

**자산배분: Amundi 투자전략**

**자산배분: 가장 큰 위협으로 남아있는 부채, 정치적 환경, 유동성**

PHILIPPE ITHURBIDE, *Research, Strategy and Analysis* 글로벌헤드 – 파리

유럽중앙은행의 양적완화 프로그램의 시행에 주로 혜택을 입어서 지난 달은 이전 추세를 계속 유지하여, 지난 달 MSCI 유럽지수는 2% 상승(MSCI 세계지수 1% 하락, MSCI 이머징시장지수는 1.8% 하락, S&P 500은 2.4% 하락)했으며, EUR/USD 환율은 1.5% 하락(연초 대비 -9%)했다. 또한 10년 국채스프레드에 큰 수정은 없었으며(독일 10년국채 대비하여 이탈리아 국채 +9bp, 스페인 국채 +10bp, 포르투갈 국채 +4pb), 해당 종목의 매수 및 보유는 양호한 실적을 계속 내고 있다. 크레딧지수 동일한 추이를 나타내어, iTraxx Main 지수와 +iTraxx Crossover 지수는 +7bp를 기록했다(각각 현재 57bp 및 267bp).

유럽 주식시장의 강력한 개선은 다음의 세 가지 주요 요인의 결과이다.

- 첫 번째로, 유로화 약세로 인하여 기업수익의 전망이 개선되고 있다. 하지만 이 요인의 중요성은 미국에 비하여 약 40% 뒤쳐진 유럽기업의 수익률에 간극이 있다는 사실로 인해 그 효과가 약화되고 있다.
- 두 번째로, 성장회복도 역시 매출에 도움을 줄 것이다.
- 마지막으로, 장단기의 초저금리의 유지도 상당 기간 동안 유지될 것으로 보인다.

이러한 세 가지 요인만으로도 유럽주식의 과대평가 없는 계속된 가격조정정을 정당화시킨다(이와 관련해서는 2014년 제11호의 "2015년도 전망" 참조).

요약하자면, 이러한 모든 요인들이 우리의 자산배분 전략을 변경하지 않기로 한 결정을 뒷받침한다. 우리의 전략은 지난 여러 분기 동안에 유로통화권, 위험자산종목, 스프레드 상품에 집중했으며, 유로화에 롱포지션을 취했다. 우리는 저성장이 우리의 자산배분과 공존불가능한 아니라는 견해를 여러 번 밝혔지만, 경제활동의 추가적인 감속의 리스크는 실제로 우리 포트폴리오에 실제로 리스크를 부여하고 있다. 우리는 이러한 접근법을 견지한다.

하지만 호재는 경제활동이 유로통화권에서 점진적으로 회복되고 있다는 사실이다. 분명 현재의 회복 과정에서 투자는 여전히 현저하게 부족한 상태지만, 다음과 같은 전개상황은 위안적으로 긍정적이다.

- 금리 수준.
- 신용가산금리 수준.
- 주식시장 활성화.
- 유로화 약세.
- 은행대출의 회복.
- 대규모의 양적완화 프로그램의 시행은 핵심적인 사안으로, 우리는 양적완화 프로그램의 실물경제에 대한 영향을 모니터링하고 있다(이와 관련된 사항은 우리의 신규 월간출간물인 "유럽중앙은행 양적완화 모니터"를 참조).
- 금융시장의 압박이 거의 없다.

**이러한 자산배분 전략을 저해할 수 있는 위협은 무엇인가? 포트폴리오 유동성, 정치적 배경, 이머징국가 경제의 둔화 및 부채부담**

**1. 첫 번째로 유동성**이 다시 한 번 핵심적 우려사항이다. 중앙은행들은 근년 동안에 지속적으로 자산을 때로는 방대한 규모로 매입했으며, 대규모 유동성 주입의 결과로 BS(balance sheet)를 확대시켰다. 미국 연준위를 시작으로 일본은행과 유럽중앙은행이 자본시장에 공급을 하고 있는 추세이다. 하지만 잉여

**핵심요약사항**

**유로통화권 및 위험자 산종목에 우선 순위를 부여하고 유로화에 쏠포지션을 취하는 자산배분이 유럽중앙은행가 양적완화 프로그램을 발표한 이후에 매우 유효한 전략이 되고 있다.**

양적완화 프로그램은 이자율, 스프레드(가산금리), 유로화를 끌어내리고 있으며, 수익성 상승의 전망은 주식시장을 활황세로 이끌고 있다. 모든 것을 감안할 때, 미국과 일본의 중앙은행에서 BS(balance sheet)를 확대했을 때와 실질적으로 상이한 사항은 없다. 하지만 i) 불투명해지는 정치적 상황 (반유럽연합 정당의 득세와 유럽국가 중의 일부에서 총선 실시예정), ii) 성장을 가속화시키는 데에 커다란 방해로 남아있는 부채부담, iii) 중국을 비롯한 이머징국가의 성장둔화, 그리고 무엇보다도 ii) 금융위기 이후의 더욱 낮아진 포트폴리오 유동성이라는 리스크 요인을 과소평가하지 않아야 한다. 현재의 글로벌 상황은 상당히 공격적인 자산배분을 견지하도록 만들고 있음에도 불구하고 몇 가지 리스크 요인은 분명히 긴밀하게 관찰되어야 한다.

“올해 초의 상황은 유럽자산에 긍정적이지만 유로화에는 그렇지 않다”

“실질적 위협”

유동성이 실제 유동성으로 위장되지는 않아야 한다. 한 편으로는 실질경제로 유입되며, 다른 한편으로는 포트폴리오 유동성으로 유입된다.

- 실질경제와 관련하여, 현재까지 이 채널이 아직 본격적으로 작동하지는 않고 있다는 사실을 반드시 유념해야 한다. 은행대출을 늘리는 것보다 국채를 매수하는 것에 더욱 많은 인센티브(리스크 보상, 규제 등)가 존재한다.
- 포트폴리오 유동성과 관련하여, 위험자산에 대한 투자자 수요(많은 경우에 있어서 유동성이 낮음)는 시세조정 투자은행의 감소와 리스크 감수를 하지 않으려는 추이에서 신중히 고려되어야 한다. 실제로 현재 증권사의 숫자는 줄어드는 추세이며, 헤지펀드는 과거보다도 유동성 공급에 열렬하지 않으며, 은행 채고자산은 금융위기 이후로 거의 80%가 줄어들었다. 이와 동시에 회사채나 같은 자산종목이나 대체 자산종목에 대한 투자규모가 점진적으로 늘어나고 있다. 전체적인 측면에서 중앙은행이 공급하는 (풍부한) 유동성과 포트폴리오 (줄어드는) 유동성이 혼돈되지 않아야 한다. 이러한 구분을 무시하는 경우 분명 커다란 착오가 될 것이다.

**2. 다음으로 부채부담의 이슈가 있다. 민간부문의 디레버리징(차입축소)와 공공부채의 안정화 필요성은 가처분소득과 소비자지출을 낮추게 만들고 있다.**

공공부채를 지속 가능한 궤도로 복귀하는 것은 GDP 성장에 부정적인 영향을 불가피하게 미친다. 그러면 과도한 공공부채 및/또는 민간부채가 금융위기의 조건을 만들어 주고 정부는 긴축예산 및 긴축재정을 하도록 몰아갈 때에 성장정책을 추구하는 것을 정당화할 수 있을까? 더욱 심각한 것은 국가들이 GDP 대비의 부채비율(부채를 상환할 수 있는 능력을 나타내는 비율)을 줄일 수 있는 능력이 없다는 사실이다.

2007-2008년 금융위기 이후로 오직 5개의 국가(아르헨티나, 루마니아, 사우디아라비아, 이스라엘, 이집트)만이 GDP 대비 총부채(민간부채 + 공공부채) 비율을 줄이는 데에 성공했다. 다른 국가들의 경우에는 분명 차이는 있지만 이 비율을 증가했으며, 일부의 경우에는 큰 폭으로 상승했다. 대표적인 국가들에서 이러한 비율을 살펴보면, 일본 현재 400%, 아일랜드 390%, 포르투갈 360%, 벨기에 330%, 네덜란드 325%, 스페인 315%, 프랑스 280%를 나타내고 있다. 이러한 부채비율의 상승을 종결시키기 위해서는 분명 기초재정 흑자를 이끄는 초저금리, 강력한 성장, 긴축예산과 지속적인 민간부문 디레버리징 또는 부채재조정/부채탕감 등이 분명 필요하다. 금리 이상의 성장(이자상환비율을 확보하면서 공공부채를 줄이는 것의 거의 불가능하다. 은행과 모든 경제참여자에게 영향을 주는 대차대조표 불황(balance sheet recession)은 가까운 장래 동안에는 경제성장률만을 낮출 것이다. 더욱이 유로통화권의 경기회복에서 투자는 거의 없기 때문에, 이는 경기회복의 속도에 대한 우려를 낳고 있다.

고용이나 공공부채와 같은 중요한 경제지표의 추이를 반전시키는 데에 필요한 성장수준을 계산하는 것은 가능하다. 맥킨지 글로벌연구소(MGI)의 최근 연구조사에 따르면, GDP 대비 공공부채 비율을 낮추기 위해서는 현재 전망된 GDP 실질성장률보다 훨씬 높아야만 가능하다("Debt and (not much) Deleveraging", McKinsey Institute, 2015년 2월)는 사실을 나타내고 있다.

맥킨지 글로벌연구소에 따르면, 공공부채 비율을 낮추기 위해서는 GDP 실질성장률 스페인 5.5%, 영국 4.7%, 프랑스 4%, 포르투갈 3.9%, 핀란드 3.6%가 필요하다. 즉 프랑스와 포르투갈에서 2.5%, 스페인에서 3.8%의 성장률이 부족한 것이다. 하지만 독일과 미국은 GDP 대비 공공부채 비율을 낮추기 위한 추가적 성장이 필요하지는 않은 소수의 국가들에 포함된다.

**3. 정치적 및 사회적 환경도 더욱 복잡하게 변하고 있다.** 우리는 몇몇의 국가에서 주된 상황변화를 목도하고 있다. 여기에서는 단지 몇 개의 사례만을 언급된다. 그리스의 경우, 장기간 집권했던 정당(PASOK)이 거의 사라졌으며, 신생정당(시리자)으로 대체되었다. 스페인의 경우, 2014년 1월 설립된 신생정당인 포데모스가 전통적인 정당들을 위협하고 있다. 포데모스당은 좌파 정당인 사회노동당(PSOE)를 대체할 가능성이 있다. 현재 포데모스당은 좌파 정당을 표방하고 있으며, 이전에 붙여졌던 급진정당이라는 꼬리표를 떼고 있다. 포데모스당의 강령에는 주당 35시간의 노동시간, 65세 은퇴연령, 공적지출의 증가, 대출조건확대, 최소임금 인상, 부채재조정(특히 가구부채) 등을 포함하고

“중앙은행이 공급하는 (풍부한) 유동성과 포트폴리오 (줄어드는) 유동성이 혼돈되지 않아야 한다”

“소수의 국가만이 전제 부채의 줄이는 데에 성공했다”

“급속히 증가하는 부채를 조정하는 데 필수적인 경제성장률을 확보하지 못했다”

있다. 포데모스당의 위협이 상당히 크기 때문에, 우파의 국민당(Partido Popular, PP)은 다음 총선(올해 연말 실시 예정)에서 과반수를 확보하지 못하는 경우 좌파와의 대연정 정부구성에 대한 가능성을 최근 제안했다. 사회노동당은 기업이나 금융업계에서는 환영한 이러한 제안을 거부했다. 프랑스의 경우, 국민전선(Front national)이 최근년 동안에 괄목할 만한 성장을 이뤘다. 하지만 다음의 두 가지 사항에 유념할 필요가 있다.

- 유로통화권 주변부 국가에서는 급진좌파 정당이 득세하고 있는 반면에, 유로통화권 핵심국가에서는 극우파 정당이 세를 확장하고 있다.
- 지지세 증가세를 누리는 정당들을 좌우파라는 이념적 위치와 상관없이 유럽연합의 핵심적인 통합원칙과 유럽경제통화동맹을 포함하여 유럽연합이 추구하는 경제정책을 수용하고 있다.

**4. 이머징국가, 특히 중국의 경제의 둔화.** 최근년 동안에 경제성장률과 그 내용이 크게 변화되었다는 사실은 분명하다. 즉 인구구성, 임금상승, 생산성 향상 및 잠재성장률의 하향수정 등은 이머징국가들에 대한 공통적인 테마이다. 추가적으로 복잡하게 만드는 요인은 환율에서 기인한다. 미국 달러화의 강세는 다른 모든 통화(특히 이머징국가 통화)에 대해 위안화를 평가절상시켰으며, 이는 중국의 포지셔닝을 약화시켰다. 현재의 달러화 강세, 보다 정확히 말하면, 일본 엔화의 상대적 약세는 유로화와 상당수의 이머징국가 통화는 중국에 문제를 야기하고 있다... 하지만 이러한 상황이 실질적으로 미국에 문제를 야기하지는 않는다. 지난 15년동안에 엔화는 강세를 유지했으며, 이와 관련하여 유로화는 달러화에 대한 실효환율이 점진적으로 하락되었다는 사실에 유념해야 한다. 하지만 위안화의 경우에는 10배 평가절상됐다는 점에서 사정이 다르다. 즉, 중국의 환율정책이 핵심적 사안이고 중국당국이 이에 반응(경쟁적 평가절하를 통한 성장 추구의 필요성)해야 한다고 가정하는 경우, 주요한 금융불안정성을 동반한 전면적인 통화전장이 발발할 수 있다.

**5. 그리스 지불능력에 대한 문제도 아직 해결되지 않았다.** 그리스 재정은 2015년이 가장 힘든 한 해 중은 하나임이 분명하다. 실제로 그리스 정부는 총 15조 유로를 주로 국제통화기금과 유럽중앙은행(240조 유로의 구제금융 패키지 중의 상황)에 상환해야 한다. 그리스 총리에 따르면, 그리스는 이러한 금액을 상환할 재원이 보유하고 있지 않다. 알렉시스 치프라스 그리스 총리는 이번 4월이면 정부재정이 바닥이 날 것이라고 주장하고 있다. 그리스 정부는 국제구제금의 다음 트랑쉬(tranche)를 6월에 받기(약 7조 유로)로 되어 있기 때문에 매우 중요한 사안이지만, 이는 그리스 정부가 구체적인 개혁안(수치 포함)을 제시해야 한다는 조건이 달려있다. 하지만 그리스 정부가 이 금액을 수령한다고 해도 문제가 완전히 해결되는 것은 아니라는 사실을 기억해야 한다. 그리스 정부는 여전히 7월과 8월에 추가적으로 6.5조 유로를 상환해야만 한다.

이에 따라 3월 27일에 치프라스 총리는 탈세 추적, 에너지 및 알코올 밀수 방지, 그리스 시민의 외국은행 계좌 개설에 점검, 과세규정의 변경 등의 약 20여 가지의 조치들을 제시했다. 또한 조기은퇴를 제한하고 은행의 축적된 불확실한 대출을 해결하는 체계(또는 "배드뱅크")도 포함되어 있다. 민영화에 따른 올해의 재정수입은 그리스 구제금융 패키지에서 제공된 2.2조 유로가 아니라 1.5조 유로가 될 것으로 예상되지만, 그리스 정부의 개혁안에서는 2015년의 새로운 재정수입이 3조 유로 이상이 될 것으로 예상하고 있다. 개혁안은 기초재정의 GDP의 1.5% 흑자 및 GDP 성장 1.4%를 기반하고 있다. 유럽 채권자는 분명 타협할 용의가 있지만, 이러한 계산은 여전히 이전 사마라 정부가 약속한 개혁내용(특히 은퇴개혁과 노동시장의 보다 신속한 자유화)에 기반하고 있으며, 이에 대해서는 그리스인들과 의견차이를 보이고 있다.

그리스 구제금융계획에서 마지막 트랑쉬(7.2조 유로)의 부분적 조기지급에 대한 협상이 진행 중이다. 그리스 정부가 5월 9일 마감인 4,600만 유로의 대출상환금을 IMF에 지불할 수 있었다는 사실은 호재이다. 또한 그리스 정부는 4월 24일의 다음 유로통화권 회의까지 확실한 내용을 지킬 수 있는 충분한 현금도 확보한 것으로 예상된다. 또 다른 긍정적인 전개상황은 그리스 정부와 채권자 사이의 관계가 약간 완화되었다는 사실이다.

“반유럽 정당의 부상은 간과되지 않아야 한다”

“중국 위안화 환율정책 - 글로벌 금융 안정성에 핵심적인 요소”

“그리스 지불능력에 대한 문제는 아직 해결되지 않았다”

하지만 실질적은 수준에서 해결된 것은 없으며, 리스크는 여전히 존재한다. 그리스 정부의 약속만으로는 충분하지 않다. 왜냐하면 연립정부는 불안정하며 국가정치는 극도로 긴장된 상태로 유지되고 있다.

하자면 당분간은 미국 연준위의 긴축적 통화정책과 관련하여 주의내역 다시 언급, 유럽중앙은행의 양적완화의 규모와 기간, 초저금리의 유지 및 유럽자산의 가격재조정 등이 지배적인 요인으로 유지될 것이다. 그러므로 우리는 자산배분을 그대로 유지하지만, 본 제호의 상기에서 언급한 바와, 우리는 수익실적을 확보하면서도 이러한 포트폴리오의 유동성을 면밀하게 모니터링해야 한다.



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

## 포트폴리오 유형

### 주식 포트폴리오

- 유로통화권 주식 선호
- 미국에 투자비중축소 중립 유지
- 일본주식에 롱포지션 유지
- 포트폴리오의 베타에 중립 유지
- 이머징마켓: 국가 선택이 핵심 사항
- 이머징마켓 내부
  - 멕시코, 페루, 인도, 인도네시아, 태국에 투자비중확대
  - 중국, 브라질, 터키, 남아공, 걸프국협의회에 중립
  - 말레이시아, 콜롬비아, 한국, 그리스, 대만, 칠레에 투자비중축소
- USD에 롱포지션, JPY와 EUR에 숏포지션 유지

### 채권 포트폴리오

- 유로통화권 핵심국가(미국 추가)에 롱듀레이션
- 곡선 플래트닝 트레이드
- 특히 유럽 HY에 투자비중확대 포지션 유지
- 미국 HY에 대한 기회
- 미 재무성 물가연동채권에 투자비중확대
- 이탈리아와 스페인에 투자비중확대 유지
- 이머징마켓 부채:
  - 1차상품 소비국인 이머징마켓 부채에 투자비중확대
  - 경화성 부채 선호 (USD에 롱포지션)
  - 낮은 석유가격에 혜택을 받는 국가의 현지통화 부채 선호
- USD에 롱포지션, JPY와 EUR에 숏포지션 유지

### 분산투자된 포트폴리오

- 유로통화권 주식(현재)과 일본의 주식(중기) 선호
- 미국 주식에 중립 유지
- 이머징시장 주식에 주의, 1차상품 소비국 선호
- 회사채보다는 주식 선호, 유동성의 사유도 포함됨
- 유로통화권 회사채(주로 HY)에 롱포지션 유지, 캐리 목적
- 미국 크레딧의 다양성 강화
- 유로통화권 주변국가의 국채에 투자비중확대 유지
- 경화, USD, EUR의 이머징마켓 부채에 긍정적
- USD에 롱포지션, EUR와 JPY에 숏포지션

## 리스크요인

4월	리스크수준
<b>연준위: 통화정책의 오해</b>	
<p>노동시장은 지난 18개월 동안에 현저한 수준의 강세로 돌아섰지만, 잉여노동공급은 높은 수준을 유지했다. 경제활동참가율은 낮으며 임금상승도 지체되어 있다. 연준위는 경제예측 및 금융시장 전망을 다루는 최적의 방식을 모색하기 위해 태스크팀을 아직도 가동하고 있다. 최근 연준위가 상기시켰듯이 통화정책 정상화는 고려대상이 아니지만, 연준위 통화정책에 대한 오해의 리스크에 동반된 변동성이 돌아올 조짐을 보이고 있다.</p>	<p><b>중간 수준의 위험</b></p>
<b>유로통화권: 디플레이션 압박의 강화</b>	
<p>유럽중앙은행은 중요한 양적완화 프로그램을 발족시켰다. 양적완화는 적절하게 이행되어야만 하며, 전달 채널(자산효과, 환율, 금리, 유동성, 신뢰도 및 인플레이션 기대의 채널들)이 궁극적으로 작동해야 할 필요성이 여전히 있다. 이러한 채널들의 재활성화가 불가능한 경우에는 성장전망과 관련되어 상대적으로 안정적인 평가는 사라지고 국제스프레드(국제채권금리)에 대한 명약관화한 영향과 결합되어 일부 정부의 지불능력에 대한 의구심이 분명히 다시 부상할 것이다.</p>	<p><b>낮은 리스크</b></p>
<b>유로통화권: 과소평가된 GDP 성장 (양적완화의 효과 및 석유가격의 효과)</b>	
<p>유로통화권에 긍정적인 요인 2가지가 부상했다. 여기에는 대규모의 양적완화(금융시장에서 높은 신뢰성을 가진 것으로 간주됨)와 석유가격의 지속적인 하락이 포함된다. 디플레이션 압박이 유로통화권에 여전히 잔존한다는 사실을 간과하지 않아야 하지만, 양적완화의 석유가격의 리플레이션도 과소평가하지 않아야 한다. 후자의 요인들이 전자의 요인을 상쇄하는 경우 2015년 GDP의 상향수정이 이루어지면서 새로운 위기에 대한 리스크는 기반을 상당히 상실할 것이다.</p>	<p><b>높은 리스크</b></p>
<b>그리스: 디폴트 또는 유로통화권 탈퇴, 최악의 상황 시나리오에 대비?</b>	
<p>그리스에서 최악의 상황이 발생할 것인가? 확실하지는 않다. 최근에 그리스와 채권자 사이의 관계가 약간 완화되었다. 하지만 실질적인 수준에서 해결된 것은 없으며, 현재의 정치적 환경은 긴장감을 유지하고 있다. 그리스의 유럽연합탈퇴의 리스크는 낮게 유지된다고 우리는 믿지만, 부채재조정의 가능성, 자본통제의 수행, 심지어 정치적 문제의 리스크는 증가되었다.</p>	<p><b>중간 수준의 위험</b></p>
<b>스페인: 그리스의 또 다른 사례?</b>	
<p>2014년 창당된 새로운 정당인 포데모스는 그리스의 시리자당과 유사한 공약을 제시하고 있다. 즉 트로이카(유럽연합, 유럽중앙은행, 국제통화기금) 반대, 긴축 반대, 보다 강력한 스페인의 민주주의와 주권 회복, 공공부채와 가구부채의 채무재조정 약속, 필요한 경우의 디폴트 용인 등이 그러하다. 총선을 통해 다음 여당과 다음 총리를 결정하게 된다. 최근의 여론조사에 따르면, 최근의 여론조사에 따르면 포데모스당과 국민당(PP)이 선두(각 25%의 지지율)를 달리고 있으며, 사회노동당(PSOE)가 그 뒤(20%의 지지율)를 잇고 있다.</p>	<p><b>낮은 리스크</b></p>
<b>석유: 계속되는 가격 하락</b>	
<p>석유가격의 하락은 소비주도의 국가에서는 경제성장에 도움이 되며, 인도와 인도네시아와 같이 인플레이션 관리를 어려움을 겪고 있는 국가에서는 커다란 힘이 된다. 하지만 베네수엘라, 앙골라, 나이지리아, 에콰도르와 같이 수출과 세수를 석유에 대부분 의존하는 석유생산국에서는 금융취약성이 증가될 수 있다. 현재의 상황은 러시아를 경기불황으로, 베네수엘라를 디폴트 상태로 몰아가고 있다. 원유가격의 하락이 계속되는 경우에는 이미 심각한 상황이 더욱 악화될 것이다.</p>	<p><b>중간 수준의 위험</b></p>
<b>중국: 급작스런 경기하향 반전</b>	
<p>중국은 이제 대출, 그림자금융, 부채 및 부실채권의 규모를 줄여야 필요가 있다. 이는 잠재성장률을 더 강력하게 복원시키고 생산성을 향상시켜야 하기 때문이다. 중국의 미래 성장은 약세일 것으로 보이지만, 중국은 여전히 광범위한 어려움과 과제를 수행할 수 있는 (장기간의) 전이 과정에 동반될 정책수단을 가지고 있다. 석유가격의 급락은 호재이지만, 현재 국제수요의 모멘텀은 약하다.</p>	<p><b>중간 수준의 위험</b></p>
<b>이머징마켓: 더욱 분명한 성장 둔화</b>	
<p>미국의 양적완화의 종료는 이머징마켓을 둔화시키지는 않았다. 미국 기준금리가 2015년말/2016년초 정도에 인상될 것이라는 기대는 적절한 것으로 보인다. 하지만 일부 국가의 펀더멘털은 우려를 낳고 있다. 즉 러시아의 심각한 리세션, 브라질의 경미한 리세션, 중국의 경기둔화, 일부 국가에서 인플레이션 압박, 경기가 둔화되는 중국과 강력하게 연계되어 있는 국가 등이 이에 포함된다... 2015년 이머징국가에서 추가적으로 하향세가 가속화될 리스크는 제한적이지만, 그 상황은 면밀하게 모니터링되어야 한다.</p>	<p><b>중간 수준의 위험</b></p>
<b>지역적 통화전쟁</b>	
<p>유로화와 엔화는 약세로의 반전, 유럽중앙은행의 양적완화, 일본은행의 완화조치는 2013년 엔화의 급락이 교역관계에 대한 압박을 가중시켰던 아시아에서 긴장관계와 같은 수준으로 악화시키고 있다. 만약 이러한 통화의 평가절하 경쟁게임에 참여한다면, "전면전"이 발발(낮은 확률)할 것이다. 중국 위안화는 엔화나 유로화의 하락보다는 미국 달러화의 유효성이 더욱 중요하다. 유로화의 하락의 경우 미국은 자국의 경기회복이 무엇보다도 내수수요에 의해서 주도되기 때문에 미국은 이를 크게 우려하지 않을 것으로 예상된다. 이러한 상황은 외환변동성을 증가시킨다.</p>	<p><b>중간 수준의 위험</b></p>

**거시경제적 현황**

		4월	리스크요인
<b>미주</b>			
<b>미국</b>	<p><b>2014년말 이후에 기록한 성정의 경미한 약세 이후로 경기회복 계속.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 4분기에는 소비자 지출을 기반으로 GDP가 2.2% 상승했지만 투자는 줄어들었다. 2014년말 이후로 대부분의 수치(노동시장의 수치 제외)는 실망스러웠다.</li> <li>&gt; 지난 몇 년 동안 부채를 상당한 수준으로 줄인 가구가 일자리 시장의 계속된 개선과 연료 가격의 하락에서 혜택을 받고 있다.</li> <li>&gt; 경기회복은 2015년에도 계속될 것으로 보이지만, 현재 임금상승의 약세와 에너지 부문의 투자 하락으로 인해 그 개선폭은 제한될 것으로 보인다. 전세계 나머지 국가들의 경기약세와 달러화 강세는 경제활동에 약간 압박을 줄 것이다.</li> <li>&gt; 연준위는 통화정책을 정상화할 것이지만 매우 느린 속도로 시행할 것으로 보인다. 인플레이션이 매우 약세를 보이고 있기 때문에 첫 번째 금리 인상은 2015년말까지는 있지 않을 것이다.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 가까운 미래에 대한 잠재성장률이 저해 당함 ( “ 장기정체” )</li> <li>&gt; 전세계 나머지 국가들의 경제적 및/또는 금융적 어려움이 미국경제로 확산되는 상황</li> <li>&gt; 달러 가치의 과도한 상승</li> </ul>	
<b>브라질</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; <b>3월의 HSBC 제조업 PMI는 이전 달(49.6)이나 예측기관의 평균(48.2)보다는 낮은 수치(46.2)를 나타냈다.</b></li> <li>&gt; 여러 차례의 금리인상에도 불구하고 소비자물가 인플레이션 다시 상승: 전년대비 2월 7.7%이지만, 이러한 인플레이션의 상승에는 관리가격의 자유화가 일부 영향을 주었다.</li> <li>&gt; 지우마 호세프 대통령이 퇴임할 가능성은 낮거나 제로이다. 하지만 대통령 지지율이 심각하게 하락했기 때문에, <b>재정건전화를 포함한 개혁이행이 매우 어렵게 되었다.</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 전반적으로 상호 모순적인 통화정책에 과욕적인 재정건전화 결정하는 경우 경제적 성장을 저해할 수 있다.</li> </ul>	
<b>유럽</b>			
<b>유로통화권</b>	<p><b>계속되는 경기회복 부진. 통화 및 재정 정책조합의 변경으로 인한 지속</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 4분기의 경제성장은 예측보다 미세하게 상회(+0.3%)했으며, 1분기의 예비수치는 고무적인 수준이다.</li> <li>&gt; 2015년에는 1) 긴축적 조치의 감소 (2015년 예산, 유럽집행위원회의 보다 경기부양적 (accommodative)인 정책기조와 및 용커 플랜과 같은 새로운 조치), 2) 유럽중앙은행의 2014년 BS를 확대하기 위해 취한 조치들 연기된 효과와 결합된 매우 경기부양적인 통화정책 (3월 대규모 양적완화 프로그램 시작), 3) 유로화의 평가절하와 석유가격의 하락 등으로 인해 경기회복이 계속될 것으로 보인다.</li> <li>&gt; 인플레이션은 매우 느린 속도로만 상승될 것이다. 하지만 경기개선과 유럽중앙은행의 자산매입 프로그램은 디플레이션 자체적 상승작용을 방지할 것이다.</li> <li>&gt; 정치적 리스크가 높은 상태를 유지하고 있다(그리스, 심지어 연말에는 스페인의 총선).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 디플레이션 압박의 강화</li> <li>&gt; 이머진국가들의 경제적 및/또는 금융적 어려움이 미국경제로 확산되는 상황</li> <li>&gt; 정치적 리스크 (2015년 예정의 선거에서 비제도권 정당의 부상)</li> </ul>	
<b>영국</b>	<p><b>여전히 강세인 경기회복</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 현재 진행 중인 견고한 경기회복이 2015년에도 계속될 것으로 예상된다. 소비 증가와 부동산 가격의 상승(하지만 상승세는 둔화됨)가 중요한 요인이 될 것이다. 기업투자(최근 상향으로 수정됨)는 점진적으로 균형을 이룰 것으로 보인다. 유로통화권의 경제상황의 개선은 영국 수출에 혜택을 줄 것이다.</li> <li>&gt; 일자리 시장이 개선되고 있으며, 실질임금도 비로서 상승하고 있다. 인플레이션 하락은 기준금리 인상의 긴박성을 감소시켰으며, 이로 인해 금리인상은 2015년말 이전에 있을 가능성이 거의 없다.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 새로운 부동산 거품</li> <li>&gt; 5월의 총선과 유럽연합 탈퇴 이슈의 부상</li> </ul>	
<b>아시아</b>			
<b>중국</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 중국의 <b>3월 HSBC 제조업 PMI(49.6)는 2월(49.2)의 수치 및 예측기관의 평균보다 약간 높았다.</b></li> <li>&gt; 중국은 전국인민대표자회의(NPC)를 이번 달에 개최했다. 여러 사항에 대한 발표가 있었으며, 가장 중요한 사항은 분명 성장 및 인플레이션 목표의 하향 조정과 더불어서 “<b>관련발표</b>”에서는 <b>중국의 경기둔화와 관련된 불확실성에 대한 많은 설명을 제공했다.</b></li> <li>&gt; 중국인민은행도 2차주택 구입 시의 구매자의 최소자기자본을 비율을 현재까지 주택구입가격의 60-70%에서 40%로 낮춘다고 발표했다. 이러한 발표는 중국당국이 작년 당한 급속도로 하락한 부동산부문을 부양시키려고 노력하고 있음을 보여주고 있다. 또한 이는 경제성장을 뒷받침하는 새로운 조치이다.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 예상보다 빠르게 악화되는 대외상태</li> <li>&gt; 외부 수요의 하락</li> <li>&gt; 디플레이션 압박의 증가</li> <li>&gt; 경기부양에 대한 부적절한 조치</li> </ul>	
<b>인도</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 인도의 3월 HSBC 제조업 PMI(52.1)는 이전 달의 51.2와 예측기관 평균 51를 크게 상회한 것으로 나타났듯이 <b>인도의 경기회복은 현실화된 것으로 보인다.</b></li> <li>&gt; 인도중앙은행은 3월 환매이자율을 인하하여 시장을 놀라게 하였지만, <b>4월초에는 금리(7.5%)를 변경하지 않고</b> 통화완화책을 확대하기 이전에 경제성장과 식품가격의 관련된 새로운 데이터를 기다리고 있다고 발표했다. <b>인도중앙은행이 우려하는 사항은 특히 생산과 가격인상에 영향을 크게 주는 기상조건의 악화로 인해 식품의 인플레이션이 복귀하는 것이다.</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 1차상품의 가격상승</li> <li>&gt; 기대보다 빠른 미국 통화정책의 정상화</li> </ul>	
<b>일본</b>	<p><b>실망스러운 경제지표 이후의 점진적인 회복세</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 두 분기 연속으로 마이너스 성장을 보인 이후에, 4분기에는 약간의 플러스 성장이 있었지만 여전히 투자는 낮은 수준을 유지했다.</li> <li>&gt; 12월 총선 이후로 불확실한 정치적 상황은 없지만, 정부의 중요한 구조개혁 시행의 역량도 증명되지 않은 상태이다.</li> <li>&gt; 임금과 관련된 측면에서 몇 가지의 개선의 징후가 나타나고 있다 (하지만 대부분 대기업을 중심으로 나타남).</li> <li>&gt; 석유가격의 하락은 일본은행의 인플레이션 목표 2%의 달성 가능성을 약화시키고 있다.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 중국의 경기둔화에 노출</li> <li>&gt; 석유가격하락을 상쇄하는 인플레이션</li> </ul>	

## 거시경제적 및 재무적 예측

### 거시경제적 전망

- 미국:** 확장 단계가 아직 종료된 것은 아님. 2분기와 3분기의 유의적인 회복세 이후에, 4분기 경제활동은 둔화되었으며 1분기에도 역시 둔화될 가능성이 크다. 경제환경은 계속된 소비증가(노동시장의 개선, 석유가격의 하락)와 기업투자의 증가로 여전히 우호적인 상황(물론 에너지 부문에서는 어려움에 직면)이다. 석유가격의 하락은 인플레이션을 크게 하락시켰지만, 다른 디스인플레이션의 요인(달러화 하락, 계속되는 임금인상의 부진)도 큰 역할을 했다.
- 일본:** 디플레이션에서 느린 속도로 탈출. 두 분기 동안의 리세션 이후에 4분기에는 플러스 성장이 되었다. 가계의 구매력이 하락(엔화의 평가절하에 따른 수입제품 가격의 상승과 부가세 영향)했기 때문에 임금상승은 경제회복의 핵심사항이 될 것으로 보인다.
- 유로통화권:** 매우 낮은 인플레이션을 배경으로 한 경기회복. 수치는 점진적으로 향상되고 있다. 디플레이션 리스크에 직면하여 유럽중앙은행은 대규모의 자산매입 프로그램을 발족시켰다. 유로통화권에서는 정치적 불확실성(그리스 협상타결의 지연, 스페인과 포르투갈의 연말 선거)가 증가될 것으로 보인다.
- 브라질:** 현저한 긴축적 통화정책과 12.75%의 기준금리에도 불구하고 인플레이션은 높은 수준(2월 전년대비 7.7%)을 유지하고 있다. 하지만 관리가격의 자유화가 이러한 인플레이션 상승에 일부 기여했다는 사실에 유념해야 한다. 향후 수개월 동안에 관련된 수치를 모니터링해야지만 상황을 보다 분명하게 파악할 수 있을 것이다. 페트로브라스 국영에너지기업의 스캔дал은 개혁이행을 어렵게 하고 있으며, 특히 연결결산에서 더욱 그러하다. 이러한 경우 결국에는 이미 낮을 것으로 예측되는 경제성장이 더욱 지체될 것으로 보인다. 2월의 산업생산의 붕괴(전년대비 -9.1%)는 경제성장 지체의 일차적 예시이다.
- 러시아:** 2014년 GDP(+0.4%)는 분명 플러스를 기록했지만, 2013년(+0.9%)보다 크게 낮았으며, 예측기관 평균(+0.7%)보다도 낮았다.

연 평균 (%)	GDP 실질성장. %			인플레이션 (CPI. 전년대비. %)		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
미국	2.4	2.7	2.6	1.7	0.3	1.8
일본	0.0	1.0	1.5	2.6	0.6	1.5
유로통화권	0.9	1.1	1.2	0.4	0.0	0.9
독일	1.6	1.3	1.6	0.9	0.3	1.5
프랑스	0.4	0.9	1.0	0.6	0.1	0.8
이탈리아	-0.4	0.4	0.7	-0.3	0.0	0.5
스페인	1.4	1.9	1.6	-0.2	-0.5	0.5
영국	2.8	2.4	2.4	1.7	0.9	2.0
러시아	0.6	-4.5	-1.5	7.8	13.5	8.5
터키	3.0	3.3	3.7	8.9	7.0	6.5
중국	7.4	6.5	6.3	2.0	1.7	1.7
인도	5.8	6.0	6.2	6.4	6.2	5.8
인도네시아	5.0	5.5	5.8	6.4	6.7	6.1
브라질	0.1	-0.5	1.5	6.3	5.9	5.6
선진국가	1.6	1.9	2.0	1.4	0.4	1.5
이머징국가	4.6	4.0	4.6	4.2	4.3	4.2
전세계	3.3	3.1	3.4	2.9	2.6	3.0

: Amundi Research

### 기준금리 전망

- 연준위:** 첫 번째 금리인상은 2015년 하반기에 있을 것으로 보인다. 금리인상의 주기는 느릴 것이며 그 폭도 제한될 것이다.
- 유럽중앙은행:** 유럽중앙은행은 2016년 9월까지 매월 600억 유로 규모로 자산을 매입할 것이며, 이러한 종료 시기는 인플레이션 상황이 충분히 개선되지 않는 경우에 더 연장될 가능성이 있다. 이를 통해 0% 금리정책을 수 년간 유지할 수 있을 것으로 예상된다.
- 일본은행:** 질적양적완화(QQE) 정책이 오래 동안 계속될 것으로 보인다.
- 영란은행:** 첫 번째 금리인상은 미 연준위에서 금리인상을 한 이후에 있을 것이다.

	2015-02-04	Amundi + 6개월	타 예측기관 2015년 3분기	Amundi + 12개월	타 예측기관 2016년 1분기
미국	0.25	0.25	0.55	0.75	1.10
유로통화권	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
일본	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
영국	0.50	0.50	0.55	0.75	0.85

### 장기금리 전망

- 미국:** 장기금리의 상승은 느리고 제한적일 것이다. 기준금리의 인상과 결합된 전형적인 베어 플래트닝(bear flattening)이 이미 시작됐으며, 특히 금리곡선의 전체 단기영역(short-end)에서 계속될 것으로 보인다.
- 유로통화권:** 유럽중앙은행의 매입프로그램의 규모가 유의한 수준일 것이므로 핵심국가의 장기수익률에 대한 하방압박이 계속될 것이며, 주변부 국가 스프레드는 더욱 타이트해 질 것이다.
- 영국:** 장기금리의 상승은 느릴 것으로 보이며, 베어 플래트닝은 계속될 것이다.
- 일본:** 일본은행은 일본국채 수익률곡선을 관리한다. 양적완화가 계속되는 동안에는 해당 수익률을 올려야 할 이유가 없다.

2년 채권수익률 예측					
	2015-02-04	Amundi + 6개월	타 예측기관 2015년 3분기	Amundi + 12개월	타 예측기관 2016년 1분기
미국	0.54	0.80/1.00	0.86	1.20/1.40	1.18
독일	-0.26	-0.20/0.00	-0.24	-0.20/0.00	-0.21
일본	0.03	0.00/0.20	0.02	0.00/0.20	0.03
영국	0.43	0.60/0.80	0.63	1.00/1.20	0.90

10년 채권수익률 예측					
	2015-02-04	Amundi + 6개월	타 예측기관 2015년 3분기	Amundi + 12개월	타 예측기관 2016년 1분기
미국	1.89	2.00/2.20	2.01	2.20/2.40	2.11
독일	0.18	0.20/0.40	0.22	0.20/0.40	0.26
일본	0.34	0.30/0.50	0.39	0.30/0.50	0.45
영국	1.59	1.80/2.00	1.74	2.00/2.20	1.85

### 통화 전망

- EUR:** 비유로통화권 투자자들이 유로통화권 국채를 유로통화권 투자자보다는 유럽중앙은행에 매도할 것이므로 EUR/USD에서 하방 바이어스를 가질 것이다(유럽의 은행과 보험사는 규제 상의 제약으로 인해 국채 익스포저를 유지할 것이다).
- USD:** 연준위와 나머지 선진국 중앙은행들 사이의 다이버전스 및 더욱 개선된 성장전망이 미국 달러화를 떠받칠 것으로 기대된다. 이러한 현상은 평가절하의 여지가 몇 달 전보다 낮아지더라도 계속될 것이다.
- JPY:** 일본은행의 공격적인 정책과 미시경제적 약세로 인해서 엔화의 약세는 계속될 것으로 예상된다.
- GBP:** 유로화에 대한 중간 수준의 업사이드. 영국의 펀더멘털이 빠르게 개선되고 있다.

	2015-01-04	Amundi + 6개월	타 예측기관 2015년 3분기	Amundi + 12개월	타 예측기관 2016년 1분기
EUR/USD	1.09	0.95	1.05	1.00	1.05
USD/JPY	120	125	124	130	126
GBP/USD	1.48	1.36	1.48	1.43	1.50
USD/CHF	0.96	1.11	1.02	1.05	1.05
USD/NOK	7.96	9.26	8.30	8.80	8.18
USD/SEK	8.62	9.79	9.00	9.30	8.87
USD/CAD	1.26	1.30	1.29	1.35	1.27
AUD/USD	0.76	0.75	0.74	0.75	0.73
NZD/USD	0.75	0.70	0.71	0.70	0.70