

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

# CROSS ASSET

## 투자전략

---

**CIO 견해**

지정학, 성장, 녹색:  
3G에서 리스크테이킹

**이번 달의 토픽**

INVESTMENT PHAZER 현황:  
확인된 하향 추이

---

Research  
& Macro  
Strategy

## CIO 견해

지정학(Geopolitics), 성장(Growth), 녹색(Green):  
3G에서 리스크테이킹

PASCAL BLANQUÉ, 그룹 최고투자책임자(CIO)

VINCENT MORTIER, 그룹 최고투자부책임자(Deputy CIO)

2020년을 시작한 이후, 처음에는 이란 긴장상태가 부각되었다가 빠르고 사라진 다음에 미국과 중국 사이의 무역협상 1단계 합의로 이루어지는 등 시장은 지정학적 이슈에 의한 지배를 계속 받고 있다. 지금은 성장 기대감이 시장을 이끄는 주요 요인이 되고 있다. 그렇기 때문에, 중국의 코로나바이러스 확산에 관한 뉴스로 유발된 최근의 변동성이 미국-이란 긴장상태 보다 더 높은 이유이다. 왜냐하면 코로나 감염병이 가까운 장래에 진정되지 않는다면 중국 (그리고 글로벌) 성장에 악영향을 미칠 수 있기(이러한 상황은 현재로서는 우리의 기본 시나리오에 포함되지는 않음) 때문이다. 코로나바이러스 이슈를 제외하면, 독일이 리세션을 피했고 유로 지역이 바닥을 침에 따라서 최근의 데이터는 '아직까지 좋은'(so far, so good) 평가로 나타나고 있다. 인플레이션 상승 추이가 어느 정도 현실화되고 있지만, 리스크는 제한적인 것으로 보이며 전반적인 인플레이션 전망은 온건하게 유지되고 있다. 중앙은행들은 정책변화의 중지를 계속 유지할 가능성이 크며, 이는 모든 지역에서 비둘기파적인 금융조건을 유지하는 데에 도움을 줄 것이다. 따라서, 성장을 추가적으로 부양함에 있어서, 일본의 재정부양책 패키지, 인도네시아, 필리핀, 인도의 2020년 확장적인 예산법 승인, 독일, 영국, 유럽연합 수준(1조 규모의 「유럽그린딜」)의 재정정책에 대한 기대감 등과 같이 글로벌적으로는 재정적 조치의 방향으로 이동하고 있다.

**녹색투자와 기후변화는 2020년에 주목해야 할 테마로 부상하고 있다.** 최근의 발표된 「2020 세계 경제 포럼」 보고서와 가장 최근에 열린 다보스 포럼 모두에서는 기후변화와 환경리스크가 논의의 중심을 차지하고 있다. 유럽과 중국은 전세계 최대의 탄소시장으로 자리잡게 될 배출권거래제(ETS)를 발족하고 배출량 감축을 위해 협력하고 있다. 호주 산불과 같은 글로벌 재앙이 정치인들이 실천하도록 압박을 주고 있기 때문에 기후변화는 미국 대통령선거 쟁점에서도 강력한 논의 주제가 될 수 있다. 전반적으로는, **녹색 관련 목표는 재정 정책 추진의 촉매제가 될 수 있지만, 「유럽그린딜」에서 유럽연합 탄소국경세의 도입 가능성을 검토함에 따라 이는 무역전쟁의 새로운 시발점이 될 수도 있다.** 톱다운 관점에서는, 지정학, 성장, 녹색관련 사인들의 상호 작용이 리스크온/리스크오프의 시장 분위기를 이끄는 주요한 테마가 될 가능성이 크다.

바탕업 관점에서는, **크레딧 시장 역동성이 금융시장의 핵심적 동인이 될 것이다.** 극단적이지는 않지만 충분한 밸류에이션(rich valuation)에도 불구하고, 저금리라는 화두가 이 자산종목에 유리한 역할을 계속하게 될 것이다. 따라서, 우리는 투자자가 크레딧의 투자비중을 확대해야 한다고 생각한다. 하지만, 특히 경기둔화에 대한 우려가 다시 제기되는 경우에는 일부 고유리스크가 부상할 가능성도 여전히 있다. 우리는 이 자산의 운용에서는 유연성과 선별성이 올해 수익을 창출하는 데에 핵심적 사안일 것으로 믿고 있다.

이러한 배경은 다음과 같은 일부 핵심적 투자확신으로 해석된다.

- **너무 과도하게 방어적일 시기는 아니다.** 중국의 코로나바이러스 사태나 유럽-미국 무역협상과 연관된 일부 단기적 이슈는 위험자산에 추가하는 매수 기회를 제공할 수도 있다. 중국의 상황이 안정화되는 경우, 저수익 환경의 성장 모멘텀은 개선될 수 있다. 단기적인 기간을 넘어서서 살펴보면, 미국 주식은 보다 탄력적일 수 있으며, **유럽은 경기사이클 가치주 테마에 플레이 할 시장이다.** 코로나바이러스 이슈가 잠잠해지면 우리는 기대수익성에서 탄력을 받고 있는 **신흥국 주식**에 익스포저를 추가할 것이다.
- **채권의 경우, 포커스는 듀레이션 플레이를 줄이고 크레딧 선별을 늘이는 것으로 유지한다.** 유럽, 신흥국 채권, 미국 유동화자산은 계속되는 리스크온 국면을 플레이하는 방식이다.
- **선별에 포커스를 둔다.** 스프레드(가산금리)가 줄어들고, 고가의 주식 시장이 글로벌적으로 늘어나고, 전 종목에 “성장 요인”에 대한 전반적인 익스포저가 높아지는 상황을 감안하면, **변동성이 발생하는 경우 수익성에 악영향을 줄 수 있는 낮은 가치의 종목에 투자자가 간혀 있지 않기 위해 선별이 핵심적인 사안이다.** 선별은 미래 사업의 밸류에이션에 영향을 미칠 수 있는 모든 리스크요인을 고려하면서 펀더멘털 및 환경·사회·거버넌스(ESG)에 기반해야 하며, 이 중에서 특히 기후변화는 가장 많이 논의되고 부각되는 리스크요인이다.
- **마지막으로, 환경·사회·거버넌스(ESG)는 새로운 규제가 있을 수 있는 분야이다.** 이는 금융부문에서도 역시 마찬가지이다. 기업의 주주들이 환경·사회·거버넌스에 관련된 사안들에 대한 요구를 점진적으로 늘림에 따라, **우리는 시장 성과에 대한 환경·사회·거버넌스의 영향력이 증가할 것으로 예상된다**¹.

¹ Amundi의 새논문 참조, ESG INVESTING IN RECENT YEARS: NEW INSIGHTS FROM OLD CHALLENGES, 2019년 12월

## 전반적인 리스크 분위기

리스크오프(Risk off)



리스크온(Risk on)



우리는 위험자산에 대한 긍정적인 포지션을 경미하기 증가시켰음

## 이전 달 대비의 변화

- 유럽의 주식에 대해 상대적으로 건설적인 포지션을 취하며, 신흥국 주식의 매수 기회를 모색하고 있음
- 미국 10년물 물가연동 재무성증권에 긍정적인 포지션

전반적인 리스크 분위기는 가장 최근의 글로벌 투자위원회의 정성적 관점에서 전체적인 리스크 평가이다.



## 거시경제

### 약세 방향의 달러화

DIDIER BOROWSKI, 글로벌 견해 책임자

MONICA DEFEND, 연구원 글로벌 헤드

한 통화가(글로벌) 경기사이클에서 그 포지션에 부합하여 평가 절상되는 지에 대한 결론을 내리는 것은 이론적으로는 가능하지 않다. 하지만, 경험적인 연구에 따르면, 다음과 같은 두 유형의 통화를 구분하는 가능한 것으로 보인다. 즉, 경기가 호황일 때에 평가절상(그리고, 위기나 경기둔화의 시기에는 평가절하)되는 통화와 이와는 반대로 경제상황이 악화될 때에 평가 절상되는 통화로 구분될 수 있다. 경제 상황이 좋을 때 평가절상되고 나쁠 때에 평가절하되는 통화는 전통적으로 **경기사이클 친화적(procyclical)** 통화라고 불리며, 그 반대로 움직이는 통화를 **경기사이클 역행적(countercyclical)** 통화라고 설명된다. 경기사이클 친화적 통화는 일반적으로 신흥국 통화들이며, 경기사이클 역행적 통화는 선진국 통화들이 다수를 차지하고 있다. 예를 들면, 경제 상황이 나쁠 때에 일반적으로 안전투자처의 역할을 하는 통화(USD, 스위스 프랑화, 일본 엔화)는 경기사이클 역행적 특성의 경향을 띤다. USD는 지난해의 국제적인 경제 환경의 악화와 글로벌 제조업의 리세션으로 인해 지난해 평가 절상되었으며, 이는 미국 달러화의 경기사이클 역행적 특성을 확인시켜 주고 있다. USD는 현재 실효환율 기준으로는 약 10% 과대평가되고 있는 것으로 추산된다.

“USD(경기사이클 역행적 통화)에 대한 리스크는 하방으로 치우쳐 있는 반면에, 다수의 신흥국 통화(경기사이클 친화적)은 상방으로 치우쳐 있다고 생각된다”

경기사이클 친화적인 통화를 가진 국가의 경우, 환율은 자동적인 안정화 기제로 작동한다. 즉 경제성장이 약세이면 통화가 평가절하(수출에 유리하게 작동)되고, 경제성장이 가속화되면 통화는 평가절상(내수수요에 압박 요인)된다. 경기사이클 친화적인 통화를 가진 국가는 자본유입의 혜택을 받는 경향이 있으며, 이러한 자본유입은 신흥국 경제에서는 경기사이클 친화적인 특성을 띠는 경향(즉, 성장이 가속화될 때에 자본유입도 증가함)이 있다. 하지만, 자본 유출입과 환율 사이의 인과관계는 간단히 설명되지 않는다. 이 두 가지는 상호적으로 강화시키는 특성을 가질 가능성이 크다. 실제로도, 한 통화의 경기친화적인 움직임을 예측하는 투자자는 해당 국가의 자산에 자신들을 포지셔닝하는 경향이 있으며, 이는 결국 해당 통화의 평가절상을 강화시키게 된다.

이러한 사안들에 대한 고려는 글로벌 경기사이클의 현 단계에서 중요성을 가진다. 우리는 글로벌 제조업 리세션이 올해 상반기에 끝나고 글로벌 무역은 올해말에 가까워지면서 느리게 회복될 것으로 예상된다. 따라서, 작년 동안에 무역 규모의 축소와 제조업 리세션에 가장 심각하게 타격을 입은 국가들은 자본유입 재개에서 혜택을 받는 첫 번째 국가들이 될 것이다. 반면에, 안전투자처의 지위에서 혜택을 받았던 통화들은 약세가 될 것이라는 예상은 논리적으로 타당할 수 있으며, 이러한 약세는 미국 달러화에서 시작될

#### 미국 달러화 추이



것으로 보인다. 특히, 저금리와 선진국의 부진한 성장이 투자자에게 수익률 추구하고 투자분산을 부추기고 있는 현재의 상황에서는 더욱 그러하다. 따라서, 매우 강세를 보이는 신흥국은 투자대상국으로 진지하게 고려되어야 할 후보들이다.

이러한 조건에서, USD(경기사이클 역행적)에 대한 리스크는 하방으로 치우쳐 있는 반면에, 다수의 신흥국 통화(경기사이클 친화적)은 상방으로 치우쳐 있다고 생각된다. USD는 과대 평가되어 있고 다수의 신흥국 통화는 과소 평가되어 있는 상황을 감안하면 이러한 바이어스는 더욱 정당화된다.

이러한 상황은 투자자들이 현지 통화 표시의 신흥국 채권에 대한 익스포저를 재고려해야 할 필요성이 있음을 의미하기 때문에 자산배분의 측면에서 그 결과는 상당히 유의적이다. 하지만, 다음과 같은 두 가지 이유로 이러한 바이어스 실현은 신중하게 이루어져야 한다. 즉, 1) USD의 유의적인 평가 절하를 확정적으로 예상하기에는 글로벌 경기회복은 아직 충분하지 않고, USD는 여전히 미국에서 다른 선진국에 보다 더 높은 금리로 떠받혀 지고 있으며, 2) 글로벌 불확실성(무역, 지정학)이 안전투자처 통화의 지위를 계속 뒷받쳐 주고 있다.

## 멀티에셋

# 일단 불확실성이 줄어들면 긍정적인 펀더멘털에 플레이 할 것

MATTEO GERMANO, 멀티에셋 투자 책임자

전반적인 경제적 상황은 선진국 경제성장률의 잠재성장률로의 수렴과 신흥국의 경기반등을 동반하는 글로벌 경제성장의 안정화 방향으로 가리키고 있다. 인플레이션 전망도 온건하게 유지되고 있으며, 일시적인 상승 리스크도 제한적이고 단지 소수의 상황(인도와 중국)만이 모니터링이 필요하다. 정책조합(폴리시믹스)의 재정확대를 증가시키는 방향으로의 변화 가능성도 하방 리스크를 제한하고 있다. 이 시나리오는 지정학적 리스크의 감소와 더불어 중국-미국의 1단계 경제협상 합의에 의한 최근의 경제 모델의 개선에 의해서 뒷받침된다. 이는 주식에 대한 긍정적 견해를 뒷받침한다. 하지만, 이러한 전망의 일부 요소(중국의 코로나바이러스 확산)들은 불확실하게 유지되고 있기 때문에, 특히 투자자들이 현재 보수적인 자산배분에서 상황이 보다 분명해지는 경우 주식시장에서 매수 기회를 추구하고 한다면, 이행 중인 헤징을 유지하거나 잠재적으로 헤징을 증가시키기를 권고한다.

### 투자확신감이 높은 아이디어

이 종목으로의 자본유입 증가에 대한 기대감, 지정학적 리스크의 감소, 확장적 재정정책 기조의 가능성 증가를 바탕으로 우리의 주식에 대한 전반적인 평가는 향상되었다. 유럽 시장과 아시아 신흥국 시장은 경기사이클주/가치주 바이어스가 있는 것을 고려하면 이러한 시장들이 이러한 전술적 요인에서 혜택을 받을 수 있는 포지셔닝 되어 있다. 하지만, 우리는 기업 수익성의 취약성 증가와 코로나바이러스의 확산과 연관된 불확실성에 주목하고 있다. 세부적인 수준에서는, 우리는 이제 미국에 대해 중립적인 포지션이며 유럽 주식에 대해서는 경미하게 긍정적인 포지션을 취한다. 신흥국(특히, 아시아) 경제와 수익성 모델이 개선되고 있기 때문에 우리는 신흥국 주식을 주시하고 있다. 하지만, 현재의 불확실성을 감안하여 우리는 투자자가 지속적인 높은 변동성의 가능성에 대비한 헤징을 해야 한다고 믿고 있다.

“경제적 상황의 개선은 주식을 뒷받침할 수 있다. 일단 현재의 코로나바이러스 사태와 관련된 이슈가 진정되기 시작하면, 우리는 매수 기회를 모색한다”

채권(fixed income)의 경우, 우리는 미국 듀레이션에 중립적 견해를 가지며, 투자자는 유연성을 유지하고 10년물 미국 재무성증권(UST)에 대해 트레이딩 범위(1.7%-2%)에 전략적으로 플레이 해야 한다고 믿고 있다. 우리는 5년물 독일국채에 대비하여 5년물 미국 재무성증권에 대한 상대적 선호도를 유지한다. 미국 브레이크이븐 레이트(breakevens, 역주: 일반 국채와 인플레이션 연동 국채 사이의 수익률 격차)와 관련하여, 미국경기의 침체가 이제 줄었기 때문에 우리는 10년물에 대해 긍정적 포지션을 높였다.

수익률 추구가, 구체적으로는 예외적으로 매력적인 플러스 수익률을 나타내는 이탈리아 곡선에서 계속되고 있다. 따라서 우리는 독일국채 30년물에 대비하여 이탈리아국채 30년물에 건설적인 포지션을 유지한다.

크레딧의 경우, 밸류에이션은 충분하지만 이 종목은 현재의 경기사이클 후반 환경과, 특히 유럽에서는, 기술적 요인(TLTRO, 유럽중앙은행 제2차 양적완화)에 의해 계속 떠받혀지고 있다. 유럽 IG의 레버리지 프로파일은 미국 IG보다 우량하기 때문에 우리는 미국 IG보다 유럽 IG를 선호한다. 그 외에도, 온건한 인플레이션, 매력적인 캐리, 비둘기파적인 신흥국 중앙은행, 강력한 상대적

수익률 등 모두가 신흥국 채권(경화표시)를 떠받치고 있지만, 우리는 듀레이션과 통화 리스크에 대한 헤징을 권고하며, 리스크/수익률 관점에서 우리는 당분간은 현지화표시(LC)보다는 경화표시(HC)를 선호한다.

FX의 경우, 우리는 일부 선별된 신흥국 통화에 대해 중기적으로 긍정적인 견해를 유지하는 반면에, 높은 불확실성으로 인해 우리는 단기적으로는 신중한 견해를 유지하는 것을 권고한다. 선진국 FX의 경우, 지정학적 긴장으로 인해 CHF가 이미 크게 올랐기 때문에 우리는 이제 EUR/CHF에 대해 긍정적인 포지션이 되었다. 우리는 EUR/USD에 건설적 포지션을 유지한다. NOK/EUR는 긴축적 정책과 탄력적인 노르웨이 경제를 바탕으로 괜찮을 가능성이 크다.

### 리스크 및 헤징

변동성이 커지는 환경에서, 우리는 투자자가 추가적인 변동성 상승에 대비하여 하락의 영향을 제한할 수 있도록 일본 엔화, 금, 옵션 전략의 형태로 적절한 헤징을 유지하는 것을 권고한다.

USD = 미국 달러화, UST = 미국 재무성증권, DM = 선진국 경제, EM/GEM = 신흥국 시장, 신흥국 채권(HC) = 신흥국 채권 경화표시, LC = 현지화표시, FX = 외환, IG = 투자등급, HY = 하이일드, NOK = 노르웨이 크로네화, CB = 중앙은행, CHF = 스위스 프랑화.

Amundi Cross Asset 투자확신								
	1개월 변화	---	--	-	0	+	++	+++
주식	↑					■		
크레딧							■	
듀레이션					■			
석유					■			
금						■		

출처: Amundi Research. 표는 가장 최근의 글로벌 투자위원회에서 표명된 견해를 바탕으로 3-6개월 기간의 크로스애셋 평가를 나타낸다. 전망, 전망의 변화, 자산종목 평가 대한 견해는 기대 방향(+/-)과 투자확신의 강도(+/++/+++)를 반영하고 있다. 본 평가는 변경될 수 있다.

## 채권

### 타이트 한 시장에서 수익성을 창출할 수 있는 상대적 가치

ERIC BRARD, 채권 투자책임자  
YERLAN SYZDYKOV, 신흥국 시장 글로벌 투자책임자  
KENNETH J. TAUBES, 미국투자관리 CIO

성장 전망의 안정화는 계속될 것으로 보이지만, 글로벌 경제의 재가속화의 기대감은 없다. 하지만, 상황의 개선에도 불구하고 과도한 질과 안전성 추구, 글로벌 유동성, 양적 완화(특히 유럽)으로 인해 핵심국 국제수익률은 여전히 상승하지 않고 있다. 수익률 추구는 일반적으로 크레딧 시장을 떠받치게 되지만 투자자를 과밀한 세그먼트로 이끌 수도 있으며, 이러한 세그먼트는 성장 기대감에서 약간의 실망감이 나타나는 경우에 높은 변동성을 보일 수 있다. 현재의 환경에서는, 투자자는 매력적인 상대적 가치를 제공할 수 있는 세그먼트와 경기둔화가 발생할 경우에 견딜 수 있는 종목을 모색해야 할 것이다.

### 선진국 채권

글로벌 채권(fixed income)의 경우, 우리는 최근에 향상된 경제조건을 보이고 있는 미국을 선호하면서 듀레이션에 대해 중립에 근접한 포지션을 유지하지만, 유로 핵심국(독일)과 영국(재정부양책이 금리를 상승시킬 것으로 보임)에는 부정적인 포지션을 유지한다. 유로 주변국은 여전히 매력적인 플러스 수익률을 제공하고 있기 때문에 우리는 유로 주변국에 건설적인 포지션을 취하며, 특히 이탈리아에 대해서는 보다 긍정적인 포지션을 취한다. 투자자가 유로 핵심국, 영국, 유로 주변국의 곡선 움직임에 플레이할 수 있는 기회가 있으며, 일본, 미국, 호주의 곡선 움직임에서 기회도 존재한다. 크레딧의 경우, 우리는 IG에 대해 전반적으로 낙관적인 포지션이지만, 미국 IG

보다는 유럽 IG에 대해 보다 건설적인 포지션이다. 미국의 경우에는, 현재의 거시경제적 환경과 경기부양적인 중앙은행은 위험자산과 미국 경제성장률의 잠재성장률 수준으로의 안정화(연간성장률 2%)에 유리한 징조이다. 하지만, 일부 자산종목의 밸류에이션은 이미 이러한 예상을 가격에 반영하고 있으며, 따라서 종목의 선별이 중요하다. 무역 하락세와 정치적 불확실성에도 불구하고 글로벌 및 미국내 자산 가격의 안정화가 유지됨에 따라 우리는 견고해진 기대인플레이션을 바탕으로 인플레이션 연계 재무성증권(TIPS)에 긍정적이다. 미국-중국 무역협상 1단계 합의가 이제 체결되었으며, 미국 하원은 미국-멕시코-캐나다 무역협정인 USMCA 비준안을 추진했다. 하지만, 2단계 합의가 미국 대통령선거 이후로 연기됨에 따라, 2020년 하반기에 변동성이 높아질 것이다. IG의 경우, 우리는 회사채에 신중한 포지션을 유지하며, 하이브리드 구조(hybrid structure), 특히 은행 부문에서 보다 매력적인 것으로 파악하고 있다. 또한, 유동화자산의 스프레드가 회사채 스프레드만큼 낮아지지 않았기 때문에 회사채에 대비하여 상대적으로 매력적인 유동화자산에 대한 선호를 유지한다. 추가적으로, 견고한 임금, 재무제표, 소비자신뢰도의 측면에서 소비자 크레딧의 펀더멘탈은 굳건하게 유지되고 있다.

“우리는 유럽 주변국에 대해 긍정적인 견해를 유지하며, 유럽 주변국 중의 이탈리아는 매력적인 수익률을 나타내는 소수의 국가 중의 하나이다”

### 신흥국 채권

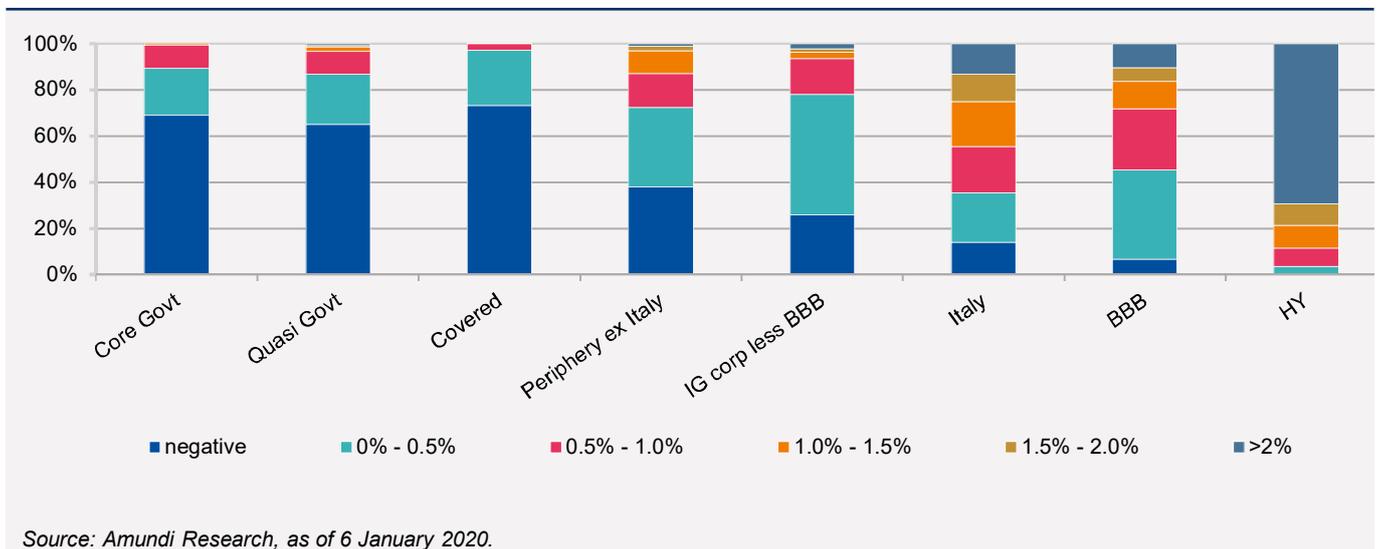
펀더멘탈과 기술적 배경은 2020년 이 자산종목을 계속 떠받칠 가능성이 크며, 밸류에이션은 현재 타이트한 것으로 보인다. 특히 연준이 추가적으로 완화할 수 있는 여지가 제한적이고 신흥국 FX가 단기적으로 강력한 성과를 올릴 가능성이 낮기 때문에, 이 자산종목에서 가치의 포켓을 포착하는 것은 어렵다. 우리는 신흥국 채권에 대해 여전히 보통 수준의 긍정적 포지션이지만, 강력한 성과를 낸 2019년은 이미 지나갔기 때문에 이제 신중한 포지션을 늘리는 것이 적절하다고 믿고 있다. 우리는 투자자가 포트폴리오의 듀레이션을 줄이고 터키나 남아공과 같은 국가의 일부 고유스토리를 전략적으로 선호해야 한다고 믿고 있다.

### FX

우리는 EUR/USD에 긍정적인 포지션이지만, EUR/USD는 일정한 범주 내에서 트레이딩 되고, USD는 온건한 정치적 리스크(미국 대통령선거)로 인해 일부 약세의 징후를 나타내고 있기 때문에 관련된 많은 방향성은 USD에서 비롯될 가능성이 클 것이다. USD는 현재 과대평가되어 있으며, 과거와 비교하여 자본 흐름은 USD를 덜 떠받치고 있다.

EM FX = 신흥국 시장 외환, IG = 투자등급, EUR = 유로화, USD = 미국 달러화

### 유럽 시장의 수익률 분포



주식

일시적인 혼재적 상황은 매수 기회를 제공할 수 있음

KASPER ELMGREEN, 주식투자책임자  
YERLAN SYZDYKOV, 신흥국 시장 글로벌 책임자  
KENNETH J. TAUBES, 미국투자관리 CIO

종합적 평가

단기적으로는, 과도 매수 조건, 중국 코로나바이러스 확산, 다시 부상하고 있는 미국과 유럽 사이의 무역협상은 자본시장에서 매수 기회를 부각시킬 가능성이 크다. 이러한 국면에서, 미국 주식이 보다 탄력적인 것으로 간주될 수 있다. 이러한 단기적 견해 이외에, 우리는 펀더멘탈의 개선을 바탕으로 경기사이클적 반등이 올해 추가적인 상승을 뒷받침할 것으로 예상한다. 우리는 완화적 통화정책, 재정부양책, USD 약세가 견인하는 수익성 반등을 포착할 것으로 예상한다. 하지만, 미국 대통령선거 및 중동 긴장과 관련된 정치적리스크의 상승이 시장에 압박을 줄 수도 있다. 2020년의 수익률은 2019년보다 낮을 가능성이 크지만, 유럽과 미국의 경기사이클 가치주와 신흥국 시장에서 기회가 있을 수 있다.

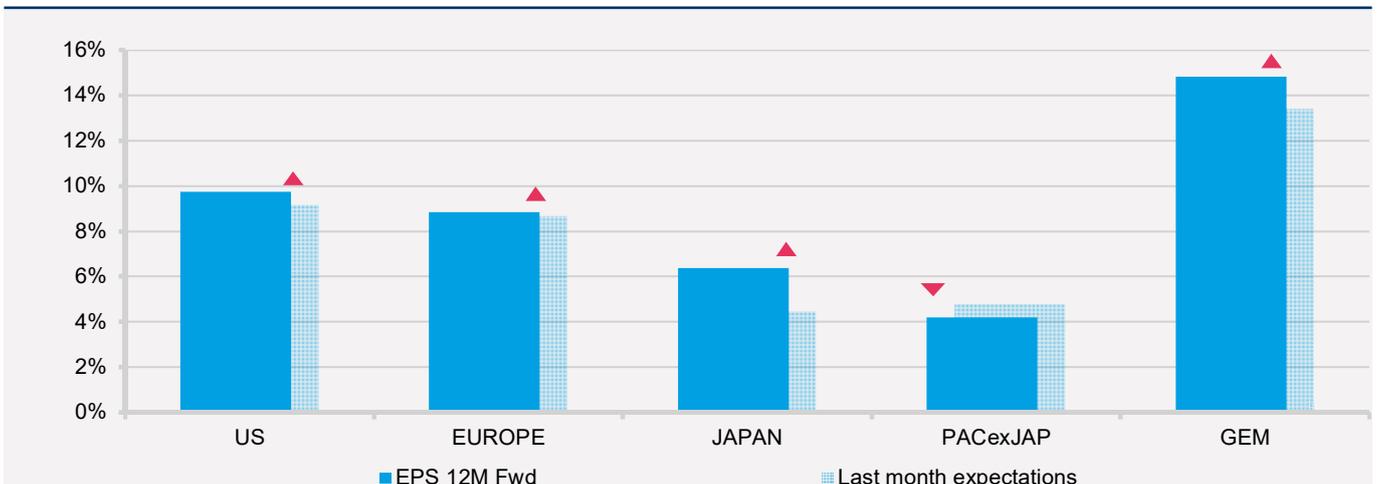
“제조업 부문의 회복세는 기업수익 성장을 뒷받침할 것으로 보이지만, 경기사이클 가치주의 질 높은 종목을 파악하는 선별이 핵심적이다”

선진국 주식

탄력적인 서비스 부문, 낮은 실업률, 제조업 부문의 바닥을 쳤을 가능성이 유럽 주식에 대한 전망을 뒷받침하고 있다. 선진국 주식의 가격이 추가적으로 상승하기 위해서는 기업 수익의 성장이 필요하며, 이는 주식 선별의 중요성을 부각시킨다. 부문 순환에 대한 기대감과 매력적인 밸류에이션이라는 측면은 성장주에 대비하여 가치주를 추구할 매력적인 근거가 된다. 기회는 에너지와 산업 및 의료(방어주)의 경기사이클 종목에 존재한다. 우리는 밸류에이션이 높은 분야에 대해서는 신중한 포지션이며, 정보통신(IT)과 필수소비재에 대해서도 역시 그러하다. 유럽의 소형주는 성장 안정화에서 혜택을 입을 것이며, 유동성 모니터링이 핵심적이 사안이 될 것이다.

이와는 별도로, 미국 밸류에이션은 합리적인 것으로 보이며, 저금리와 낮은 크레딧 스프레드에 의해 뒷받침되고 있다. 2019년 연준의 비둘기파적 견지를 감안할 때, 낮은 금리와 기타 투입비용의 지연된 영향이 이제 기업 수익을 증대시킬 것이다. 게다가, S&P 500 기업 수익의 약 40%는 해외 운영에 의존하고 있으며, 따라서 USD 약세는 긍정적인 영향을 줄 것이다. 대다수의 기업수익 성장은 이러한 해외 수익의 결합에서 비롯될 것이다. 이는 다시 2020년의 투자 수익률을 견인할 것이다. 우리는 성장주와 로베타 주식에

주당순이익(EPS) 12개월 기대수치 컨센서스



Source: Amundi Research, as at 17 January 2020. GEM = Global Emerging Markets.

대비하여 경기사이클 가치주에 대해 건설적인 포지션을 유지하지만, 2019년 커다란 초과 성과를 냈던 고가의 종목에 대한 포커스는 계속 줄인다. 중앙은행들은 글로벌 성장을 뒷받치기 위한 부양책을 충분히 제공해 왔다. 그렇기 때문에, 우리는 리세션 리스크의 하락과 더욱 긴밀하게 연계되어 있는 질 높은(high-quality) 경기사이클주를 선호한다. 따라서, 우리는 금융, 자동차 및 부품, 산업의 대형주에 대해 건설적인 포지션을 취한다. 우리는 밸류에이션 우려로 인해 의료, IT, 필수소비재, 유틸리티에 대해 신중한 포지션이다. 지정학이 우리의 포지셔닝에서 다시 역할을 했으며, 미국과 이란 사이의 긴장 고조의 가능성이 제한적임에 따라 우리는 이제 에너지에 대한 부정적인 포지션을 낮추었다.

### 신흥국 주식

중기적인 관점에서, 미국과 중국 사이의 무역관계 개선 및 2020년에도 계속되는 완화 정책과 더불어서 (기대수익성 향상과 관련된) 경제 활동의 안정화 징후가 포착됨에 따라 우리는 **신흥국 주식에 긍정적인 견해**를 가진다. 시장이 코로나바이러스의 중국경제에 미칠 수 있는 영향을 평가함에 따라 단기적으로는 변동성이 상승되었다. 신흥국 주식종목의 경우, 시장 친화적인 개혁과 사상 최저 수준의 저금리로 인해 우리는 **러시아(기술)**와 **브라질**을 선호한다. 현재 상황의 안정화가 순조롭게 진행된다면, 중국은 기회를 제공할 수 있다. 2020년 인도 성장의 목표에 하방 리스크가 증가함에 따라 우리는 인도에 대한 신중한 포지션을 높이게 되었다.

Amundi 자산종목 견해

	자산종목	견해	1개월 변화	근거
주식 플랫폼	미국	=		밸류에이션은 합리적이며, 낮은 크레딧 스프레드와 저금리에 의해 뒷받침되고 있다. 하지만, 추가적인 주식가격의 상승을 기대하려면 기업수익의 성장이 필요하다. 고무적인 사실은, 낮은 금리와 투입비용의 지연된 영향이 기업수익을 실질적으로 증대시킬 것이다. 전반적으로, 우리는 성장주와 로베타 주식에 대비하여 가치주를 선호한다.
	유럽	+	▲	제조업 회복에 대한 기대감, 낮은 실업률, 완화적인 통화정책, 재정부양책, 미국-중국 무역협상 1단계 합의가 유럽 주식 종목을 떠받치고 있다. 이와 더불어, 유럽은 건전한 환경·사회·거버넌스(ESG) 프로파일을 가진 기업들이 집결한 지역으로, 투자자의 가격결정에서 환경·사회·거버넌스의 요인의 중요성이 향후 점차 높아지고 있는 상황이 유럽 지역의 주식을 전체적으로 부양시키고 있다. 시장 전이는 경기사이클 가치주 종목에서 기회를 계속 제공하고 있다.
	일본	=		일본 기업은 수익이 성장하고 자사주매입(바이백)이 증가함과 동시에 재무제표에서는 레버리지가 과소인 상태이기 때문에 일본기업의 펀더멘털은 그 견고함이 유지되고 있다. 하지만, 지정학적 리스크가 재무상하면 일본기업(대다수가 수출 기업임)은 엔화 상승에 취약하게 된다. 따라서, 우리는 중립적인 견지를 유지한다.
	신흥국 시장	=/+	▲	무역전쟁 긴장의 감소, 저금리, 재정적 완화정책, 제한적인 USD 평가절상에 대한 기대감은 중기적으로 신흥국 주식을 떠받칠 수 있다. “불확실성의 고조”가 글로벌 경제를 충격으로 몰아(우리의 시나리오가 취하는 가정은 아님) 넣지 않는다면, 신흥국 주식의 과도한 하락세는 진입포인트를 제공할 수도 있다.
채권 플랫폼	미국 국채	=		경제성장이 현 기조에서 벗어날 정도로 현저하게 둔화되어 않는 한, 지금의 경제성장 안정화 징후는 연준이 현재 수준의 금리를 유지하도록 만들기 때문에, 글로벌 채권(fixed income)에 대한 접근과 관련하여 우리는 듀레이션에 중립적 견해를 유지한다.
	미국 IG 회사채	=/+		스프레드(가산금리)는 지난 수년간에 가장 타이트한 수준으로 되고 있고, 저금리로 인해서 미국 기업들의 레버리지 수준이 높아졌다. 따라서, 투자자는 금리상승의 상황에서 발생할 스트레스를 주목해야만 한다. 민간금융기관 발행의 주택저당증권(non-agency RMBS)을 포함한 구조화 증권이 다른 대부분의 IG 부문과 비교하여 상대적으로 매력적이다.
	미국 HY 회사채	=		HY 세그먼트의 스프레드는 타이트하지만, 경제 및 유동성 조건이 우호적으로 유지되고 있어 채무불이행(부도) 전망은 온건하다. 이 시장의 레버리지 수준으로 인해 우리는 매우 선별적인 포지션을 취한다.
	유럽 국채	-/=		우리는 유럽 듀레이션에 대해 신중한 견지를 유지한다. 재정부양책에 대한 기대감이 금리 상승을 더 높게 이끌 수 있으며, 특히 영국에서 그러하다. 하지만, 우리는 유럽 주변국 채권, 특히 이탈리아에 대해 긍정적인 포지션을 취한다.
	유로통화권 IG 회사채	++		EUR IG는 유럽중앙은행의 기업부문 매입프로그램(CSPP)에서 혜택을 받을 것이며, 따라서 우리는 긍정적인 포지션이다. 특히, 후순위금융채가 매력적인 것으로 보인다.
	유로통화권 HY 회사채	+		견고한 기술적 요인과 발행시장의 강력한 활동이라는 측면에서 우리는 EUR HY에 긍정적인 포지션이지만, 에너지, 자동차, 이동통신 부분에서 선별적 포지션을 유지한다. 우리는 이 세그먼트의 고유리스크 상승도 주목하고 있다.

Amundi 자산종목 견해			
자산종목	견해	1개월 변화	근거
채권 플랫폼	신홍국 채권 경화표시	+	양호한 펀더멘털과 강력한 기술적 배경으로 인해 우리는 신홍국 채권에 대해 긍정적인 포지션이다. 하지만, 2019년의 강력한 성과를 재현하기는 어려울 것이며, 따라서 스프레드가 타이트 해짐에 따라 일부 신중함이 두는 것이 도움이 될 것이다.
	신홍국 채권 현지화표시	=	우리는 인플레이션이 관리되는 국가들의 중앙은행들이 통화완화 정책을 계속할 것으로 예상하며, 따라서 현지화표시 채권의 실질수익률은 매력적이게 유지될 가능성이 크다. 하지만, 신홍국 통화가, 중국의 성장 불확실성으로 인해 적어도 단기적으로는, 평가 절상될 가능성이 낮기 때문에 우리는 신중한 포지션이다.
기타	원자재		최근의 코로나바이러스 공포에서 비롯되는 것과 같은 여러 글로벌 리스크에 대응하는 가장 효과적인 헤지인 것으로 보이기 때문에, 우리는 금에 건설적인 포지션을 취한다. 석유의 경우, 경제성장의 일시적인 우려로 인한 일부 하방 압박을 주는 최근의 사태에도 불구하고 우리는 목표가격 범주를 배럴당 텍사스 중질유(WTI) \$55-\$65/bbl, 브렌트유 \$60-\$70/bbl로 유지한다. 전반적으로는 미국의 석유 생산과 OPEC 전략이 2020년 유가를 주도할 것이다. OPEC은 경계 태세를 유지하면서 외부 충격을 완화시키는 생산량 감축에 적극적일 것이다. 그 외의 경우, 중국의 경제활동 둔화에 대한 우려가 일시적이고 제한적이라고 가정하면 제조업 부문의 안정화에 대한 기대감과 글로벌 무역 및 경제 데이터의 경미한 회복이 기본적인 금속을 뒷받침하고 있다.
	통화		우리는 EUR/USD가 향후 12개월 동안에 약 1.14로 평가 절상될 것으로 예상하지만, EUR에 구조적으로 긍정적이 되는 사안들을 확인하기 위해서는 투자자는 경제성장률을 주시해야 할 필요가 있다. USD/JPY는 펀더멘탈에 대비하는 과소평가되어 있지만, 투자 확신감이 낮은 현 상황에서는 강력한 헤지가 될 수 있다. 우리는 엔화의 목표수치를 104로 파악하고 있다. 반면에 GBP는 지난해 10월에 시작되었던 강력한 반등세를 경험한 이후에 그 상승세가 중단되었다. 우리의 GBP/USD 12개월 목표수치는 1.33이다. 신홍국 FX의 경우, 중기적인 견해는 우호적이지만, 중국의 코로나바이러스 확산에 대한 불확실성이 지속됨에 따라 우리는 변동성이 계속할 것으로 예상된다.

범례



출처: Amundi, 2020년 1월 29일 기준, EUR 기반 투자자에 대한 상대적 견해. 본 자료는 특정 시기의 시장환경에 대한 평가를 나타내며, 향후 사건의 예측이나 미래 실적에 대한 보증을 의도하지는 않는다. 본 정보는 이를 참조하는 자가 특히 펀드나 증권과 관련한 어떠한 연구, 투자자문, 권장사항을 마련하는 자료로 사용될 수 없다. 본 정보는 예시적 및 교육적 목적으로만 엄격히 제안되고 예고 없이 변경될 수 있다. 본 정보는 현재, 과거, 미래의 Amundi 상품의 실질적 자산배분이나 포트폴리오를 나타내지 않는다.

IG = 투자등급 회사채, HY = 하이일드 회사채; EM 채권 HC / LC = 경화표시/현지화표시 신홍국 채권. WTI= 서부 텍사스 중질유(West Texas Intermediate). QE=양적완화(quantitative easing).

## 이번 달의 토픽

# Investment Phazer 현황: 확인된 하향 추이

ANNALISA USARDI, 선임이코노미스, CFA  
LORENZO PORTELLI, Cross Asset Research 헤드

2020-01-28 작성 완료

### 핵심요약사항

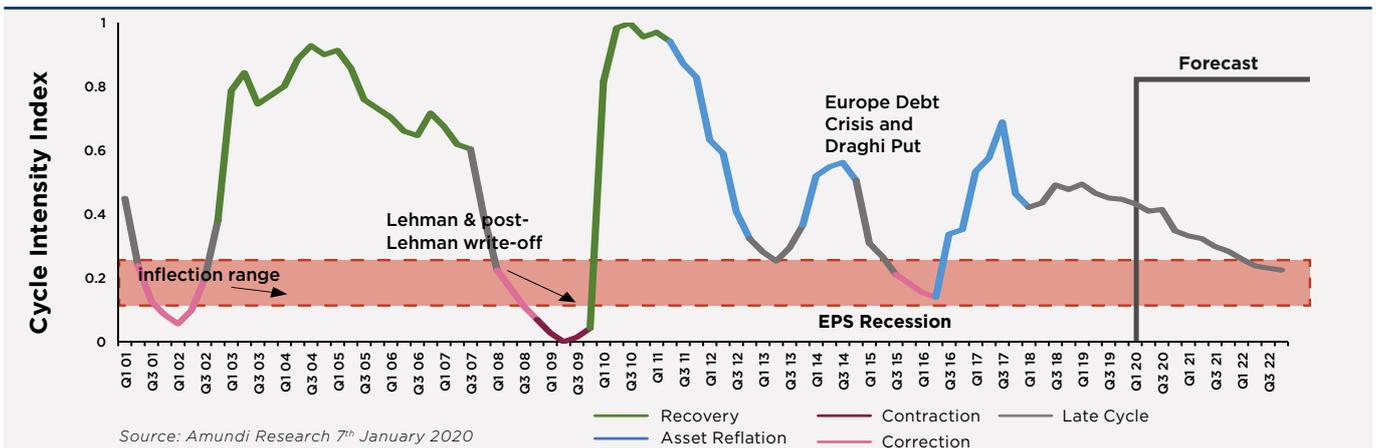
우리는 단기적으로는 긍정적인 경제서프라이즈와 (코로나바이러스의 영향이 제한적인 경우) 무역 측면의 우호적인 뉴스에서 비롯되는 일부 일시적인 안도감을 주는 요인들이 있을 것으로 예상하지만, 중기적인 기간에 대한 우리의 경제 시나리오는 수익 사이클의 취약성을 확실히 주고 있다.

이러한 사이클의 예외적인 특징은 무역전쟁의 고조, 비전형적 통화정책에 의한 사상 유래가 없는 저금리, 내수 서비스 부문 강력한 탄력성에 의한 상당히 탄력적인 노동시장이다. 이러한 특이성에도 불구하고, 2020년은 경기사이클의 후반 국면에 여전히 부합된다. 하지만 가장 가능성이 높은 2021년말 시나리오는 조정 국면으로의 전환이다.

### 성장: 미국에서는 감속화, 유로통화권에서는 안정화가 확인된다. 수익 사이클은 취약한 상태이다

- 미국의 실질 GDP 성장률은 감속화(작년 4분기 대비 1.8%, 연준의 2% 예측)되어 잠재성장률에 점진적으로 수렴될 것으로 예상되며, 성장 동력을 받쳐주는 복합적 요인의 기반이 줄어들고 있다. 우리는 미국 소비자가 “평균적” 연도 수준을 보이면서 성장의 주요 동력이 될 것이라는 의견을 유지하지만, 투자는, 특히 비거주자(외국인) 투자는 줄어들 것이다. 직전 현황 보고와 비교하여, 우리는 거주자(자국민) 투자 성과에 대한 기대감을 상향 조정했으며 이는 성장을 저해하는 요인이 되지 않을 것이다.
- 미국의 “정상화”는 상부에서 비롯되는 반면에, 유로통화권(EZ)의 현황은 독일과 이탈리아가 2019년의 빈약한 성과 이후에 추이 프로파일이 개선되고 있고 프랑스는 잠재성장률에 근접하여 유지되고 있으며 스페인은 경기둔화가 진행되는 등 더욱 혼재된 양상을 나타내고 있다. 전체로서 유로통화권은 잠재성장률로 안정화되는 방향을 나아가고 있으며, 현재로서는 경기가속화의 모멘텀이 나타날 것이라는 징후는 거의 없다. 실제로, 제조업 PMI는 여전히 우려스러운 수치를 나타내고 있으며, 무역전쟁의 고조라는 파고의 진정세가 제조업 부문의 저해요인을 제거하기에는 충분하지 않다.
- 일부 단기적인 안도감을 주는 요인들에도 불구하고, 수익은 현 사이클의 마지막 국면에서 위치되어 있다. 성장을 2021년까지 연장시키기 위해서는 글로벌 무역의 반등이 필요하다. 지난 10년 동안 주당순이익(EPS)을 지탱한 핵심 요인이었던 마진은 단위노동비용(ULC) 상승과 부채 레버리지 인해, 특히 미국 기업이, 압박을 받을 수 있다.

### 하향 추이가 확인됨: 2020년은 여전히 경기사이클의 후반 국면이지만 가장 가능성이 높은 2021년말 시나리오는 조정 국면으로의 전환이다

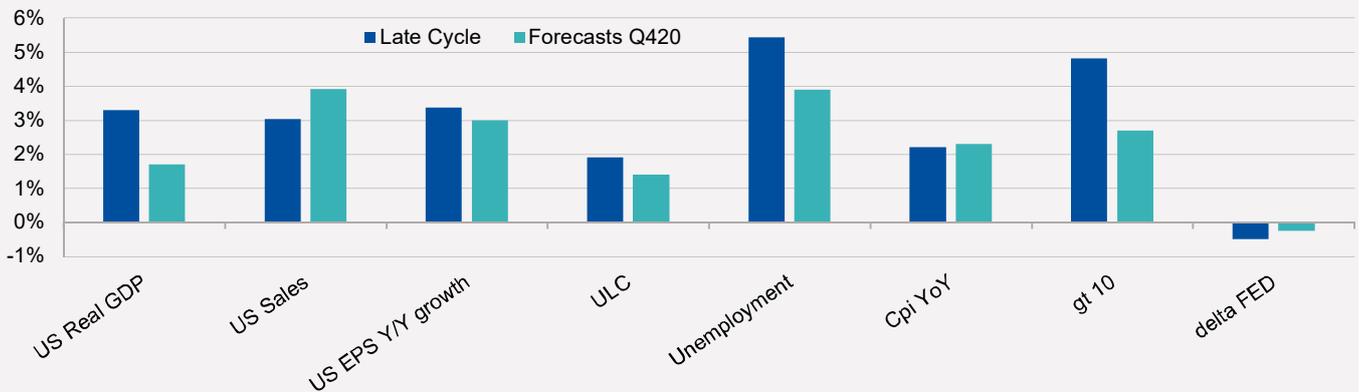


**인플레이션: 미국과 유로통화권 모두에서 가격 변동이 인플레이션의 긍정적 모멘텀을 2020년 동안 유지시킬 것으로 예상된다**

- 국가별로 중앙은행의 목표치 근접성이라는 측면에서 분명한 차이가 있겠지만 미국과 유로통화권 모두에서 가격 변동이 인플레이션의 긍정적 모멘텀을 2020년 동안 유지시킬 것으로 예상된다. 미국의 헤드라인 인플레이션은 2020년 상반기에는 상승하는 움직임을 나타내고 그후 2021년으로 진행되면서 떨어질 것으로 보이지만, 연준이 선호하는 인플레이션 지수인 근원 개인소비지출 물가지수 2%에는 점진적으로만 수렴할 것이다. 이러한 인플레이션의 점진적인 상승 추이는 플러스의 아웃풋갭에 의해 떠받혀지고, 물가안정실업률(NAIRU)보다 훨씬 낮게 유지되는 실업률, 계속적인 단위노동비용(ULC) 상승이 동반될 것이다. 이전에 단행된 추가 관세 부과와 영향이 가져온 결과로써 제조품의 생산가격도 역시 상승하는 움직임을 보일 것이다. 이에 따른 마진 축소의 리스크는 일부 최종 가격의 상승을 유발할 수 있으며, 임금 상승이 여전히 있는 상황에서 이러한 가격 상승은 소비자에 의해 받아들여 질 것이다.
- 유로통화권의 경우, 인플레이션 변동은 경미한 상승 추이를 유지하고 있지만 유럽중앙은행의 목표치에는 전혀 미치지 못하고 있다. 노동시장은 전반적으로 강세를 유지하고 있지만, 임금 상승은 그 어디에서도 이와 동일한 추이를 나타내진 못하고 있고, 인플레이션 전망은 약세를 유지하며 국가별로도 상이하다. 전체적으로 보면, 임금은 2019년보다는 경미하게 낮아진 속도로 계속 상승할 것이다. 하지만 이러한 임금 상승은 생산성향상에 의해 일부 상쇄되어서 단위노동비용은 계속 높아지지만 2019년보다는 그 속도가 둔화될 것이다. (물론 올해의 단위노동비용의 상승은 지난 5년 평균보다는 높을 것으로 보임) 생산자물가의 상승률은 2019년의 상승률보다는 경미하게 낮게 유지될 것이다. 전반적으로, 코어 인플레이션은 지탱되겠지만 주요한 부양책이 없다면 경제성장률은 잠재성장률에 수렴하거나 이 보다 경미하게 낮게 되어서 인플레이션은 중앙은행의 목표치에서는 전혀 미치지 못할 것이다.

이러한 사이클의 예외적인 특징은 무역전쟁의 고조, 비전형적 통화정책에 의한 사상 유래가 없는 저금리, 강력한 내수 서비스 부문에 의한 상당히 탄력적인 노동시장이다.

**내부 예측 vs Investment Phazer 참조가치**



Source: Bloomberg, S&P Website, Amundi Research, Data as of 31-dec-2019

- 재정적인 측면에서, 어떠한 주요 부양책의 시행도 예상할 수 없다. 미국의 경우, 의회예산처(COB)에 따르면 재정적자가 GDP의 4.6%(2019년의 4.5%에서 증가)에 이르고, 공공부채는 78.9%에서 80.7%로 증가할 것으로 예상된다. 유로통화권의 경우, 주요한 경기둔화가 발생하지 않는 한, 유럽연합 수준에 조화된 재정적 부양책을 예상하기가 현재로서는 어렵다. 우리는 독일과 네덜란드와 같이 재정적 여력이 있는 국가에서 부양책을 시행할 것으로 예상된다. 유럽연합 집행위원회의 추산에 따르면, 2020년의 총 재정적자 목표수치는 GDP의 약 0.9%(vs 2019년 0.8%)가 되어야 하며, 이로 인해 추가적인 완화(구조적 균형 변화를 살펴보는 경우, 잠재적 GDP의 2019년 -0.1%에서 -0.2%로 변경)가 있어야 한다 유럽연합 집행위원회의 추산에 따르면, GDP 대비 부채(EA19)는 GDP의 86%에서 85.1%로 변화할 것이다. 최근의 상황을 살펴보면, 독일의 경우에는 2020년 예산에서는 매우 다양한 세금 및 지출 조치를 통한 0.75%(구조적 재정흑자의 축소를 통해 마련)의 재정부양책이 발표되었다. 하지만, 독일은 최근의 재정책대 조치에서 그 목표를 달성하지 못했었다. 유럽연합 집행위원회의 0.4% 증가만을 반영하고 있다. 영국 예산은 3월11일에 발표될 예정이다. 현재로서는 지난 해 9월에 발표된 지출 계획에 기반한 추산치, 예산규칙의 변경 계획(새로운 규칙은 현재 예산의 균형과 투자지출에서 최대 3%임), 보수당 선거공약 등을 종합하여 계산하면, 단지 GDP의 1% 미만의 재정부양책이 있을 것으로 예상된다. 일본의 경우, 글로벌 경기둔화가 자국으로 확산되는 것을 피하기 위해 대규모(2,220억 유로)의 경기부양 패키지가 발표되었다. 이러한 경기부양 패키지는 수명을 초과한 인프라를 긴급하게 교체할 필요성도 다루고 있다. 이 조치는

향후 2년 동안에 GDP를 0.7% 부양시킬 것으로 예상된다. 신흥국도 확장적인 재정적 정책건지로 점차 이동하고 있다. 지난 12월에는 신흥국들에서는 대담한 2020년 예산법들이 승인되었으며, 인도네시아, 필리핀, 인도는 지출증가의 계획을 발표했다. 인도의 예산은 2월1일에 공개될 예정이다. 회계년도 2020년에 대한 지금까지 발표된 재정관련 수치는 실망스러웠고 지출 증가에 필요한 자금조달도 미흡하다.

### 통화정책은 성장의 부양에 계속 중점을 두고 있다

선진국의 경우, 우리는 중앙은행들이 현재의 완화적 견지를 유지할 것으로 예상하며, 이러한 견지는 성장을 지원하고 전반적으로 온건한 인플레이션 전망으로 인해서 가능한 사안이다. 주요 신흥국들의 경우에는 중앙은행들은 완화적인 바이어스를 유지하겠지만, 일부 국가에서의 인플레이션 측면의 최근 상황 변화로 인해서 정책옵션을 넓힐 여지가 거의 없을 수 있다.

- **선진국:** 연준은 데이터 의존적인 접근방식을 강화함에도 불구하고 완화적인 바이어스를 계속 유지할 것이며, 우리는 2020년에 완화적 금융조건을 유지시키고 미국의 경제성장률을 제 궤도에 유지하기 위해서 한 차례의 금리인하가 있을 것으로 예상된다. 유로통화권의 경우, 유럽중앙은행의 제2차 양적완화가 이제 시작되었고, 거시경제적 현황에서 실질적인 악화가 발생하지 않는 한, 특히 현재 진행 중인 전략적 검토의 관점에서는 단기적으로 주요한 새로운 조치가 예상되지는 않는다. 영국의 경우, 경제의 회복과 양태가 통화정책위원회(MPC) 예측에 대체적으로 부합되는 경우에 취할 가능성이 가장 높은 접근방식은 향후 12개월 동안에 금리의 동결이다. 마지막으로, 일본의 경우 우리는 향후 12개월 동안에 한 차례의 10bps 금리인하를 예상한다.
- **신흥국:** 필요하다고 간주되는 모든 수단을 동원한다는 중국인민은행(PBoC)의 완화적 견지가 예상되었던 대로 유지되고 있다. 예상보다 높은 새로운 헤드라인 인플레이션 수치도 중국인민은행이 이러한 완화적 견지를 유지하는 것을 막지는 못할 것이다. 인도의 경우, 자국내 경제활동지표는 전반적으로 침체된 경제환경에서 소수의 희망적인 조짐과 더불어 인플레이션의 상승이라는 서프라이즈(인도중앙은행(RBI)에서 중심시나리오에서 추가적인 인플레이션 전망의 상향 조정과 단기적으로는 정책금리 결정을 추가적으로 지연이 필요할 가능성이 큼)를 가진 혼재된 양상을 나타내기 시작했다. 개혁 측면(일차적으로는 연금 개혁)에서 건설적인 진척을 이루었기 때문에, 브라질중앙은행(BCB)의 추가적인 완화정책이 광범위하게 예상되었다. 브라질중앙은행이 이전에 발표했던 것처럼, 경기사이클의 현 단계에서는 부양책 수준에서 새로운 변화 가능성을 고려할 때에는 신중함이 필요하다. 러시아의 경우, 인플레이션이 잦아들었으며 러시아중앙은행(CBR)은 2020년 상반기의 추가적인 기준금리의 인하 가능성을 언급했다. 인플레이션이 온건하게 유지되는 경우, 우리는 향후 12개월 동안에 총 두 차례의 25pbs 금리인하를 예상한다.

# 상위 리스크 지도

거시경제연구 팀

아래의 표는 평가적 확률(시장기반의 확률은 아님)과 더불어 리스크요인을 제시하고 있다. 또한 이로 인해 유발될 수 있는 시장영향을 설명하고 있다.

2020년 1월 29일  
작성 완료

**20%**

무역전쟁의 고조

**20%**

기업 취약성의 상승

**10%**

중국경제의 경착륙

**10%**

미국 대통령선거

**10%**

군사적 긴장의 고조와 이러한  
영향의 글로벌 파급

**10%**

크레딧 유동성 및 리스크의  
외국적 배분

**10%**

USD 유동성의 고갈

## 분석

1단계 협상의 체결은 우리의 기본 시나리오에 부합된다. 하지만 가장 복잡한 사안(즉, 이미 시행 중인 현재의 추가 관세와 화웨이 사례)는 다뤄지지 않았고, 미국 대통령선거 이후로 미뤄졌다. 2020년에는 대통령선거가 있으며, 누가 대통령이 되더라도 전략적 사안에 대한 미국과 중국 사이의 대결은 양국의 관계를 악화시킬 수 있다. 포괄적인 무역협정이 체결될 가능성도 매우 낮다. 무역협상의 우여곡절은 기업신뢰도와 무역 흐름을 계속 악화시킬 수 있다.

기업은 부채를 늘려오고 있으며, 심지어는 금융대위기 이전보다 높은 수준이 되었다. 경각심을 일으키는 수익성은 기업이 부채를 상환하고 이자를 지불할 수 있는 능력을 저하시키고 있다. 이와 동시에, 신흥국과 프런티어 시장은 선진국 경제로부터 자본유입을 끌어 들였으며, 이는 신흥국의 대외부채를 증가시켰다. 금융조건의 긴축화와 금리상승은 신흥국들이 부채를 줄이는 능력을 악화시킬 것이다. 광범위한 디스트레스와 채무불이행/부도율의 급상승은 디리버링과 투자와 고용의 축소를 강제하고, 이는 리세션을 악화시킬 것이다.

중국의 경제성장이 둔화되고 있지만, 중국당국은 경제를 부양시키기 위해 (통화정책 및 재정정책을 통해) 최선을 다하고 있고 중국 경제는 관리될 수 있는 경기둔화의 경로로 유지될 것이다. 최근에 발표된 작년 11월/12월의 데이터는 일종의 미니 경기사이클 회복을 보여주고 있다. 하지만, 중국의 우한 지역에서 발발한 코로나바이러스의 광범위한 확산이 긍정적인 거시경제적 모멘텀을 상쇄시키고 있다. 중국의 경제모델은 과도한 크레딧의 징후와 더불어 취약하다. 비금융사 회사채가 대금융위기(GFC) 이후로 급격히 늘어났다.

미국 대통령선거의 결과는 결코 사소한 영향으로 끝나지는 않을 것으로 보인다. 투자자 집단은 여론조사에 집중하고 있지만, 대통령 후보가 수행하기로 공약한 정책시행(특히, 복지와 금융규제)을 살펴보는 것이 핵심적인 사항이다. 대통령 탄핵절차의 개시, 우크라이나, 이란, 시리아의 붕괴로 이어질 수 있는 극단적인 외교정책 수단의 강화, 새로운 행정부 하에서 법인 수익에 적용될 세율의 인상과 이에 따른 신뢰도 하락과 경제의 침체의 가능성은 리스크 시나리오의 확률을 상승시키고 있다.

중국/미국, 중국/홍콩, 브렉시트, 이란/중동, 리비아 등 지정학적 측면이 시장에 현격한 영향을 미치고 있다. 지난 1월 이라크에서 미국의 이란 사령관에 대한 타격은 군사적 대결 가능성과 이에 따른 유가와 글로벌 정세에 미치는 영향에 대한 우려를 불러 일으켰다. 시장은 주요한 대결 고조의 가능성은 낮다고 가격에 반영하고 있으며, 투자안전처(금, 미국 재무성증권, 석유, USD, 일본 엔화)와 위험자산(선진국 주식)에 대해서 등락세를 거친 후에 최소한의 조정만이 있었다. 우리는 미국이나 이라크에서의 추가적인 군사적 대결 고조가 있지는 않고, (이라크에서 석유 공급중단이 발생하지 않는 한) 유가의 급상승도 단기적으로만 유지될 것으로 예상한다.

저금리의 환경에서 수익률 추구는 기관투자자들이 자신의 포트폴리오에서 크레딧 리스크를 축적하도록 몰아갔다. 명목적 대상목표를 달성하기 위해서 유동성 완충기제가 줄어들었다. 급격한 투매의 사태가 발생하면 현재의 크레딧 사이클이 원숙화 되는 결정적인 국면과 규제 변화와 더불어 시장 구조의 전환은 투자자에게는 자신들의 포지션 매도에 분명히 실재하는 장애물이 될 수도 있다.

미국 달러화 조달유동성 및 USD 유동성기반의 축소는 긴축적 자금조달 조건의 영향을 증폭시키고 USD 대외 차관/여신을 받는 국가로의 파급효과를 일으킬 수도 있다.

## 시장 영향

- 주식과 CNY에 부정적
- USD, 미국 재무성증권, 금에 긍정적

- 위험자산에 부정적
- 미국 IG BBB의 신용등급 하락, 유로 및 미국 HY B-CCC 채무불이행/부도 증가
- USD, 미국 재무성증권, 금에 긍정적

- 글로벌 금융 불안정성
- 석유, 기본적 금속, 원자재 수출국의 통화, 신흥국 채권에 부정적
- 미국 재무성증권/독일국채, 금에 긍정적

- 변동성 상승
- 미국 시장의 혼란
- 금에 긍정적

- 유가 및 투자안전처 자산(FX 및 금)에 긍정적
- 위험자산에 부정적

- 현금, 국채(미국, 유로통화권), 금에 긍정적
- 신흥국 채권, 글로벌 주식, HY, 석유, 기본 원자재에 부정적

- 글로벌 금융 불안정성
- 금과 미국 재무성증권에 긍정적
- 위험자산(특히, 신흥국)에 부정적

## 거시경제적 환경 우리의 투자확신 및 시나리오

거시경제연구 팀

본 단락에서는 우리의 중심 시나리오와 대안 시나리오의 요약을 제공하고 있다.



### 중심 시나리오 (55% 확률): 정책 불확실성에도 불구하고 탄력적인 내수수요와 서비스 부문

- 글로벌 성장 둔화:** 지난 여름 동안에 전세계에서 관찰되었던 경기약세가 몇몇의 적은 예외를 제외하고 계속 하락세로 이어졌다. 산업 데이터와 기업경기실사에 따르면, 미국과 중국 사이의 1단계 무역협상 합의가 일부 안도감을 가져왔음에도 불구하고 글로벌 제조업 부문이 아직까지는 바닥을 치지 않은 것으로 계속 나타나고 있다. 내수부문은 매우 낮은 인플레이션과 일부 경제에서 나타나는 강력한 노동시장에 의해 계속 뒷받침되고 있는 가계 소비에 의해 보다 탄력적으로 유지되고 있다. 하지만, 서비스 부문은 여전히 제조업보다는 더욱 탄력적인 것으로 증명되고 있다.
- 2020년 전반기에 바닥을 칠 것으로 예상되는 글로벌 무역:** 무역은 지난 18개월 동안에 보호무역주의 수사에 이끌려 급락했다. 오랫동안 기다려 온 미국과 중국 사이의 무역협상 1단계 합의가 이루어졌지만 세계교역과 실물경제에 미친 손상은 간단하거나 신속하게 회복되지는 않을 것이다. 우리는 글로벌 무역이 2020년에 매우 느린 속도로 회복될 것으로 예상한다. 즉, 글로벌 무역은 단기적으로는 압박을 계속 받을 것으로 예상되고 내년에는 글로벌 GDP보다 느린 속도로 성장할 것이다. 경제에 미치는 관련된 영향은 지역별로 다르다. 유럽의 수출은 커다란 타격을 입고 있다. 미국은 지속적으로 수입품 대체재를 추진해 있다. (산업 소모품과 원자재의 수입이 미국 전체 수입에서 차지하는 비중이 2007년 27%에서 2019년 18%로 급감) 신흥국은 무역긴장에서 비롯된 어려움을 기회로 전환하기 위해 노력하고 있다. 중국의 경제활동 둔화는 세계교역 역동성에 단기적으로 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상되고 있다. 이와 더불어, 글로벌 무역 형태와 생산망이 세계지역 수준에서 더욱 통합됨에 따른 탄력적인 내수수요의 역할을 과소평가하지 않아야 할 것이다.
- 미국:** 경제성장률이 잠재성장률로 점진적으로 수렴되고 있으며, 하방 리스크가 경미하게 상승했다. 2018년의 매우 완화적인 재정정책으로 부양된 미국 경제는 2018년 하반기에 감속화 되기 시작했으며, 향후 수분기 동안에도 이러한 추이가 계속될 것이다. GDP 성장률이 2018년 2분기 전년대비 3.2%로 정점을 찍은 이후에, 탄력적인 개인소비 지출유형과는 대비되는 고정투자 하락이 주도하는 내수소비의 감속화를 동반되어 GDP 성장률은 점진적으로 약 2%로 둔화되었다. 미중 무역협상 1단계 합의로 일부 완화되기는 했지만 글로벌 무역과 제조업의 약세의 장기화가 경제에 보다 장기적인 영향을 줄 수 있기 때문에 우리는 이러한 점진적인 GDP 성장률의 감속화가 계속될 것으로 예상한다. 소비의 측면에서는, 총 노동소득 증가의 하락 징후는 우리가 성장의 주요 동인으로 예상하는 개인소비를 어느 정도 제약시킬 수 있다. 우리의 시나리오에서는 2019년에 하락을 겪었던 기업신뢰도와 소비자신뢰도가 일정 정도 안정화되고 회복될 것이다. 인플레이션은 점진적으로 상승의 움직임을 보일 것으로 예상되는 되지만, 여전히 온건한 틀 안으로 유지될 것이다. 이러한 환경에서, 통화정책은 완화적으로 유지되고 있고 우리는 올해 한 차례의 금리인하를 여전히 예상한다. 전반적으로 우리는 리스크 균형이 경기 하방으로 치우쳐 있다고 여전히 믿고 있다. 무역전쟁의 휴전이 합의되었지만, 지정학적 긴장이 지속되고 있고 대통령선거가 임박함에 따라 정치적 불확실성이 프레임워크에 추가될 수 있다. 우리는 리세션을 예상하지는 않지만, (재정정책의 뒷받침이 줄어들고 내수수요가 감소함에 따라) 현 경기사이클의 확장에 대한 의구심이 향후 수분기 동안에 강화될 수 있다.
- 유로통화권:** 불확실성이 글로벌 경제를 특징을 짓고 있는 상황에서 유로통화권 경제는 압박을 받고 있지만, 최근의 분위기는 미국-중국 무역협상의 측면에서 개선되었다. 유로통화권은 대외수요의 약화를 경험하고 제조업 부문은 심각한 충격을 받았으며, 이러한 충격의 소비자 및 다른 중요 경제 부분으로 확산 여부가 우려를 자아내고 있다. 하지만, 내부 성장동인이 대체적으로 탄력적이게 유지됨에 따라 경제적 펀더멘탈에 대한 기대감은 점진적으로 보다 건설적인 전망으로 변화했으며, 경제서프라이즈는 긍정적인 방향으로 바뀌었다. 이러한 맥락을 바탕으로, 제조업 위기가 점진적으로 해결되고 미진한 수준이지만 글로벌 무역이 안정화됨에 따라 우리는 유로통화권 경제성장률이 2020-2021년에 안정화되어 잠재성장률로 수렴될 것으로 예상한다. 내수수요는 낮은 총 실업률과 중간 수준의 임금 상승을 가진 전반적으로 건전한 노동시장에 의한 뒷받침이 유지될 것이다. 이러한 요인들은 성장의 주요 동인으로 예상되는 가구 소비를 뒷받침한다. 투자는 안정적인 경제환경에서 혜택을 받을 것이고, 유럽연합 집행위원회의 「그린뉴딜」과 관련된 업사이드 리스크가 현실화될 수도 있다. 확장적 재정정책의 가능성은 국가별 수준의 이행으로 제한되고 있고 아직은 유럽연합 수준의 조화된 노력의 형태를 갖추지는 못하고 있다. 하지만, 특히 유럽경제가 악화되고 경기회복에 어려움이 있는 경우에는 유럽연합 수준의 재정정책 추진 가능성은 이론적으로는 존재한다. 성장 안정화로 인해 인플레이션이 매우 점진적인 상승 움직임으로 뒷받침됨에 따라, 이러한 모든 맥락을 고려하여 우리는 유럽중앙은행의 새로운 완화정책을 예상하지는 않는다.

- **영국:** 보수당이 작년 12월12일의 조기총선에서 승리함에 따라, 작년 10월 협상에서 합의된 탈퇴합의안이 추진되어 1월31일에 원활한 브렉시트의 문을 열 수 있게 되었다. 2020년말까지의 전환 기간 동안에 영국은 유럽단일시장에 대한 접근권을 보유하게 된다. 이러한 전환 기간 동안에 자유무역협정과 서비스 부문 조항을 포함하는 영국-유럽연합 무역관계에 대한 미래의 연구적인 틀에 대한 협상을 하게 된다. 그렇지만, 영국이 이러한 전환 기간의 연장을 원하지 않는다고 통보했기 때문에 이와 관련된 남은 협상 기한이 너무 촉박하다. 협상대표단의 합의안을 도출할 능력에 대한 불확실성도 2020년말의 교역충격(유럽연합 시장에 대한 영국 접근의 급작스러운 거부)의 공포를 유발시킬 수 있다. 그럼에도 불구하고, 우리는 실용주의가 지배하여 서로의 입장 차이에도 불구하고 최소한 대다수의 상품에 대해서는 자유무역을 허용하는 합의에 이를 것으로 예상한다.
- **유가:** 이라크에서 미국의 이란 사령관에 대한 타격 후에 유가는 급상승했으며, 이에 대한 이란의 군사적 공격/보복 직후에는 추가적인 군사적 충돌의 가능성을 배제할 수 없기 때문에 단기적으로는 유가가 더욱 높게 상승하는 움직임을 보였다. 하지만, 이라크 석유 생산의 중단을 가져오는 전면적인 군사적 대결이 발생하지 않는 한, 일시적 공급 충격에 대한 유가의 탄력성은 과거보다 낮아졌고 다른 석유 생산자가 이러한 충격을 흡수할 수 있기 때문에 현저하게 높은 유가로의 지속 가능한 전환은 있을 것 같지는 않다. 특히, 미국의 석유 생산은 과거보다 유연성이 높아졌고 매우 탄력적인 것으로 나타났으며, 이는 석유가 공급중단 우려에 대해서 과거보다는 덜 취약하게 만들었다.
- **중앙은행:** 선진국에서는 “관망세” 태도로 복귀.
  - **연준(Fed):** 완만한 인플레이션 전망이 향후의 비둘기파적인 견지를 유지하고 있다. 연준이 데이터 의존적인 접근방식을 강화함에도 불구하고 완화적인 바이어를 계속 고수하고 있다. 시장기대감과 마찬가지로, 우리의 중심 시나리오는 2020년에 완화적인 금융조건을 유지하고 성장을 제궤도에서 유지시키기 위해서 한 차례의 금리인하가 있을 것으로 예상하고 있다.
  - **유럽중앙은행(ECB):** 성장이 안정화되고 인플레이션은 점진적으로 올바른 방향으로 움직이고 유럽중앙은행이 올해 전략적 검토를 진행하는 상황에서, 거시경제적 현황이 실질적으로 변화하지 않는 한 우리는 어떠한 주요 정책 변경도 예상하지 않는다. 제2차 양적완화는 이제 시작되었고, 단기적으로 새로운 주요 조치가 예상되지는 않는다. **거시경제적 현황에서 실질적인 악화가 발생하지 않는 한, 우리는 유럽중앙은행이 향후 12개월 동안 금리를 계속 동결할 것으로 예상한다. 왜냐하면, 은행제도에 대한 추가적인 부정적 영향의 리스크로 인해 제한적인 여지를 감안하는 경우에 또 다른 금리인하를 위해 제시된 기준은 상당히 높기 때문이다.**
  - **일본은행(BoJ):** 지정학적 리스크가 다시 상승하거나 JPY가 실질적으로 강세가 되는 경우에 일본은행은 2020년에 추가적인 양적완화를 여전히 고려할 수도 있다. 우리는 향후 12개월 동안에 두 조건 하에서 10bps 금리인하가 있을 것으로 예상한다. 첫 번째로, 단기금리의 목표치를 낮추기 위해서는 금융기관에 부정적인 영향을 완화하기 위한 일본은행의 경상계정 예치금의 3단계 구조에 대한 재조정이 동반되어야 한다. 두 번째로, 곡선의 기울기를 확보하기 위해서 일본은행은 분명히 곡선의 롱엔드(longer-end)가 하락하지 않도록 유지할 것이다.
  - **영국중앙은행(BoE):** 영국중앙은행은 인플레이션이 2% 목표치로 지속 가능하게 회복되기 위해서는 통화정책이 경제 전망의 변화에 따라 양방향 모두에 대응할 수 있어야 한다고 밝히고 있다. 통화정책위원회(MPC) 예측의 시나리오가 발표되는 데이터에 의해 계속 뒷받침되는 경우에, 우리는 향후 12개월 동안에 영국중앙은행은 금리를 동결할 가능성이 가장 크다고 여전히 믿고 있다.



**다운사이드 리스크 시나리오 (30%):**  
내수수요로 전면적인 확산

- 무역전쟁은 심화되고 글로벌 교역의 심각한 위축, (서비스 부문의 침체로 확산을 동반한) 제조업 부진, 통화전쟁으로 현실화된다. 글로벌화 축소에 따른 리세션
- 고유리스크(중동, 홍콩, 미국 대선)의 악화, 점진적인 연착륙을 뒷받침하는 정책조합의 실패로 중국경제의 경착륙 및 이에 따른 성장과 거시경제적 안정성에 관련한 지역적/글로벌 악영향.



**업사이드 리스크 시나리오 (15%):**  
2020년 글로벌 경제의 온건한 가속화

- 유럽(독일과 네덜란드)과 미국(가능성이 있음) 모두에서 예상보다 강력한 재정 정책적인 지원; 기대하지 않았던 유로통화권 수준에서 조화된 재정부양책; 이러한 상황은 정책조합의 개선과 통화정책적 견지에 강력한 뒷받침을 제공하는 핵심적인 업사이드 리스크를 부여할 것이다.
- 유럽: 금융 구조(자본시장 통합, 은행업 통합, 유연한 재정규칙)에서 현저한 진전을 이루는 경우에 투자가 번성하도록 만드는 프레임워크의 개선시키고, 기대감을 안정화하고, 통화정책의 파급기제를 향상시킬 것이다.
- 중국과 미국 사이의 의미 있는 무역협정을 통한 진정한 무역전쟁의 종전.

## 지역별 거시경제적 현황

거시경제연구 팀

2020-01-30 작성 완료

### 미국

#### 미국 경제성장의 둔화, 무역에서 정치로 전환된 불확실성

- 내수수요가 계속 둔화되고 있으며, 개인 소비보다는 투자 지출이 가장 큰 악영향을 받고 있다. 기업환경실사에 따르면, 서비스 부문은 탄력적이고 제조업 부문은 여전히 부진한 것으로 나타났지만, 최근에는 제조업 부진이 바닥을 치고 있다는 징후도 나타나고 있다.
- 계절적 요인과 기저효과로 인해 12월 소매판매가 높아졌지만, 전반적인 소비는 계속 점진적으로 하락할 것이다. 소비자신뢰도는 가까운 장래의 양호한 소비 증가하는 예상에 부합되지만, 총소득증가가 완화되는 징후는 향후에 소비가 저하될 것임을 나타내고 있다. 투자의 측면에서, 지출계획은 잠정적으로 바닥을 쳤다는 일부의 징후가 나타나기는 했지만 아직은 현저하게 감소되었다.
- 인플레이션은 단기적으로는 일부 상승의 움직임(2.3%의 코어 인플레이션과 헤드라인 인플레이션)이 현실화되고 있음에도 불구하고 온건하게 유지되고 있다. 하지만 근원 개인소비지출 물가지수(전년대비 1.6%)는 연준의 목표치에는 낮지만 근접한 수치를 보였다.
- 연준은 정책기조의 적정성을 검토하여 적절한 성장과 노동시장의 탄력성을 뒷받침하기 위해서 면밀하게 조정했다. 하지만, 성장에서 일부 실망감이 예상됨에 따라 우리는 2020년 상반기에 추가적인 금리인하가 가능할 것으로 생각한다.

### 리스크요인

- 미중 무역협상 1단계 합의는 단기적으로는 시장분위기의 조성에 도움을 줄 수 있지만, 이전의 무역관련 조치들이 경제에 실질적으로 영향을 주어서 그 효과가 점차 가시적으로 나타날 것으로 생각된다.
- 민주당 후보의 공약과 관련되어 부상할 수 있는 정치적 불확실성
- 지정학적 상황전개에 지속적인 공급 충격을 유발하는 경우에는 유가에 업사이드 리스크를 부여할 수 있으며, 이는 우리의 인플레이션 전망에도 영향을 주게 될 것이다.

### 유로통화권

#### 바닥을 치고 있는 유로통화권 경제

- 3분기 GDP 성장률(전분기대비 +0.2%, 전년대비 1.2%)은 예상보다는 경미하게 좋았다. 경제활동은 개인소비로 떠받쳐졌으며, 고정투자는 2분기에 강력한 성과를 낸 후에 저하되었다.
- 4분기 은행대출실사에 따르면, 전 분야에 걸친 순 수요의 강세와 더불어 소비자 부문의 상대적 강세가 확인되고 있다. 하지만 대출의 조건 및 기준은 대체적으로 변화하지 않았으며, 기업의 대출 수요는 전체적으로 약세를 유지했다.
- 유로통화권 종합 구매자관리지수(PMI)의 예비수치는 제조업의 개선과 서비스업의 완화(이러한 사안들에 대한 모니터링이 필요함)의 결과를 나타내며 안정세를 유지했다.
- 인플레이션은 여전히 미진한 상태로 유지되고 있지만, 작년 말에는 코어 및 헤드라인 인플레이션 모두에서 전년대비 1.3%로 움직임을 보이면서 상승의 징후를 보였다.
- 이러한 배경에서는 경제가 점진적으로 회복세/안정화를 이루고 금융조건이 완화적으로 유지되는 경우에 우리는 중앙은행이 올해에는 금리를 동결할 것으로 예상된다.

### 리스크요인

- 미중 무역협상의 1단계 합의 체결은 시장분위기를 뒷받침할 것이지만, 글로벌 무역 흐름에 관한 데이터에서는 여전히 바닥을 치지는 않은 어려운 시기인 것으로 나타났다. 대외 부문은 여전히 저해 요인일 수 있다
- 올해에 국내 정치적 긴장이 여전히 재부상할 수 있다
- 정치적 파편화로 인한 전략적 계획/개혁의 이행 및 설계의 부족
- 하드 브렉시트 리스크는 제거되었지만, 브렉시트 “절벽”의 리스크는 지속되고 있다

### 영국

#### 성장은 공공지출에 의해 견인되고 있지만, 2020년 이후의 상황에 대한 불확실성으로 인해 둔화되고 있다

- 브렉시트는 2020년 1월31일에 원활하게 진행되었다. 가장 최근의 경제적 신호는 혼재된 양태이다.

### 리스크요인

- 2020년말 이전까지 자유무역협정을 유럽연합과 체결하지 못하는 경우 발생할 수 있는 무역 충격

## 지역별 거시경제적 현황

2020-01-30 작성 완료

### 영국

### 리스크요인

- 보수당 정부가 계획한 공공지출의 확대는 성장을 부양시킬 것이다.
- 하지만, (2020년말에 만료되는 전환 기간 이후의) 향후 관계의 틀을 짓는 유럽연합과의 무역협정의 협상을 둘러싼 불확실성은 투자를 계속 저해하고 있다.

### 일본

### 리스크요인

#### 코로나바이러스 우려가 2019년 4분기에 시작된 경기 재가속화를 저하하고 있다

- 가구에서 캐쉬리스 결제의 금전적 보상과 아동보육비 보조를 인식함에 따라 소비자 지출이 마침내 부가세 인상에서 비롯된 경기약세에서 벗어나 회복을 징후를 보이기 시작했다. 중국의 전자제품에 대한 수요가 모멘텀을 받음에 따라 수출 하락세는 멈추었다.
- 일본 의회는 최근의 대규모 경기부양 패키지의 일부를 포함하고 있는 2019 회계년도 추가경정예산을 승인했다. 반면에, 본원통화 증가율은 높아졌으며 일본은행은 작년 12월 이후에 일본국채 매입의 테이퍼링(양적완화 축소)을 유예했다.
- 하지만, 일본으로 유입되는 관광에서 1/3을 차지하는 중국 대륙에서 오는 일반적으로 음력 설 휴가를 즐기는 외국인 방문객이 코로나바이러스 감염병 발발에서 직접적인 타격을 받고 있다. 공급망의 붕괴도 판매 부진으로 이미 어려움을 겪고 있는 자동차 산업의 문제를 악화시킬 수 있다.

- 코로나바이러스 감염병의 강도, 기간, 확산
- 리스크회피 자금을 유입으로 인한 일본 엔화의 급등한다
- 소비자 수요가 둔화  
임금협상의 인상분을 바탕으로 회복하는 데에 실패한다

### 중국

### 리스크요인

- 모니터링되고 있는 대부분의 경제 데이터는 12월에 반등세(안정적인 부동산 부문과 인프라 투자)를 보였다. 발표된 2019년 GDP 수치는 예상되었던 것처럼 전년대비 6.0%였다. 이러한 경제 수치의 반등세에도 불구하고, 우한 지역에서 비롯된 코로나바이러스의 급작스러운 확산은 중국의 경제성장에 심각한 하방 리스크를 부여하고 있다.
- 12월의 헤드라인 인플레이션은 전년대비 4.5%로 안정적으로 유지되었으며, 식료품 가격은 약간 변화했다.
- 정책조합(폴리시믹스)는 경미하게만 경기부양적인 것으로 다시 한번 확인되었다. 올해 초에는 지급준비율(RRR)은 50bps 인하 되고 1월에 대출우대금리(LPR)는 4.15%에서 동결되었다.
- 그럼에도 불구하고, 겨울철이 지나면 코로나바이러스의 영향은 잦아든다고 예상하는 것이 합리적이며, 점진적으로 확대되는 입국/여행 금지의 규모/기간이 중국의 경제성장을 둔화에 미치는 영향의 크기를 결정할 것이며, 이는 글로벌 경제성장을 둔화에 2003년보다도 더 크게 영향을 미칠 수도 있다.

- 중국의 거시경제적 모멘텀 개선은 코로나바이러스 확산과 관련된 부정적 뉴스에 의해 상쇄되고 있다
- 여전히 높은 인플레이션, 식료품 가격 상승세는 줄어들
- 여전히 온건한 경기부양 정책조합

### 아시아 (일본과 중국 제외)

### 리스크요인

- 이 지역의 경제 조건은 반도체 부문에 크게 노출되어 있는 한국, 대만, 중국 등의 국가의 수출 물량에서 건설적인 회복세를 바탕으로 개선되었다.
- 이 지역의 인플레이션 수치는 지난 12월에는 일반적으로 상승했지만, 전체적으로는 매우 온건하게 유지되고 있다. 식료품 바스켓 컴포넌트에서 차지하는 비중이 높은 인도와 중국의 12월 인플레이션 수치는 각각 7.4%와 4.5%라는 사실도 다시 언급될 필요가 있다.
- 말레이시아 중앙은행(BNM)은 경제성장률과 이와 관련된 대외 리스크를 우려를 바탕으로 예상 밖으로 정책금리를 25bps 인하하여 2.75%로 낮추었다.
- 중국의 이외의 지역으로 코로나바이러스의 확산은 인접 국가들에게 부정적인 영향을 줄 것으로 예상되며, 특히 중국 관광객의 입국이 커다란 비중을 차지하고 있는 태국과 베트남에서 더욱 영향이 클 것이다.

- 반도체 수출을 바탕으로 개선된 거시경제적 모멘텀
- 여전히 매우 온건한 인플레이션, 중국과 인도에서는 높은 수준
- 말레이시아 중앙은행(BNM)의 25bps 정책금리 인하
- 코로나바이러스의 확산은 태국과 베트남 등의 인접 국가들에게 영향을 줄 것으로 보인다

## 지역별 거시경제적 현황

2020-01-30 작성 완료

### 남미

- 이 지역의 거시경제적 모멘텀은 안정세를 유지하며 온건하게 긍정적이다. 브라질의 거시경제적 모멘텀은 어느 정도 안정화되고 여전히 긍정적인 측면을 유지했으며, 콜롬비아도 비슷한 양상을 보이고 있다. 멕시코 GDP 성장률은 4분기에 예상보다는 덜 나쁜 전년대비 -0.3%(vs 전년대비 예측 GDP 성장률 -0.5%)를 나타냈다.
- 브라질의 인플레이션은 11월 전년대비 3.3%에서 12월 전년대비 4.3%로 급상승했다. 브라질 인플레이션의 급상승 유발 요인은 식료품 컴포넌트였으며, 4.3%의 인플레이션 상승치에서 전년대비 1.3%를 기여했다. 이전 두 달 동안에 전년대비 50% 미만의 수치를 기록했던 아르헨티나는 12월에는 전년대비 50.6%로 다시 상승했다.
- 이 지역의 중앙은행들은 금리를 동결했지만, 브라질중앙은행은 추가적인 온건한 완화정책의 가능성을 열어 두었다.
- 디폴트를 피하기 위한 채무구조조정을 다루는 아르헨티나 정부와 국제통화기금(IMF) 사이의 협상이 시작되었다. 세부적인 일정은 2월에 발표될 것으로 예상된다. 1월29일에 미국대통령은 NAFTA를 대체하는 USMCA 무역협정에 서명했다.

### 리스크요인

- 경제적 모멘텀은 전반적으로 약간 긍정적이다
- 인플레이션은 전반적으로 온건하다. 브라질 소비자물가지수(CPI)는 식료품 물가의 인상으로 급상승
- 이 지역의 중앙은행들은 금리를 동결했다.
- USMCA이 서명되었고, 아르헨티나는 IMF와 협상을 시작했다

### 유럽·중동·아프리카(EMEA)

**러시아: 실질 GDP 성장률은 2019년에는 1.2%로 둔화될 것으로 예상된다. 하지만, 중기적으로는 2019년에서 2024년까지의 커다란 인프라 지출 프로그램과 저금리 환경을 배경으로 러시아의 경제성장률이 2020년에는 가속화될 것으로 예상된다.**

- 잠재적인 미국의 제재 위협에도 불구하고, 거시경제적 시나리오는 매우 우호적이다. 러시아는 신흥국에서는 이례적으로 2019년에 “쌍둥이 흑자”를 보고 있는 국가 중의 하나이며, 국부펀드에 자산도 축적하고 있다.
- 러시아 중앙은행(CBR)은 12월 정책금리를 25bps 내려 6.25%로 인하했다. 인플레이션 감속화를 감안하여 우리는 향후 12개월 내에 두 차례의 25bps 금리인하가 있을 것으로 예상된다.

#### 남아공: 예상되지 않았던 남아공중앙은행(SARB)의 금리인하

- 재정우려 및 저성장 전망으로 인한 자본 유출 및 환율 압박과 관련된 어려운 환경에도 불구하고, 남아공중앙은행(SARB)은 올해의 첫 번째 통화위원회 회의에서 금리를 25bps 인하하여 +6.25%로 낮추었다. 남아공중앙은행의 이러한 결정은 남아공의 성장과 인플레이션 예측의 하향 조정 및 2020년 기대인플레이션에서 비롯되었다. 현재의 리스크회피의 분위기에서 우리는 향후 수개월 동안에는 추가적인 완화조치가 있을 것으로 예상하지는 않는다.

#### 터키: 12월 인플레이션 재상승이 통화정책 견지를 변화시키지는 않았다

- 인플레이션이 12월에 재반등했음에도 터키 중앙은행(CBRT)은 1월에 금리를 75bps 다시 인하하여 컨센서스에 부합되는 수치인 +11.25%로 낮추었다. 터키 중앙은행은 성장부양정책을 선호하고 있으며, 현재의 인플레이션 궤적이 2020년말의 전년대비 8.2% 예측과 부합된다고 밝혔다. 관련된 보도자료에는 추가적인 금리인하를 암시하는 약간의 변경내용만을 포함하고 있었다.

### 리스크요인

- 유가의 하락, 미국의 제재 강화, 추가적인 지정학적 긴장
- 리스크회피 상승, 국가 신용등급 하락의 리스크, 사회적 요구의 증가, 개혁이 부재한 상황에서 계속되는 재정저하
- 중앙은행의 과도한 완화적 조치, 느슨한 재정적 견지, 지정학적 긴장의 고조, 유로통화권 경제활동의 둔화

## 거시경제 및 시장전망

거시경제적 전망 (2020년 2월 4일)						
연 평균 (%)	실질 GDP 성장률 %			인플레이션 (CPI, 전년대비, %)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
미국	2.3	1.9	1.8	1.8	2.2	2.1
일본	1.2	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6
유로통화권	1.2	1.0	1.2	1.2	1.2	1.5
독일	0.6	0.7	1.1	1.5	1.5	1.5
프랑스	1.2	1.1	0.3	0.3	0.3	1.5
이탈리아	0.2	0.2	0.4	0.7	0.8	1.2
스페인	2.0	1.5	1.5	0.7	1.2	1.2
영국	0.3	1.1	1.4	1.8	2.2	2.1
브라질	1.1	1.7	1.8	3.7	4.6	4.6
멕시코	-0.1	0.8	1.2	3.6	3.4	3.4
러시아	1.3	1.7	2.5	4.7	3.2	4.0
인도	5.1	5.1	5.6	3.7	5.9	4.2
인도네시아	5.0	5.0	5.1	3.0	3.1	3.8
중국	6.2	5.6	5.7	2.9	3.4	1.7
남아공	0.3	0.8	1.0	4.6	4.1	4.9
터키	0.2	1.8	2.2	15.6	11.3	9.8
선진국	1.7	1.4	1.5	1.5	1.7	1.7
신흥국	4.1	4.1	4.4	4.0	4.4	3.4
전세계	3.1	3.0	3.3	3.0	3.3	2.8

출처: Amundi Research

기준금리 전망					
	2020-01-29	Amundi +6개월	컨센서스 2020년 2분기	Amundi +12개월	컨센서스 2020년 4분기
미국	1.75	1.50	1.60	1.50	1.55
유로통화권	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
일본	-0.1	-0.2	-0.11	-0.2	-0.06
영국	0.75	0.75	0.81	0.75	0.95

장기채권수익률 전망					
2년물 채권수익률					
	2020-01-29	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	1.57	1.30/1.50	1.60	1.30/1.50	1.63
독일	-0.586	-0.70/-0.50	-0.58	-0.70/-0.50	-0.57
일본	-0.136	-0.30/-0.20	-0.13	-0.30/-0.20	-0.14
영국	0.474	0.40/0.60	0.39	0.40/0.60	0.44

10년물 채권수익률					
	2020-01-29	Amundi +6개월	포워드 +6개월	Amundi +12개월	포워드 +12개월
미국	1.84	1.70/1.90	1.90	1.50/1.70	1.96
독일	-0.17	-0.20/0.00	-0.13	-0.40/-0.20	-0.08
일본	0.00	-0.10/0.10	0.03	-0.10/0.10	0.06
영국	0.74	0.80/1.00	0.81	0.80/1.00	0.87

통화 전망					
	2020-01-30	Amundi +6개월	컨센서스 2020년 2분기	Amundi +12개월	컨센서스 2020년 4분기
EUR/USD	1.10	1.13	1.13	1.14	1.16
USD/JPY	109	107	108	105	107
EUR/GBP	0.84	0.86	0.85	0.86	0.85
EUR/CHF	1.07	1.12	1.11	1.10	1.12
EUR/NOK	10.13	9.79	9.83	9.91	9.70
EUR/SEK	10.63	10.50	10.50	10.44	10.40
USD/CAD	1.32	1.30	1.31	1.27	1.30
AUD/USD	0.67	0.69	0.69	0.69	0.70
NZD/USD	0.65	0.65	0.66	0.67	0.67
USD/CNY	6.91	7.05	7.00	7.10	6.93

## 최근 발간물

### 조사보고서



#### **A Note on Portfolio Optimization with Quadratic Transaction Costs**

Pierre CHEN, Edmond LEZMI, Thierry RONCALLI, Jiali XU — Quantitative Research

#### **Machine Learning Optimization Algorithms & Portfolio Allocation**

Sarah PERRIN — Ecole Polytechnique, Thierry RONCALLI — Quantitative Research

#### **Forecasting Combination: An Application For Exchange Rates**

Elisa BAKU — Paris School of Economics, Edmond LEZMI — Quantitative Research

#### **Do universal owners vote to curb negative corporate externalities? An empirical analysis of shareholder meetings**

Marie BRIÈRE — Amundi, Sébastien POUGET — Toulouse School of Economics, Loredana URECHE-RANGAU — CRIISEA, University of Picardie Jules Verne

#### **Factor Investing in Currency Markets: Does it Make Sense?**

Elisa BAKU — Quantitative Research, Roberta FORTES — University of Paris 1, Karine HERVÉ — Economic Research, Edmond LEZMI — Quantitative Research, Hassan MALONGO — Convexity Solutions, Thierry RONCALLI — Quantitative Research, Jiali XU — Quantitative Research — Amundi

### 토론 논문



#### **FX wars, currency wars & money wars**

Part 2: Fiat Money vs. Cryptocurrencies Private vs. Public digital currencies...

Philippe ITHURBIDE — Senior Economic Advisor — Amundi

#### **FX wars, currency wars & money wars**

Part 1: FX wars vs. currency wars USD vs. EUR vs. RMB vs. ...

Philippe ITHURBIDE — Senior Economic Advisor — Amundi

#### **ESG investing in recent years new insights from old challenge**

Angelo DREI — Quantitative Research, Théo LE GUENEDAL — Quantitative Research, Frédéric LEPETIT — Quantitative Research, Vincent MORTIER — Deputy Group Chief Investment Officer, Thierry RONCALLI — Head of Quantitative Research, Takaya SEKINE — Quantitative Research

#### **Buybacks - A multi-perspective review and thoughts on best practices for company buyback policies**

Craig STERLING — Director of Core Equity & Head of Equity Research, US, Ibra WANE — Senior Equity Strategist

### 테마별 논문



#### **U.S. inflation... what's up**

Annalisa USARDI — Senior Economist — Amundi

#### **Italy: few ambitions from the new budget framework**

Annalisa USARDI — Senior Economist, Macroeconomic Research

#### **French pension reform (an update)**

Valérie LETORT — Fixed Income Strategy — Amundi

#### **France: the reform momentum stays alive after the Yellow Vest crisis**

Tristan PERRIER — Macroeconomic Research — Amundi

#### **Turkey: inflation, exchange rate's pass-through and monetary policy**

Karine HERVÉ — Macroeconomic Research — Amundi



# Amundi Research Center

타다운  
자산배분

바탕업

회사채

채권



의환

단기자금시장

주식

**Amundi 연구팀**  
관련 정보

[research-center.amundi.com](http://research-center.amundi.com)

통화정책:

전망

투자전략  
정보

신흥국 시장  
국채

사모주식

부동산 하이일드

MSCI 정보는 독자의 내부적 용도에만 사용될 수 있으며, 어떠한 형태로도 재생산되거나 재배포될 수 없고, 어떠한 금융상품, 제품, 지표를 구성하는 자료로도 사용될 수 없다. MSCI의 모든 정보의 어떠한 투자결정을 위한 자문이나 권고를 위한 자료를 제공하게 의도되지 않았으며, 이러한 방식으로 사용되지 않는다. 과거 데이터와 분석은 향후 실적분석, 전망, 예측에 대한 지표나 보증으로 간주되지 않아야 한다. MSCI 정보는 “있는 그대로”의 원칙하에서 제공되며, 이러한 정보의 이용자가 이러한 정보의 이용에는 따른 리스크를 전적으로 감수해야 한다. MSCI 및 그 회사와 모든 MSCI 정보의 분류, 계산, 작성에 관계하거나 관련한 다른 개인들(이하 “MSCI 당사자”)은 명시적으로 본 정보와 관련하여 어떠한 확인(독창성, 정확성, 완결성, 시의적절성, 비침해성, 상품적격성, 특정목적 부합성 등 대한 확인, 이에 한정되지는 않음)도 부인한다. 상기에 전술한 사항에 어떠한 제한도 없이, 그 어떠한 사건에 대해서도 MSCI 당사자는 직접적, 간접적, 특별적, 사고적, 징벌적, 결과적 또는 다른 유형의 손해(이익 상실 포함, 이에 한정되지는 않음)에 대해서 책임이 있지 않다. ([www.msctbarra.com](http://www.msctbarra.com)).

유럽연합에서 본 문서는 2004년 4월 21일자의 「유럽연합지침 2004/39/EC」(이하 “MIFID”)에서 정의된 금융상품시장 “전문” 투자자, 투자서비스 제공업체 및 기타 금융업계의 전문가를 대상으로 한다. 각 국가별 규제는 이와 관련된 정의가 상이할 수 있으며, 특히 스위스의 경우에는 2006년 6월 23일자의 스위스 『집단투자운용법(CISA)』과 2006년 6월 22일자의 「스위스 집단투자운용시행령(CISO)」 및 2008년 11월 20일자의 「스위스 집단투자운용시행규칙」 하의 FINMA 규정 번호 08/9의 공공광고와 관련된 규정에 의한 “유자격 투자자”를 대상으로 한다. 유럽연합 내에서 본 자료는 MIFID 정의나 국가별 법규에서 정의된 “전문” 투자자가 아닌 자, 또는 스위스 관련법규의 정의에 의해 “유자격 투자자”에 해당되지 않는 자에게는 어떠한 경우에도 배포되지 않아야 한다. 본 문서는 미국의 시민권자나 거주자 또는 미국의 1933년 『증권법』 하의 「증권거래위원회 규정」에서 정의된 “미국인(U.S. Person)”을 대상으로 하지 않는다. 본 문서는 특정 상품에 대한 구매제한 또는 판매권유를 구성하지 않으며, 비합법적인 투자권유나 투자자문으로 간주되지 않아야 한다. Amundi는 본 자료가 포함한 정보의 사용에서 비롯되는 그 어떠한 직간접적 결과에 대해서도 책임이 있지 않다. Amundi는 본 자료가 포함하고 있는 정보를 바탕으로 이루지는 그 어떠한 의사결정과 투자에 대해서도 책임이 있지 않습니다. 본 문서가 포함하고 있는 정보는 기밀의 형태로 독자에게 공개되고 있으며, Amundi의 사전 서면승인이 없이는 본 정보를 어떠한 국가나 재판관할권에 위치한 제3자 또는 제3의 기관에게 복사, 재생산, 변경, 번역, 배포될 수 없다. 또한 이러한 국가나 재판관할권이 Amundi 또는 모든 유형의 “펀드”가 반드시 등록해야 하거나 불법적인 것으로 간주하는 지역에는 배포될 수 없다. 따라서, 본 자료의 배포는 국가별 관련법규요건에 따라 배포가 허용된 지역에서 관련법규요건을 어기지 않고 이를 받을 수 있도록 허용된 자에게만 배포되어야 한다. 본 문서가 포함한 정보는 본 문서의 첫 번째 페이지에 표시된 발간일을 기준으로 정확한 것으로 간주되고 있다. 데이터, 의견 및 예상치는 사전통보 없이 변경될 수 있다. 귀하는 당사가 보유하고 있는 자신의 개인정보에 대한 내역을 요청할 수 있는 권한을 보유하고 있다. 당사가 보유한 귀하 정보의 사본을 원하는 경우 전자메일 [info@amundi.com](mailto:info@amundi.com)로 요청할 수 있습니다. 당사가 보유한 귀하의 정보가 부정확하다는 우려사항이 있는 경우에는 [info@amundi.com](mailto:info@amundi.com)로 연락해 주시기 바랍니다.

문서 발행자: Amundi, 자본금 €1,086,262,605의 “société par actions simplifiée” - 프랑스 금융감독기관 규제대상의 포트폴리오 운용사: 등록번호 GP04000036 - 본사 주소: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

사진 저작권: iStock/Getty Images Plus - Alexander Spatari

**대표 편집인**

**BLANQUÉ Pascal**, 최고투자책임자(CIO)

**편집인**

**DEFEND Monica**, 연구원 글로벌 헤드

**부편집인**

**BOROWSKI Didier**, 글로벌 견해 책임자

**개념정립 및 생산책임**

**BERGER Pia**, Research and Macro Strategy

**PONCET Benoît**, Research and Macro Strategy