6	5.5
인도	7.6	7.5	7.6	5.2	5.4	5.2
인도네시아	4.8	5.0	5.2	6.4	4.5	4.5
중국	6.9	6.7	6.4	1.4	1.2	1.5
터키	4.0	1.5	2.2	7.7	8.0	7.8
선진국	2.1	1.6	1.7	0.2	0.8	1.9
신흥국	4.2	4.1	4.4	4.0	4.0	3.9
전세계	3.3	3.0	3.2	2.4	2.6	3.0

출처: Amundi Research

기준금리 전망

- 연준:** 12월 연방기금 목표치를 0.50-0.75%~0.75%로 인상했다. 인플레이션 기대감의 상승은 게임체인지(game changer)가 되었다. 연준은 2017년에 두 차례 더 인상할 것으로 보인다. 연준의 재정상태 정상화가 시장 테마가 될 수도 있다.
- 유럽중앙은행:** 매입속도를 줄이면서(600억유로/월) 양적완화를 2017년 12월까지 연장했다. 단기적으로는 변화가 거의 없을 것으로 예상되지만, 유럽중앙은행 이사회 내의 차이가 보다 분명해질 것이다.
- 일본은행:** 수익선곡선 관리(Yield Curve Control: YCC)정책을 고수할 것이지만, 인플레이션 목표(rate targets)를 변경하지는 않을 것이다.
- 영국중앙은행:** 관망적(wait-and-see) 입장을 유지하고 있다. 브렉시트 협상과 관련된 상황전개가 영국중앙은행 정책의 변화에서 핵심적인 역할을 할 것이다.

	2017-02-03	Amundi +6개월	컨센서스 2017년 2분기	Amundi +12개월	컨센서스 2017년 4분기
미국	0.75	1.00	0.95	1.25	1.30
유로통화권	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
일본	-0.10	-0.20	-0.10	-0.30	-0.10
영국	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25

장기채권수익률 전망

- 미국:** 계속되는 인플레이션 기초효과가 장기금리를 경미하게 끌어 올릴 것이다. 그럼에도 불구하고, 손익평형 인플레이션율(inflation breakeven rates)은 "정상" 수준이 결코 아니다
- 유로통화권:** 손익평형 인플레이션율(inflation breakeven rates)이 상승할 수 있는 충분한 여지가 여전히 존재한다. 곡선의 숏엔드는 유럽중앙은행이 향후 수년 동안에 금리정책을 정상화할 것이라는 아이디어의 회귀와 더불어서 올해 전반에 걸쳐서 스티프닝(steeper)해질 것이다.
- 영국:** 브렉시트 협상이 어려울 것이며 영국중앙은행 정책변경이 없을 것이라는 전망과 더불어서 장기금리는 현재 수준으로 정체될 것으로 예상된다.
- 일본:** 일본은행은(BoJ)은 수익률곡선의 롱엔드(long-end)를 관리하고 있으며, 단기채권 수익률의 하락을 선호할 가능성이 크다.

	2017-02-03	2년물 채권수익률			
		Amundi +6개월	선도 +6개월	Amundi +12개월	선도 +12개월
미국	1.18	1.20/1.40	1.52	1.60/1.80	1.79
독일	-0.74	-0.80/-0.60	-0.66	-0.80/-0.60	-0.64
일본	-0.23	-0.40/-0.20	-0.15	-0.40/-0.20	-0.08
영국	0.11	0.00/0.20	0.24	0.00/0.20	0.46

	2017-02-03	10년물 채권수익률			
		Amundi +6개월	선도 +6개월	Amundi +12개월	선도 +12개월
미국	2.44	2.40/2.60	2.60	2.40/2.60	2.74
독일	0.42	0.40/0.60	0.53	0.60/0.80	0.65
일본	0.10	0	0.17	0	0.24
영국	1.36	1.40/1.60	1.56	1.40/1.60	1.70

통화 전망

- EUR:** 독일 장기수익률의 상승과 유럽중앙은행 정책의 변경 가능성에 관련된 논란과 더불어서 리스크는 상방(업사이드)으로 기울었다.
- USD:** 현재 USD의 변화는 장기금리 차이에 의해 결정되고 있다. 미국 당국(연준, 새 행정부)는 USD의 현저한 평가절상을 용인하지 않을 것이다. 하지만, 대규모의 경기부양책은 USD를 상승시킬 수 있다.
- JPY:** 일본 엔화는 다시 저평가의 상태가 되었다. 일본은행의 수익률곡선 관리정책과 더불어 미국의 수익률 상승이 엔화의 평가절하를 유발했다.
- GBP:** 영국 파운드화의 변화는 정치적 상황전개에 의해 결정될 것이다.

	2017-02-03	Amundi +6개월	컨센서스 2017년 1분기	Amundi +12개월	컨센서스 2017년 3분기
EUR/USD	1.08	1.05	1.03	1.10	1.05
USD/JPY	113	115.00	118.00	110.00	117.00
EUR/GBP	0.86	0.90	0.86	0.90	0.85
EUR/CHF	1.07	1.05	1.07	1.00	1.08
EUR/NOK	8.85	8.70	8.74	8.50	8.66
EUR/SEK	9.45	9.20	9.41	9.00	9.20
USD/CAD	1.30	1.40	1.35	1.45	1.36
AUD/USD	0.77	0.75	0.72	0.70	0.72
NZD/USD	0.73	0.70	0.68	0.67	0.68