

GLOBAL MACRO OUTLOOK

2018년 2월

주요 트렌드 전망

- + 세계 경제가 고단으로 기어를 변속하는 것으로 보이던 차에 증시의 변동성이 글로벌 전망에 그림자를 드리웠습니다.
- + 그러나 현 단계에서 크게 우려할 까닭은 없을 것으로 판단됩니다. 최근 수년간의 견조한 상승세에 비하면 시장의 손실 폭은 크지 않아 보입니다.
- + 게다가 경기순환적 모멘텀은 강력하고 통화 및 재정 정책은 아직 매우 부양적입니다.
- + 그러나 중앙은행이 자산 가격을 지지하는 상황을 더 이상 당연시 여길 수 없게 됨에 따라, 최근 나타난 시장의 변동성이 앞으로 다가올 일과 전혀 무관하다고 보기도 어렵습니다..
- + 당분간은 확장적 통화정책이 점진적으로 회수될 것이므로, 시장의 우려는 과도해 보입니다.
- + 하지만 2018년 하반기에는 인플레이션이 예상치 보다 더 큰 폭으로 상승하기 시작할 리스크로 인해 상황이 바뀌면서, 보다 공격적인 통화정책대응이 나올 가능성이 있습니다. 어찌 됐든, 채권 금리는 상승할 것으로 보입니다.

목차

글로벌 전망	2
글로벌 시장 전망	
수익률 곡선	3
통화	4
미국	5
유로존	6
일본	7
중국	8
캐나다	9
호주/뉴질랜드	9
영국	10
노르웨이/스웨덴	10
일본 제외 아시아	11
중남미	12
동유럽, 중동, 아프리카(EEMEA)	13
전망 요약표	14
필진	15

증시 변동성은 아직까지는 심각하게 위협적인 수준은 아님

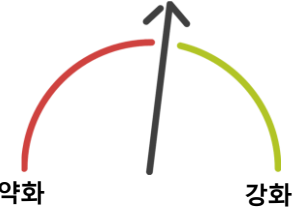


G3 국가 주가*



- + 최근 며칠 동안 주요 시장이 10% 가까이 하락하면서 글로벌 증시가 압박을 받았습니다.
- + 그러나 객관적 시각을 유지하는 것이 중요합니다. 주요 증시 주가지수의 GDP 가중평균은 아직 1년 전에 비해 12%, 마지막 사이클 고점 대비 27%, 2009년 저점 대비 183% 더 높습니다.
- + 따라서 글로벌 성장에 대한 위협은 제한적으로 보입니다.

*미국, 유로존, 일본 주가지수 GDP 가중 평균
2018년 2월 1일까지. 출처: Haver Analytics

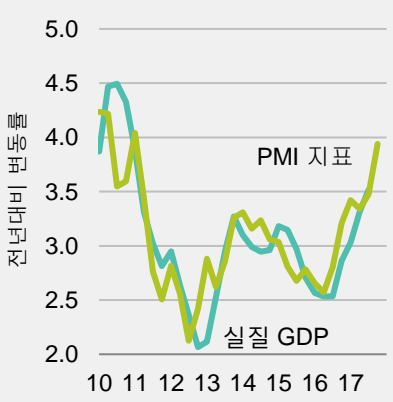
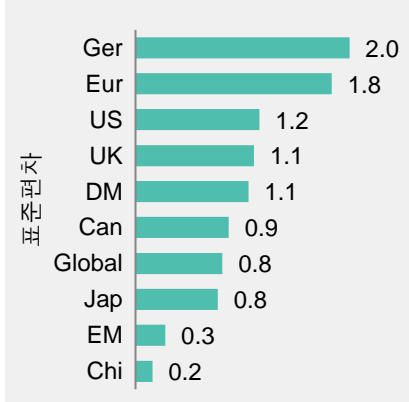
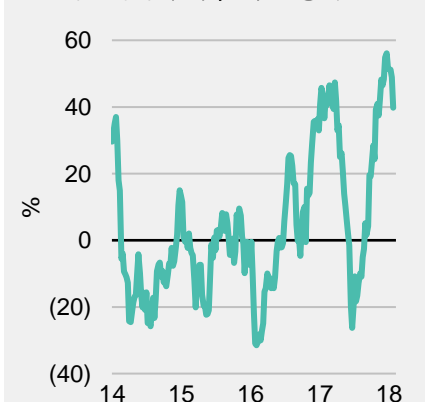
글로벌 전망

경제 성장	인플레이션	통화정책
 <p>약화 강화</p> <ul style="list-style-type: none"> + 2018 년에도 견조한 글로벌 동반 성장 지속 + 강력한 상승 모멘텀은 단기적으로 특히 리스크가 위 방향으로 기울어져 있음을 의미 <p>주요 리스크</p> <ul style="list-style-type: none"> + 연준의 긴축에 대한 미국의 대응 + 재정정책: 과도/과소 이행 + 중국의 성장의 질 강조 + 정치 및 보호 무역주의 	 <p>하락 상승</p> <ul style="list-style-type: none"> + 구조적, 경기순환적 요인들로 인해 기저 인플레이션 압력이 점진적으로 증가할 듯 + 그러나 올해 헤드라인 인플레이션의 급격한 상승 가능성은 여전히 낮음 <p>주요 리스크</p> <ul style="list-style-type: none"> + 불확실한 노동시장 유희 경제력 + 필립스 곡선을 신뢰할 수 있는가? + 구조적 인플레이션 압력이 예상보다 더 빠르게 축적 	 <p>완화 긴축</p> <ul style="list-style-type: none"> + 연준 긴축 지속: 2018 년 말까지 연방기금금리 2.38% 예상 + ECB 는 내년 채권 매입 중단 예정; 첫 금리 인상은 2019 년 1 분기 + BOJ 는 경로를 유지하겠으나 매입 규모가 아니라 금리 수준에 집중 <p>주요 리스크</p> <ul style="list-style-type: none"> + 중앙은행 대응 기초의 변화 + 한층 더 공격적인 긴축 + 중국 인민은행의 균형 달성 실패

전망

- + 경기 회복이 강화 및 확대됨에 따라 당사의 글로벌 성장 전망치가 지속적으로 상승하고 있습니다. 2018 년 글로벌 성장률은 2017 년에 비해 약간 더 높은 3.3% 로 예상됩니다.
- + 당사는 유로존(3.0% vs. 2.2% 컨센서스)과 일본(1.7% vs. 1.3%)에 대하여 2018 년 컨센서스보다 더 낙관적이지만, 미국(2.3% vs. 2.6%)에 대해서는 한층 더 신중하며 중국(6.5%)에 대해서는 컨센서스와 일치합니다.
- + 2018 년 글로벌 인플레이션은 전년도와 동일한 평균 2.6% 수준을 유지할 전망입니다. 이러한 배경 속에 중앙은행들은 통화 완화 정책을 점진적으로 회수할 것입니다.
- + 내년에는 특히 임금 및 인플레이션 상황이 관건입니다. 둘 중 하나라도 예상보다 더 빠르게 상승하는 조짐이 있을 경우 각국 중앙은행들의 더 공격적인 대응을 유발할 텐데, 최근의 조정에도 불구하고 이 리스크는 시장에서 반영하고 있지 않습니다.

글로벌 경기순환 전망: 회복세의 강도가 세지고 폭이 넓어짐

글로벌 실질 GDP & PMI 지표	제조업 PMI: 2017 년 12 월	Citi 서프라이지 지수: 주요 경제
 <p>2018 년 2 월 1 일까지 출처: Haver Analytics 및 IHS Markit</p>	 <p>2018 년 2 월 1 일까지 출처: Haver Analytics 및 IHS Markit</p>	 <p>2018 년 2 월 1 일까지 출처: Haver Analytics 및 IHS Markit</p>

글로벌 시장 전망: 수익률 곡선

글로벌 채권 금리

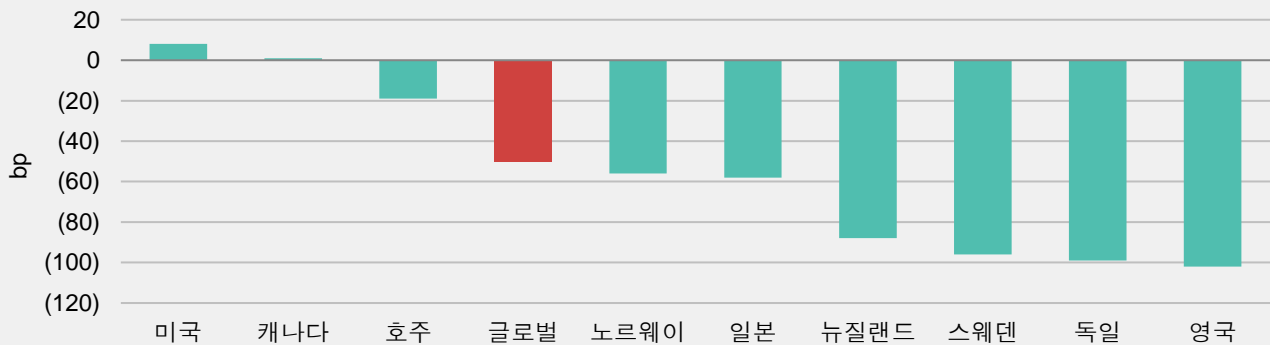
- + **글로벌** — 여전히 미국 및 유로존의 주도로 주요 금리가 상승할 전망입니다.
- + **미국** — 견조한 성장을, 인플레이션 상승 및 연준의 금리 인상으로 인해 수 개월 내에 국채금리는 3%를 넘을 전망입니다.
- + **유로존** — 독일 국채 수익률은 아직 적정 가치와 괴리되어 있으며, 유럽중앙은행(ECB)이 통화 부양정책을 회수하기 시작하면 상승할 것입니다.
- + **일본** — 질적/양적 완화-수익률 곡선 관리(QQE-YCC) 정책으로 인해 10년물 금리는 0에 가까운 수준에 묶여 있으나, 양적 목표를 향한 의지는 모호해졌습니다.
- + **UK** — 영란은행(BOE)은 2018년 중 금리를 두 차례 더 인상할 것으로 예상됩니다.

채권 10년물 금리: AB와 컨센서스 연말 전망(%)

	AB		컨센서스	
	2017	2018	2017	2018
미국	2.41	3.25	2.41	2.86
유로존	0.42	1.50	0.42	0.89
영국	1.19	2.25	1.19	1.69
일본	0.05	0.05	0.05	0.11

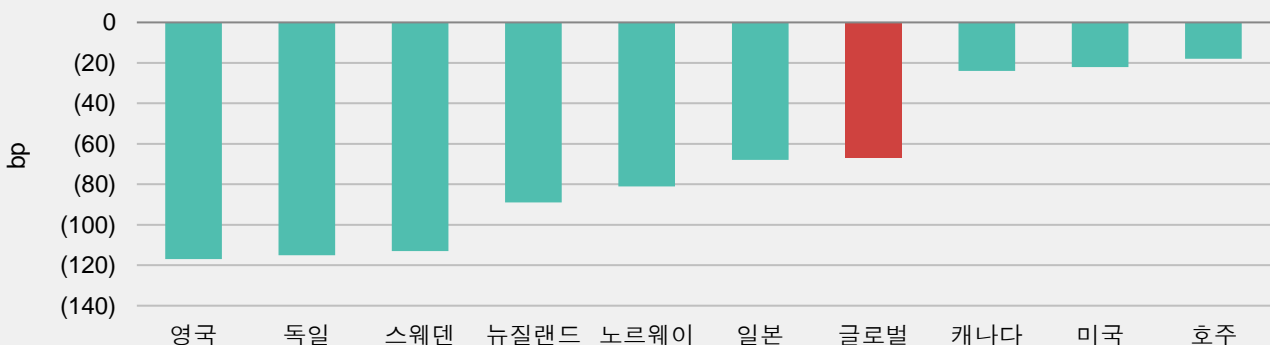
2018년 2월 1일 기준. 출처: Bloomberg 및 AB

적정가치 대비 편차: 현재*



*현재 10년물 금리에서 최신 추정 적정가치 차감
2018년 2월 1일 기준. 출처: Bloomberg 및 AB

적정가치 대비 편차: 2018년 말*



*현재 10년물 금리에서 최신 추정 적정가치 차감.
2018년 2월 1일 기준. 출처: Bloomberg 및 AB

글로벌 시장 전망: 통화

FX 전망

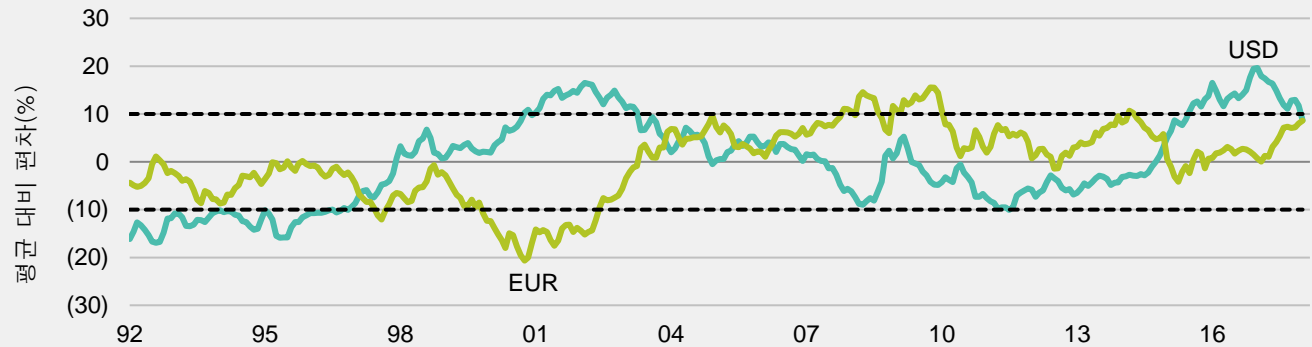
- + **USD**—건조한 성장세, 연준의 보유자산 축소, 금리 상승 모두 USD에 유리한 요소
- + **JPY**—일본은행(BoJ)의 정책 정상화 지연에 따라 JPY 약세 예상
- + **EUR**—ECB의 양적 완화 축소 논의 및 정치 리스크 감소는 EUR에 호재이나, 추가 상승은 어려울 것
- + **GBP**—BOE의 긴축이 단기적으로 지지 요인
- + **Dollar Bloc**—AUD는 여전히 주택시장의 조정에 취약하나, 조정은 장기적으로 이루어질 것으로 예상

글로벌 FX: AB 및 컨센서스 연말 전망

	AB		컨센서스	
	2017	2018	2017	2018
EUR/USD	1.20	1.20	1.20	1.24
USD/JPY	113	125	113	110
EUR/GBP	0.89	0.90	0.89	0.91
AUD/USD	0.78	0.73	0.78	0.80

2018년 2월 1일 기준
출처: Bloomberg 및 AB

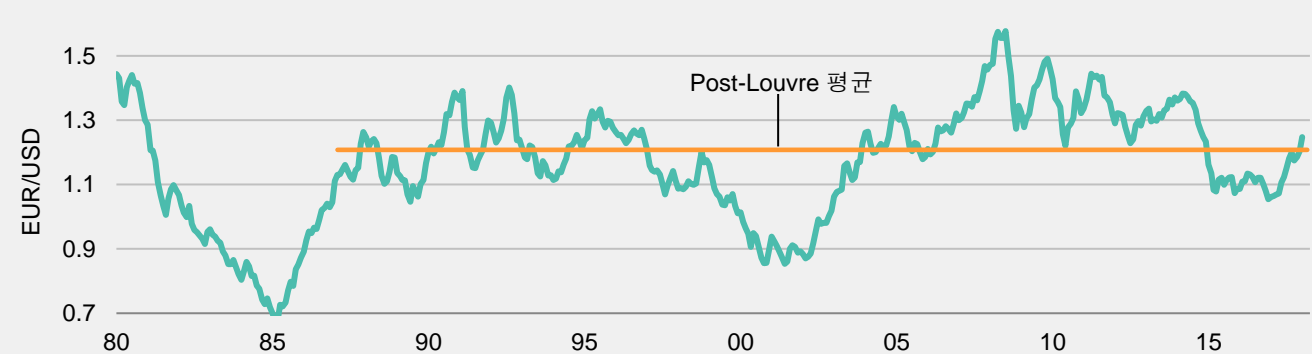
생산성 조정 REER*



*실질실효환율

2018년 2월 1일까지. 출처: Bloomberg 및 AB

1 유로 당 USD



2018년 2월 1일까지. 출처: Bloomberg 및 AB

미국

	실질 GDP(%)		인플레이션(%)		정책금리(%)		채권 10년물 금리(%)	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017	2018F	2017	2018F
미국	2.3	2.3	2.1	2.1	1.38	2.38	2.40	3.25

전망

- + 미국 경제는 빠르게 확장되고 있습니다. 소비는 견조하고 기업 투자는 개선되고 있습니다. 견조한 고용시장에 힘입어 소비자 신뢰는 여전히 강하며, 성장 지표가 심각하게 둔화하고 있다는 조짐은 없습니다.
- + 견조한 성장세는 인플레이션이 상승할 것이라는 당사의 기대감을 뒷받침하며, 실제로 물가 압력의 조짐이 늘어나고 있습니다. 임금 역시 상승함으로써, 2018년 인플레이션에 가속이 붙을 것이라는 당사의 확신이 커지고 있습니다.
- + 감세와 정부 지출 증가의 조합은 올해 성장세를 더욱 높여겠지만, 그 대가로 인플레이션과 금리가 상승함으로써 금융시장의 변동성이 커질 가능성이 있습니다.

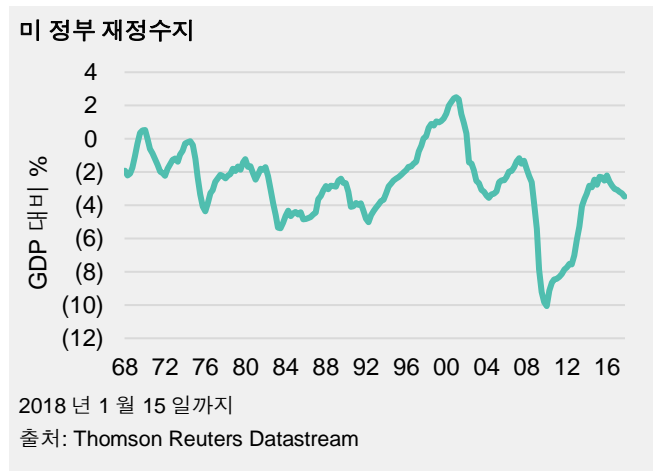
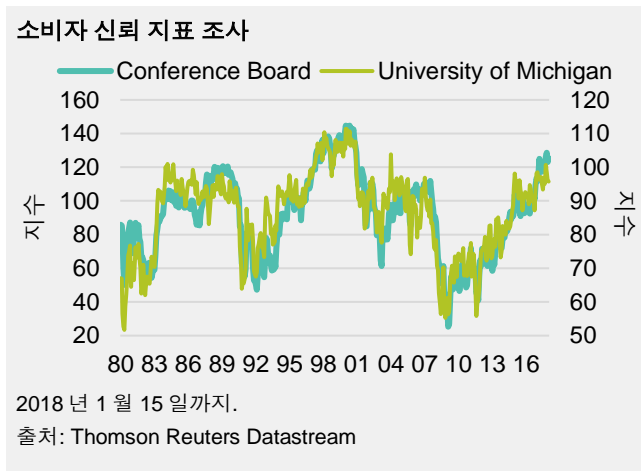
리스크 요인

- + 미 정부가 본격적인 재정완화에 나서면서, 2018년 감세 및 지출 확대가 모두 예정되어 있습니다. 이미 경제가 좋아지고 있으므로, 재정 부양은 경기를 과열시켜서 연준을 한층 더 공격적인 통화긴축으로 유도할 리스크가 있습니다.
- + 재정 부양에 수반하여 정부 부채가 증가하면 정부 재정의 지속 가능성을 둘러싸고 우려가 커지면서 장기 금리가 상승할 가능성이 있습니다. 정부와 가계의 레버리지 수준이 높기 때문에, 금리가 상승하면 성장을 크게 저해할 가능성이 있습니다.
- + 금융시장 변동성이 증가하고 있으며, 금융자산 가격이 크게 하락하면 투자 심리가 위축될 수 있습니다.

개요

미국 경제는 지속적으로 양호한 성과를 기록하고 있습니다. 성장세는 견조하고 인플레이션은 잠잠하며, 이러한 기본적인 조합은 앞으로도 몇 개월 동안 유지될 전망입니다. 제롬 파월 의장 하의 연준은 점진적인 금리 인상 및 보유자산 축소의 경로를 유지할 것으로 예상됩니다. 통화정책의 연속성은 경제 안정 및 금융시장을 향한 신뢰의 중요한 원천입니다.

지금으로서는 상황이 괜찮아 보이지만, 2018~2019년 성장세를 둔화시킬 수 있는 리스크가 몇 가지 있습니다. 그 가운데 가장 주목할 만한 것은 워싱턴 정가에 합의한 감세 및 정부 지출 확대의 조합으로 인해 궁극적으로 경기가 과열될 가능성이 높아지고 있다는 점입니다. 실업률이 낮고 성장세는 강하며 인플레이션은 막 상승하기 시작한 사이클 상의 현 시점에서 재정 부양책을 투입한다는 것은 매우 이례적인 일이며 건전성을 저해하는 처사로 보입니다. 경기 부양은 단기적으로 성장률을 높이지만, 미래에 금리 상승 및 성장 둔화라는 대가가 따릅니다. 특히 연방공개시장위원회(FOMC)가 인플레이션 상승에 대처하기 위해 한층 더 공격적으로 금리를 인상해야 할 경우 대가는 더 커질 것입니다. 상반되는 요소들이 교차 됨에 따라(성장률이 높지만 상승하고 있는 인플레이션, 통화정책을 긴축하지만 재정정책은 느슨함, 그리고 2018년 선거를 앞둔 정치적 잡음) 금융시장의 변동성은 커질 것으로 보입니다. 변동성이 커지면 가계와 기업의 심리가 저해되어, 향후 수 분기 성장에 역풍으로 작용할 가능성이 있습니다.



유로존

	실질 GDP(%)		인플레이션(%)		정책금리(%)		채권 10년물 금리(%)		USD 대비 환율	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
유로존	2.5	3.0	1.5	1.4	0.0	0.0	0.48	1.50	1.20	1.20

전망

- + 내년 유로존 성장률은 올해 예상 성장률 2.5%를 소폭 상회하고, 대부분의 잠재 경제 성장률 추정치를 2배 이상 상회하는 3.0%로 예상됩니다.
- + 기저 인플레이션이 느리게 상승할 전망이고 유가가 침체되어 있으므로, 2018년 평균 헤드라인 인플레이션은 2017년의 1.5%에 비해 소폭 낮은 1.4%를 기록할 전망입니다.
- + ECB가 2018년 9월 자산 매입 프로그램을 중단할 가능성이 점점 커지고 있습니다. 첫 예금 금리 인상 시기는 2019년 1분기로 예상됩니다.

리스크 요인

- + 수년 만에 처음으로 성장 전망 리스크에 균형이 잡힌 것으로 보이며, 단기적으로는 위 방향으로 지속적으로 기울어져 있는 듯 합니다.
- + 당사의 정책 전망은 ECB 대응이, 인플레이션의 급격한 상승을 향한 기대감보다는 지속적인 추세선 이상의 성장에 대응하여 점진적으로 진화할 것이라는 가정에 기반합니다. 인플레이션이 예상 밖으로 상승할 경우, ECB는 한층 더 공격적으로 대응해야 할 텐데, 시장은 아직까지 이 가능성을 반영하고 있지 않습니다.

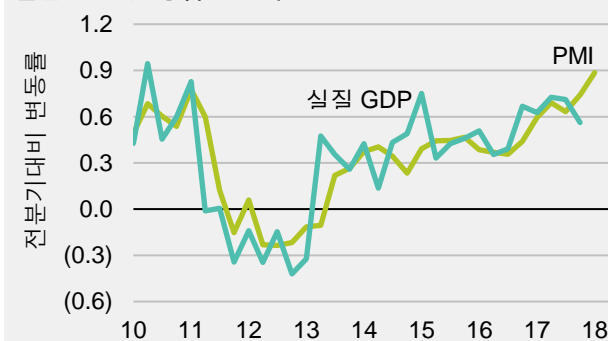
개요

2017년 유로존 경제는 2007년 3.1%의 성장을 달성한 이래 가장 높은 2.5%의 실질 GDP 성장률을 달성하였습니다. 게다가 1월 조사에서는 이러한 강력한 성과가 2018년에도 지속되고 있음을 알 수 있었습니다. 제조업 및 서비스업 종합 구매관리자지수(PMI)는 1월 중 58.8로 새로운 사이클 고점에 도달했고, 이는 전분기 대비 실질 GDP 성장률 0.9%에 부합하는 수준입니다. 당사의 최근 전망에서는 성장률이 이렇게 높은 수준에 도달하지는 않을 것이라고 가정하며, 올해 중으로 다소 둔화를 예상합니다. 이를 반영하더라도 연간 성장률은 ECB의 12월 전망치인 2.3% 및 컨센서스 기대치에 비해 현격히 높은 3.0%에 달합니다.

올해 대부분의 기간 예상 밖으로 소폭 상승한 근원 인플레이션이 최근 수개월간은 소폭 하락하였습니다. 그 결과, 상당히 명백한 상승세를 나타내는 것으로 보이던 기저 인플레이션이 지금은 훨씬 더 둔화한 것으로 보이기 시작했습니다. 하지만 그러한 상황 때문에 인플레이션이 결국 목표치 수준에 도로 근접할 것이라는 ECB의 확신에 큰 영향을 미칠지는 의심스럽습니다. 특히 현재 및 예상 경제 성장률은 빠르게 해소되는 아웃풋 갭(실질 성장률과 잠재 성장률 간의 차이)에 부합하는 수준입니다.

ECB는 월 자산 매입 규모를 300억 유로 수준으로 절반 줄였으며, 이 속도로 채권 매입을 지속하다가 9월이 되면 매입을 전면 중단할 것으로 보입니다. 초기에 시장은 이 소기에 차분한 반응을 보였으나, 1월 기자회견에서 ECB가 매파적인 경향을 보인 이후 채권 금리가 상승했습니다. 현재 ECB의 정책 방향성은 매우 분명합니다. 이제는 더 이상 통화 부양책의 회수 여부가 아니라, 그 속도가 의문의 대상입니다. 채권 금리는 더 상승할 전망입니다.

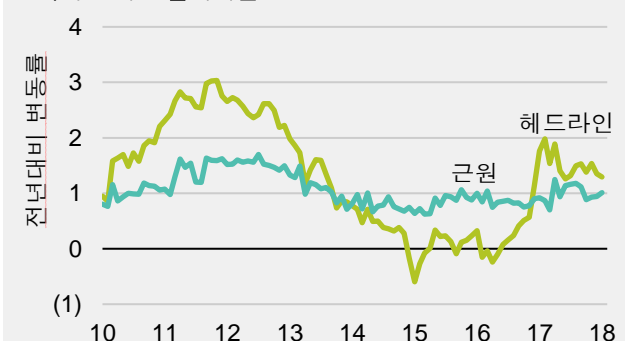
실질 GDP 및 종합 PMI 지표



2018년 2월 1일까지

출처: Haver Analytics 및 IHS Markit

소비자 물가 인플레이션



2018년 2월 1일까지

출처: Haver Analytics 및 IHS Markit

일본

	실질 GDP(%)		인플레이션(%)		정책금리(%)		채권 10년물 금리(%)		USD 대비 환율	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
일본	1.6	1.7	0.4	0.8	(0.05)	(0.10)	0.05	0.05	113	125

전망

- + 일본은 여전히 재정 및 통화 부양책과 더불어 민간 부문의 수요 개선으로 인해 향후 수년간 추세선 이상의 성장률을 달성할 수 있을 것으로 전망됩니다.
- + 가동률이 높아짐에 따라, 인플레이션이 상승하고 있다는 더 구체적인 신호들이 나올 것으로 기대됩니다. 주목할 필요가 있는 핵심 이벤트는 춘투(春闘)라고 불리는 공식 연례 임금협상입니다. 그러나 CPI 인플레이션은 여전히 BOJ의 목표치 2%에 미치지 못합니다.
- + 이러한 환경에서 BoJ가 정책 정상화를 개시하기는 어려울 것으로 보입니다. 대신 BoJ는 채권 10년물 금리를 0에 묶어두려는 QQE-YCC 프로그램을 2018년 및 어쩌면 그 이후까지 유지할 것으로 예상됩니다.

리스크 요인

- + 통화정책의 실효 가능성이 여전히 핵심적인 리스크입니다. 선불리 정상화 정책에 나설 경우 엔화가 급등하여 증시 및 경제 성장을 저해하고 인플레이션 분야에서 그 동안 이루어졌던 소폭의 진전이 무위로 돌아갈 수 있습니다.

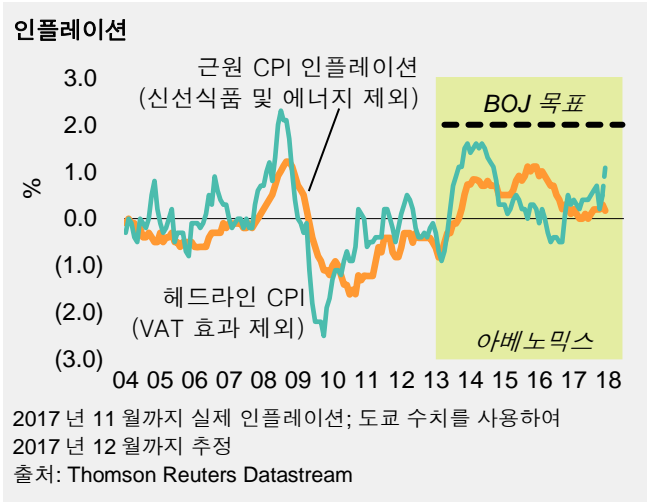
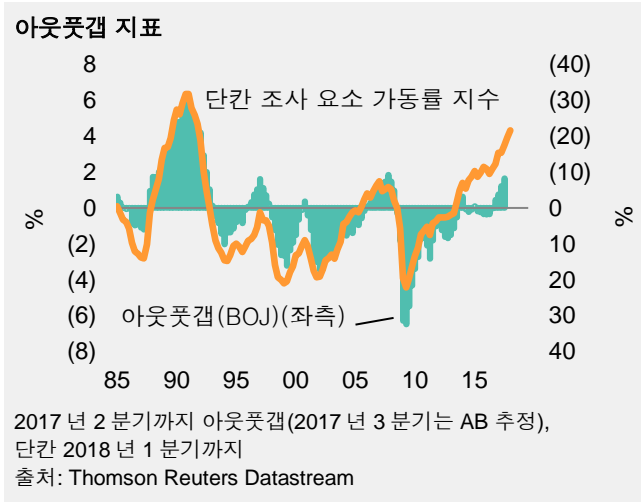
개요

성장률이 가장 합리적인 잠재 성장률 추정치를 크게 상회하는 등, 경제 모멘텀이 2018년에도 여전히 견조합니다. 엔화 가치가 경쟁력 있는 수준이고, 통화정책은 매우 확장적이며, 추가적인 재정부양조치가 대기하고 있는 가운데, 당사는 이렇게 견조한 환경이 지속될 것이라는 기본적인 전망을 그대로 유지합니다.

하지만 이러한 생산능력의 압력이 인플레이션 상승으로 이어질 것인지 여부에 중점을 두어야 합니다. 현재까지 진행된 수준으로 봤을 때는 제한적입니다. 인플레이션과 임금(특히 시간제 노동자)이 소폭 상승했지만, BOJ가 2%의 인플레이션 목표에 도달하는 데 '성공'했다고 판단하기 위해 필요한 수준에는 크게 미치지 못합니다.

앞으로 몇 개월 동안 주시해야 할 몇 가지 핵심적인 이벤트가 있습니다. 첫째는 다가오는 임금 협상입니다. 고용시장의 구인난이 점차 심해지고 이익 점유율이 신 고점에 도달하는 등, 펀더멘털 여건은 임금이 대폭적으로 상승할 가능성을 뒷받침합니다. 그럼에도 불구하고 기업들은 임금 상승폭을 늘리기를 꺼려하고 있습니다. 아베 신조 총리는 기업들을 독려하기 위해 도덕적 설득과 세법 개정을 결합하여 임금 상승 폭을 늘리는 유인을 제공하고자 합니다. 이번에는 그러한 시도에 진전이 있을 것으로 전망됩니다.

두 번째 이벤트는 4월에 임기가 종료되는 구로다 하루히코 BOJ 총재의 후임자 지명입니다. 언론 보도에 따르면 구로다 총재의 연임이 예상됩니다. 통화정책과 관련하여 구로다 총재가 아베 행정부에 어떤 약속을 할 것인가에 이목이 집중될 것입니다. 양쪽의 파트너십은 2018년 동안 정책 환경이 안정되도록 할 전망입니다.



중국

	실질 GDP(%)		인플레이션(%)		정책금리(%)		채권 10년물 금리(%)		USD 대비 환율	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
중국	6.9	6.5	1.8	2.5	2.73	3.10	3.88	4.10	6.51	6.50

전망

- + 당사는 중국의 GDP 전망을 소폭 상향 조정하였습니다. 디레버리징 및 환경 보호 정책이 중국 경제를 제한하겠지만, 글로벌 성장 여건이 개선되고 있으므로, 2018년 중국의 경제 활동에 가해지는 하방 리스크는 감소할 것입니다.
- + 당사는 노골적인 통화 정책 긴축의 여지는 거의 없으나, 유동성 여건의 상대적인 제약으로 인해 중국의 역내 채권금리는 비교적 높은 현 수준을 유지할 것으로 전망합니다.
- + 달러가 약세를 나타냄에 따라 중앙은행은 위안화의 강세를 용인하였으나, 위안화에 압박이 가해질 경우 다시 개입할 가능성이 있습니다.

리스크 요인

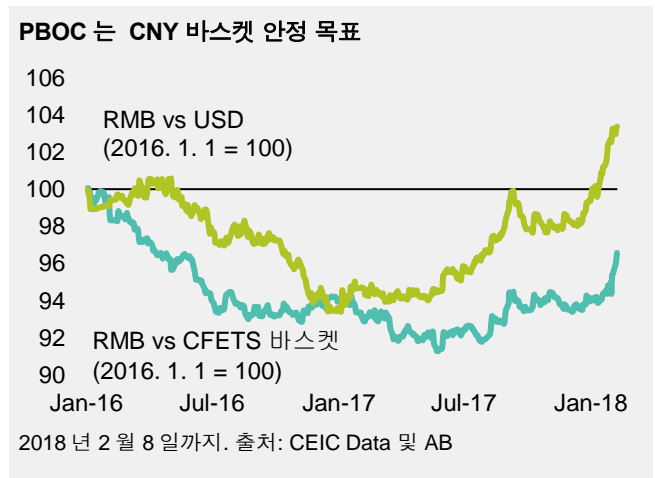
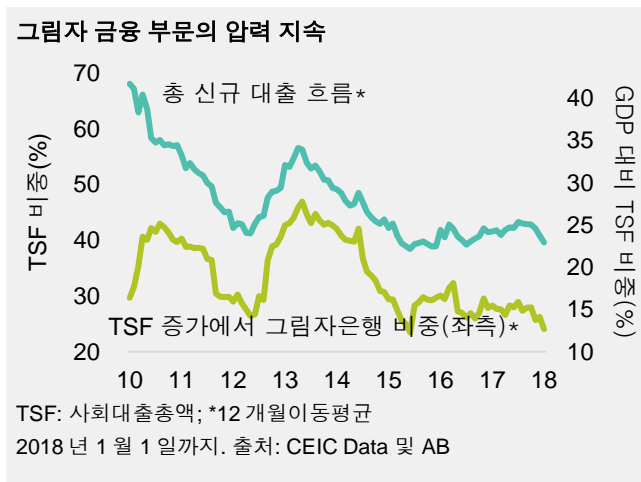
- + 과도하게 제한적인 신용 및 유동성 여건은 기업 재무구조에 압박을 가하여 중국 경제가 성장 목표 달성에 실패할 수 있습니다.
- + 미국의 대중 무역 제재 및 지정학적 환경(북한)이 여전히 핵심적인 외부 리스크로 남아있습니다

개요

최근 시진핑 주석은 앞으로 3년간은 금융 리스크, 오염, 빈곤 감축에 전념하겠다는 정책 우선순위를 선언했습니다. 최근 몇 주 동안 신탁대출과 위탁대출 축소, 또 한 차례의 지방정부투자기관(LGFV) 부채 보고, 국유기업의 출자 전환에 관한 새로운 정책 등 디레버리징 노력을 강화하기 위한 이니셔티브가 등장했습니다. 오염원 발생 기업에 대한 가용 여신 축소 및 설비 축소, 구조조정은 국내 수요 증가를 억제할 것입니다.

그러나 중국의 디레버리징 목표는 GDP 대비 총 부채 비율을 낮추려는 것이 아니라, 그림자 금융 채널에서 제도권 은행 채널로 전환을 유도하여 신용거래가 생산적인 실물 경제 부문으로 흘러 들어가게 하려는 데 있습니다. 정부 입장에서는 사회의 안정이 중요하기 때문에, 구조조정 과정에서도 디폴트는 낮은 상태를 유지할 것입니다. 성장에 미치는 영향도 감당 가능한 수준일 것입니다. 그러나 타이트한 유동성 여건을 고려할 때 중국의 역내 채권금리는 현재의 높은 수준에 머물 것으로 예상됩니다. 미국 채권 금리 상승이 중국 정부채(CGB)의 수익률 곡선에 미치는 파급효과는 여전히 제한적일 것으로 보입니다.

환율 측면에서는 위안화가 미 달러화 대비 눈에 띄게 강세를 나타내는 것과 때를 맞추어 환율 고정 공식에서 '경기 역행적' 요소를 제거하였습니다. 그러나 이것이 위안화의 방향에 정책 변화를 나타내는 신호일 가능성은 낮습니다. 이 요소를 제거한 것은 오히려 자본 유출 및 외환 보유고에 가해지는 압력을 완화하려는 정책이 성공했음을 입증하는 것입니다. 중앙은행은 CNY 무역가중(CFETS) 바스켓의 전반적인 안정을 목표로 하는 정책으로 회귀할 것으로 전망됩니다. 따라서 단기 위안화(USD/CNY) 성과에 있어 관건은 달러화의 향방입니다.



캐나다

	실질 GDP(%)		인플레이션(%)		정책금리(%)		채권 10년물 금리(%)		USD 대비 환율	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
캐나다	3.2	2.5	1.6	2.0	1.00	2.00	2.04	2.90	1.25	1.25

전망

- + 예상대로 실질 GDP 성장률이 둔화하고 있습니다. 그러나 경제는 여전히 잠재 성장률 이상으로 성장 중입니다.
- + BOC는 1월 정책금리를 1.25%로 인상했으며, 향후 금리 인상을 향한 신중하고 지표 의존적인 접근방식을 재강조하였습니다. 그러나 캐나다의 0에 가까운 아웃풋갭 및 미 연준의 지속적인 긴축 사이클에 힘입어 BOC는 2018년 세 차례 이상 금리를 인상할 것으로 예상됩니다.

리스크 요인

- + 시장을 냉각시키는 데 목적을 둔 거시 건전성 정책 및 1월 발표된 금융기관감독청(OSFI)의 개정 모기지 대출 기준이 토론토 주택시장의 수급에 영향을 미치고 있습니다. 공급은 지속적으로 증가하고 있는 반면 수요는 부진한 모습을 보이며 일부 시장 세그먼트에서 가격 조정을 야기하고 있습니다.
- + 북미자유무역협정(NAFTA)의 결과를 둘러싼 불확실성이 투자를 저해할 가능성이 있습니다. 미국이 보호무역 정책을 실시할 가능성이 보일 경우 기업들이 캐나다 사업에 투자하려고 하지 않을 것이기 때문입니다.

개요

1월 중 캐나다 경제는 조정을 겪었으나, 이를 하락 추세로의 변곡점으로 간주해서는 안됩니다. 고용시장 노동력 조사에 따르면 캐나다 경제에서는 1월 중 88,000개의 일자리가 사라졌습니다. 2008년 이후 가장 큰 월간 감소 폭입니다. 이러한 약세는 연초 의회에서 최저임금을 인상한 온타리오주의 시간제 고용에 집중되었습니다. 그러나 이러한 변화가 고용 지표에 미치는 영향은 일시적이며, 심각한 수준의 일자리 감소세가 지속될 것으로 보이지는 않습니다. 주택시장 역시 1월 정부 정책 결정의 효과를 체감하였습니다. 대출 기준이 강화되면서 수요가 억제되었으나, 판매/등록비율을 보면 주택시장 내 대부분의 세그먼트가 아직 판매자 시장임을 알 수 있습니다. 이러한 새로운 정책은 여타 거시 건전성 조치들과 마찬가지로, 일시적인 효과에 그칠 것으로 예상됩니다. 안정을 해치는 급격한 조정은 없을 것이며, 향후 수 개월 뒤 경제는 일상을 회복할 것으로 전망됩니다.

호주/뉴질랜드

	실질 GDP(%)		인플레이션(%)		정책금리(%)		채권 10년물 금리(%)		USD 대비 환율	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
호주	2.3	2.6	2.0	2.0	1.50	1.50	2.63	3.45	0.78	0.79
뉴질랜드	2.6	2.7	2.0	1.9	1.75	1.75	2.75	3.50	0.71	0.74

호주

- + 광업 부문의 불황 종료, 비 광업 부문 자본적 지출의 반등 신호, 공공부문 인프라 지출에 대한 노출도 등에 힘입어 기업 심리는 여전히 양호합니다. 고용 추이 역시 양호합니다.
- + 그러나 가계 부분은 압력에 처해 있습니다. 임금 상승률은 기록적인 저점에 머물러서 소득 증가율을 저해하고 있으며 소비는 여전히 약한 데다, 주택 가격이 둔화되기 시작하였습니다.
- + 좋은 경제 지표와 나쁜 경제 지표 간의 긴장이 손쉽게 해소될 것이라는 조짐은 거의 보이지 않습니다. 중앙은행은 2018년까지 금리를 동결함으로써 글로벌 정책 정상화 프로세스에서 뒤쳐질 것으로 예상됩니다.

뉴질랜드

- + 뉴질랜드를 향한 당사의 전망에는 거의 변동이 없습니다. 몇 가지 떠오르는 하방 리스크에도 불구하고 성장률은 여전히 양호하고 인플레이션은 낮습니다. 우려의 대상이었던 주택 부문은 중앙은행이 거시 건전성 제약을 다소 완화할 수 있을 정도로 생각되었습니다.
- + 시장은 고용 목표 및 위원회 기반 의사결정 구조의 조임을 중심으로 중앙은행과 관련한 신 정부의 방향이 명백해질 때까지 기다리는 중입니다. 그러나 정통 관료인 에이드리언 오어 를 신임 중앙은행 총재로 지명한 것은 급진적인 변화가 아닌 점진적인 변화를 예고합니다.

영국

	실질 GDP(%)		인플레이션(%)		정책금리(%)		채권 10년물 금리(%)		USD 대비 환율	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
영국	1.8	2.0	2.6	2.3	0.50	1.00	1.25	2.25	1.35	1.33

전망

- + 실질 소득 증가율의 둔화 및 브렉시트와 관련한 정치적 불확실성이 최근 수 분기 경제를 짓눌렀습니다. 그러나 영국은 글로벌 여건의 개선으로 인해 수혜 대상이 될 것이며, 최근 데이터에 따르면, 성장이 안정되고 심지어 개선될 수도 있을 것으로 보입니다.
- + 인플레이션은 3.0% 이상을 유지하고 있으며, 2018년 하반기에는 파운드화 가치 하락의 효과가 쇠퇴하기 시작하면서 도로 2.0%에 가까워질 전망입니다.
- + 당사의 예상과 마찬가지로, 국채 시장은 BOE가 2018년 금리를 두 차례 인상할 것으로 예상합니다.

리스크 요인

- + 영국 가계는 아직 부채가 너무 많기 때문에, 긴축 통화정책이 앞당겨질 경우 특히 취약해질 수 있습니다.
- + 브렉시트로 인하여 여전히 전망이 어둡습니다. 최근 정부가 EU와의 협상에 제대로 대처하지 못함에 따라 국내 정치 리스크가 눈에 띄게 상승하였습니다. 조기 선거가 당사의 기본 시나리오는 아니지만, 그 가능성을 배제해서는 안 됩니다.

노르웨이/스웨덴

	실질 GDP(%)		인플레이션(%)		정책금리(%)		채권 10년물 금리(%)		USD 대비 환율	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
노르웨이	1.9	2.6	2.1	1.8	0.50	0.75	1.65	2.50	8.18	7.95
스웨덴	2.7	3.1	1.6	1.9	(0.50)	(0.40)	0.78	1.75	8.17	8.10

노르웨이 전망

- + 예상 성장률이 2017년 1.9%, 2018년 2.6%로 전망이 긍정적입니다. 노르웨이를 포함하여 유럽에 대한 당사의 전망은 컨센서스 전망보다 더 낙관적입니다.
- + 최신 인플레이션 지표는 1.6%로 예상 밖으로 상승했지만, 목표치인 2.5%에 비하면 아직 매우 낮습니다. 낮은 임금 상승률, 저 유가 및 유럽 기타 지역의 낮은 인플레이션으로 인해 노르웨이의 인플레이션은 목표치에 미달할 가능성이 높습니다.
- + 중앙은행 노르게스뱅크는 2018년 정책금리를 25bp 인상할 것으로 전망됩니다.

리스크 요인

- + 노르웨이의 주요 리스크 요인은 가계 부채의 증가입니다(현재 소득의 210% 이상). 또한 경제는 유가의 급격한 하락 가능성에도 취약합니다.

스웨덴 전망

- + 여전히 예상 경제 성장률이 2017년 2.7%, 2018년 3.1%이므로 스웨덴의 성장률은 긍정적입니다.
- + 최신 근원 인플레이션 지표는 전월의 2.0%에 비해 소폭 하락한 1.9%였습니다. 2018년 인플레이션은 목표치 아래에 머물 것으로 보입니다
- + 중앙은행 스베리어릭스뱅크는 단기적으로 환매채 금리를 -0.5%로 유지할 전망입니다. 12월 중앙은행은 2019년 만기가 도래하는 채권의 쿠폰 및 상환액을 재투자하겠다고 발표함으로써 순매수는 2018년 플러스를 유지할 것입니다.

리스크 요인

- + 과도한 가계 부채 및 높은 집값이 여전히 금융 안정에 최대 리스크입니다.

일본 제외 아시아

	실질 GDP(%)		인플레이션(%)		정책금리(%)		채권 10년물 금리(%)		USD 대비 환율	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
일본 제외 아시아	6.0	5.9	2.2	2.7	3.00	3.31	4.15	4.31	—	—
홍콩	3.7	3.0	2.0	2.4	1.75	2.50	1.81	1.90	7.81	7.80
인도	5.9	6.8	3.8	3.9	6.00	6.25	7.32	7.00	63.83	62.50
인도네시아	5.1	5.6	4.0	3.8	4.25	4.25	6.29	6.70	13,548	13,100
한국	3.1	2.8	1.9	2.3	1.50	1.75	2.47	2.70	1,067	1,110
태국	2.8	3.6	0.6	1.4	1.50	1.50	2.36	2.50	32.56	30.80

전망

- + 견조한 수출 덕분에 성장 전망이 개선되었고 인플레이션은 잠잠하므로 각국 중앙은행은 연준과 보조를 맞추어 긴축 정책을 취하지는 않을 것입니다.
- + 전세계적으로 채권 금리가 상승하더라도, 높은 국내 저축률이 완충효과를 제공할 것입니다.
- + 아시아 통화 가치를 결정하는 가장 중요한 요소는 여전히 미 달러와 글로벌 리스크 심리입니다. 그러나 중국 위안화가 어느 정도 안정을 제공할 수 있습니다.

리스크 요인

- + 연준이 좀 더 공격적으로 긴축에 나설 경우 미 달러화가 강세를 나타내면서 일본 제외 아시아 통화 및 포트폴리오 자금 유입을 위협할 수 있습니다.
- + 고유가로 인해 아시아의 대외 수지 흑자가 감소할 수 있으나, 최근 보조금 개혁으로 인해 재정 비용은 감당할 만한 수준으로 유지될 전망입니다.

개요

구매관리자지수(PMI)는 수출국의 낙관론을 반영하여 수년째 고점에 머물러 있습니다. 그러나 수출 성과는 지역마다 다릅니다. 한국은 반도체 수출에서 양호한 성과를 기록하고 있으나 중국과 대만의 모멘텀은 정점을 지나고 있는지도 모릅니다. 동남아 수출국들은 현재의 수출 사이클에서 여전히 뒤쳐져 있습니다.

4 분기에는 순 수출이 헤드라인 GDP 성장률의 상승에 기여했고, 내수는 여전히 완만하고 역내 중앙은행 대다수는 지금 단계에서 수요 견인 인플레이션을 우려하지 않습니다. 이는 이 지역의 정책당국이 연준을 따라 긴축정책을 취할 필요가 없다는 뜻입니다.

최근 금리를 인상한 말레이시아와 한국 중앙은행들은 당분간은 금리를 동결할 것으로 예상됩니다. 각국의 개별적 요인에 기반하여 필리핀은 단기적으로 금리를 인상할 것이며, 인도는 연말쯤 그 뒤를 따를 것으로 보입니다. 역내 다른 중앙은행들은 금리를 동결할 것으로 전망됩니다.

한편 재정정책은 대부분의 지역에서 중립을 유지할 것으로 예상됩니다. 말레이시아와 인도에서 총선이 예정되어 있으나, 과거 선거 사이클과 비교할 때 재정 확장세가 완만한 편입니다. 국내 금리에 미치는 영향은 제한적일 것이며, 국내 저축률이 높아서 아시아 국내 금리가 글로벌 금리의 상승 압력을 감내하는 데 도움이 될 것입니다. 통화정책 사이클의 다변화는 국내 채권에 기술적 지지를 제공할 것입니다.

중남미

	실질 GDP(%)		인플레이션(%)		정책금리(%)		채권 10년물 금리(%)		USD 대비 환율	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
중남미	1.0	2.1	6.8	5.4	9.28	8.38	7.84	8.69	—	—
아르헨티나	2.7	3.5	26.9	18.0	28.75	21.00	—	—	18.60	20.00
브라질	0.7	2.4	3.7	3.7	7.00	7.00	8.84	10.30	3.31	3.50
칠레	1.5	3.1	2.3	3.0	2.50	3.00	4.53	4.80	615	610
콜롬비아	1.7	2.3	4.3	3.8	4.75	4.75	6.46	7.20	2,972	3,050
멕시코	2.1	1.9	5.9	3.9	7.25	7.00	7.65	7.80	19.64	19.50

전망

- + 2월 초 시장 변동성이 급등하면서 이머징마켓 펀드로의 유입 자금이 급격히 둔화했습니다. 그러나 연초 이후 기준으로 순 유입액은 여전히 플러스입니다.
- + 단기적 난관으로는 미국의 통화정책 긴축, 무질서한 글로벌 금리 조정, 달러 강세 가능성, 미국 무역정책 관련 불확실성, 역내 최대 국가들에 예정되어 있는 선거 등이 있습니다.

리스크 요인

- + 한층 더 긴축적인 글로벌 통화정책, 글로벌 및 미국의 지정학적 우려, 미국의 보호 무역주의, 브라질, 멕시코, 콜롬비아, 베네수엘라의 개별 고유 정치적 충격 등이 이 지역에 직면한 주요 리스크입니다.

개요

브라질, 칠레, 아르헨티나의 경제활동이 증가세이며 추가적으로 가속이 붙을 것으로 예상됩니다. 멕시코의 2017년 4분기 지표는 예상보다 좋았으나, 올해는 NAFTA의 장애와 관련된 불확실성 및 7월 대선에 부분적으로 기인하여 성장 속도가 완만할 것으로 전망됩니다. NAFTA 협상과 선거 모두 민간 투자를 저해하고 있습니다. 역내 대부분의 국가에서 인플레이션은 여전히 높지 않습니다. 그러나 멕시코 및 특히 아르헨티나에서 인플레이션이 하락하고는 있으나 목표치보다는 높습니다. 베네수엘라는 초 인플레이션에 시달리고 있습니다. DM 국가의 통화정책이 긴축으로 전환함에 따라 중남미 정책당국의 운신의 폭이 좁아지면서, 이 지역 중앙은행들은 완화 사이클을 종료할 가능성이 있습니다.

아르헨티나의 경우 올해 인플레이션 목표를 완화하자 기대감이 악화되고 폐소화는 악화되었습니다. 그러나 최근 변동성이 급증하면서 중앙은행이 인플레이션 성과를 심각하게 저해하지 않으면서 통화 완화 정책을 수행할 수 있는 여지가 크게 줄어들었습니다. . 올해 실질 금리는 여전히 플러스 영역에 머물 것으로 전망되나, 새로운 목표치가 발표되기 전보다는 여전히 낮을 것입니다.

브라질에서는 지난 달 루이스 이나시우 룰라 다 시우바 전 대통령의 재 출마를 거의 막는 법원 판결이 내려졌습니다. 그는 이 판결에 항소하고, 8월로 예상되는 대법원 판결 시까지 경선에 참여할 것으로 예상됩니다. 그로 인해 선거 결과는 불투명합니다. 한편 정부는 2월 중으로 사회보장개혁안을 통과시킬 계획이지만, 지지표가 하원 통과에 필요한 308 표에 미치지 못할 듯 합니다. 개혁은 단기 재정의 지속 가능성을 유지하기 위해 필요합니다. 의회의 승인 가능성이 낮다는 점을 들어 S&P는 지난 달 국가 등급을 한 단계 강등했습니다. 2월에는 중앙은행이 정책금리(Selic)를 6.75%로 인하함으로써 심각한 인플레이션 또는 정책 서프라이즈만 없다면 완화 사이클을 종료한다는 신호를 내보냈습니다.

멕시코는 최신 NAFTA 협상에서, 반 부패 노력 등 일부 논쟁의 여지가 없는 몇 개 챕터를 완료했으나 가장 어려운 분야에서는 거의 진전이 없습니다. 하지만 대화가 지속되고 있으며 협상 당사자들은 몇 개월 더 협상 테이블에 잔류할 것으로 보입니다.

니콜라스 마두로 베네수엘라 대통령은 4월 22일 대선을 치른다고 발표했습니다. 일부 야당 지도자들의 대선 참여가 금지되자, 미국 및 많은 중남미 정부들이 대선 결과를 공식적으로 인정하지 않겠다고 발표했습니다.

동유럽, 중동, 아프리카(EEMEA)

	실질 GDP(%)		인플레이션(%)		정책금리(%)		채권 10년물 금리(%)		USD 대비 환율	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
EEMEA	2.7	2.8	6.4	6.0	6.55	6.19	8.35	8.60	—	—
헝가리	3.9	3.3	2.5	2.7	0.90	0.90	2.02	3.00	259	260
폴란드	4.4	3.5	1.9	2.6	1.50	1.75	3.30	4.10	3.48	3.46
러시아	1.8	1.8	4.2	5.2	7.75	7.00	7.59	8.00	57.60	59.00
남아공	0.8	1.3	5.4	4.7	6.75	6.75	9.16	9.00	12.38	13.00
터키	6.0	5.0	10.9	9.2	8.00	8.00	11.35	12.80	3.78	4.25

개요

남아프리카공화국에서는 제이컵 주마로부터 시릴 라마포사로 권력 이양이 이루어지면서, 남아공의 중기 전망에 대한 시장의 개선된 신뢰를 배경으로 보다 유의미한 인적 및 정책 변화를 도모할 수 있는 문호가 열렸습니다. 궁지에 몰린 전력기업 Eskom에 신뢰할 수 있는 새로운 이사회가 지명되면서 동사가 다소 시간을 벌게 됨에 따라, 우발채무의 실현이 더 이상 정부에 단기적 리스크로 작용하지 않게 되었습니다. 그러나 조세수입이 부진하고 새로운 위원회들(빈곤 및 노동 계층을 위한 무상 고등교육) 및 새로운 공공부문 임금 협약으로 인해 지출에 압박을 받으면서 재무부는 아직 불안한 입장입니다.

2월 21일에 발표될 2018년 예산은 2018년 상반기 랜드화 자산 가격의 분위기를 결정할 것입니다. 최근 비교적 신속하게 정치 권력 이양이 이루어졌음을 감안할 때, Moody's가 등급 리뷰(3월 초)에서 강등을 결정할 가능성은 낮아 보입니다. 신뢰할 수 있는 예산이 발표되고 Moody's가 국가 등급을 강등하지 않을 경우 랜드화의 추가 강세로 이어질 것입니다. 이 경우 중앙은행은 금리를 인하하여 경기 회복을 지원하고자 할 것입니다. 당사는 랜드화 자산에 긍정적이지만, 2018년 1분기에 정점을 맞이할 것이라는 견해를 유지합니다.

	Real Growth (%)		Inflation (%)		Official Rates (%)		Long Rates (%)		FX Rates vs USD	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
Global	3.1	3.3	2.6	2.6	2.18	2.49	2.94	3.50	-	-
Industrial Countries	2.3	2.5	1.7	1.7	0.75	1.26	1.49	2.29	-	-
Emerging Countries	4.6	4.9	4.1	4.0	4.94	4.84	5.76	5.88	-	-
United States	2.3	2.3	2.1	2.1	1.38	2.38	2.40	3.25	-	-
Canada	3.2	2.5	1.6	2.0	1.00	2.00	2.04	2.90	1.25	1.25
Europe	2.3	2.8	1.6	1.5	0.08	0.18	0.67	1.66	-	-
Euro Area	2.5	3.0	1.5	1.4	0.00	0.00	0.48	1.50	1.20	1.20
United Kingdom	1.8	2.0	2.6	2.3	0.50	1.00	1.25	2.25	1.35	1.33
Sweden	2.7	3.1	1.6	1.9	(0.50)	(0.40)	0.78	1.75	8.17	8.10
Norway	1.9	2.6	2.1	1.8	0.50	0.75	1.65	2.50	8.18	7.95
Japan	1.6	1.7	0.4	0.8	(0.05)	(0.10)	0.05	0.05	113	125
Australia	2.3	2.6	2.0	2.0	1.50	1.50	2.63	3.45	0.78	0.79
New Zealand	2.6	2.7	2.2	1.9	1.75	1.75	2.75	3.50	0.71	0.74
Asia ex Japan	6.0	5.9	2.2	2.7	3.00	3.31	4.15	4.31	-	-
China	6.9	6.5	1.8	2.5	2.73	3.10	3.88	4.10	6.51	6.50
Hong Kong	3.7	3.0	2.0	2.4	1.75	2.50	1.81	1.90	7.81	7.80
India	5.9	6.8	3.8	3.9	6.00	6.25	7.32	7.00	63.83	62.50
Indonesia	5.1	5.6	4.0	3.8	4.25	4.25	6.29	6.70	13,548	13,100
Korea	3.1	2.8	1.9	2.3	1.50	1.75	2.47	2.70	1,067	1,110
Thailand	2.8	3.6	0.6	1.4	1.50	1.50	2.36	2.50	32.56	30.80
Latin America	1.0	2.1	6.8	5.4	9.28	8.38	7.84	8.69	-	-
Argentina	2.7	3.5	26.9	18.0	28.75	21.00	-	-	18.60	20.00
Brazil	0.7	2.4	3.7	3.7	7.00	7.00	8.84	10.30	3.31	3.50
Chile	1.5	3.1	2.3	3.0	2.50	3.00	4.53	4.80	615	610
Colombia	1.7	2.3	4.3	3.8	4.75	4.75	6.46	7.20	2,972	3,050
Mexico	2.1	1.9	5.9	3.9	7.25	7.00	7.65	7.80	19.64	19.50
EEMEA	2.7	2.8	6.4	6.0	6.55	6.19	8.35	8.60	-	-
Hungary	3.9	3.3	2.5	2.7	0.90	0.90	2.02	3.00	259	260
Poland	4.4	3.5	1.9	2.6	1.50	1.75	3.30	4.10	3.48	3.46
Russia	1.8	1.8	4.2	5.2	7.75	7.00	7.59	8.00	57.60	59.00
South Africa	0.8	1.3	5.4	4.7	6.75	6.75	9.16	9.00	12.38	13.00
Turkey	6.0	5.0	10.9	9.2	8.00	8.00	11.35	12.80	3.78	4.25

Long rates are 10-year yields unless otherwise indicated.

Latin American Rates include Brazil, Chile, Colombia and Mexico

Real growth aggregates represent 48 country forecasts not all of which are shown Blanks in Argentina are due to distorted domestic financial system so are not forecast.

필진

Guy Bruten guy.bruten@alliancebernstein.com	Adriaan Du Toit adriaan.dutoit@alliancebernstein.com	Vincent Tsui vincent.tsui@alliancebernstein.com
Katrina Butt katrina.butt@alliancebernstein.com	Fernando Losada fernando.losada@alliancebernstein.com	Darren Williams darren.williams@alliancebernstein.com
Anthony Chan anthony.chan@alliancebernstein.com	Markus Schneider markus.schneider@alliancebernstein.com	Eric Winograd eric.winograd@alliancebernstein.com

이 문서가 제공하는 정보는 이 문서의 작성일 현재 AB의 견해를 반영하고 있습니다. 이 문서가 제공하는 자료의 정확성에 대해 어떠한 진술이나 보증도 제공되지 않습니다. 뿐만 아니라, 이 자료에서 언급된 어떠한 예상이나 예측 또는 의견도 그대로 실현된다는 보장은 없습니다. 이 문서에서 피력되는 견해들은 언제든지 변경될 수 있습니다. 주식, 유가증권, 투자자산에 대한 언급은 매수 또는 매도예의 권유로 해석될 수 없습니다. 투자자산의 가치 및 그로부터의 수입은 상승할 수도 있고 하락할 수도 있으며, 투자원금을 찾지 못할 수도 있습니다. 과거 성과는 미래 성과를 의미하는 것은 아닙니다. 해외 증권의 가치는 환율 변동의 영향을 받습니다. 이 문서에 기술된 정보는 어떠한 경우에도 투자조언으로 해석될 수 없습니다. 이 문서에 기술된 정보는 AB나 그 자회사 또는 대리인이 후원하거나 제공하는 금융상품이나 서비스의 판매 또는 마케팅을 위한 자료로 해석될 수 없습니다. 본 자료의 원문은 영문으로 작성되었습니다. AB와 그의 자회사들, 그리고 제 3자는 외국어로 번역된 자료의 질이나 정확성에 관해서 어떠한 진술이나 보증도 하지 않습니다.