

주간 투자 동향

본 문서는 메릴린치 리서치 보고서의 요약 번역본입니다.
아래의 주의사항을 읽어보시기 바랍니다.*

2010 년 7 월 15 일



■ 세계 경제 동향	2
그리스 합중국?	
■ 미국 경제 동향	4
경기침체? 아마도 아닌 듯	
■ 유럽 경제 동향	7
경제 회복 지속	
■ 한국 경제 동향	9
금리 25bp 인상	
■ 글로벌 투자 전략	11
전형적인 리스크 - 항복 자금 흐름	
■ 세계 펀드매니저 설문조사	14
리스크 회피	
■ 글로벌이머징마켓 투자 전략	15
펀드매니저설문조사와 아시아·GEM 에 대한 시사점	

* "주간 투자 동향"은 메릴린치 리서치가 발간한 영문 리서치 보고서들의 요약본으로 메릴린치 Merrill Lynch Wealth Management 과 Investment Banking 고객들의 요청으로 양 부서가 작성, 배포하고 있습니다. 독자들께서는 본 요약본에 의거해서 투자 의사결정을 하시지 않기를 바라며 메릴린치는 본 문서에 의거한 피해에 대한 책임을 지지 않습니다. 본 요약본에서 언급된 영문 보고서 사본이 필요하신 경우에는 담당 메릴린치 직원에게 연락하십시오.

미국 이외의 MLPF&S 계열사에 고용되었으며, NYSE/NASD 규정에 의거하여 리서치 애널리스트로 등록하거나 자격을 부여 받지 않습니다.

Merrill Lynch 는 이 조사보고서에 포함된 기업과 사업을 영위하고 있거나 영위하고자 하므로 투자자들은 이 보고서의 객관성에 영향을 줄 수 있는 이해상충 관계가 해당 회사에 있을 수 있음을 양지하셔야 합니다. 16-18 쪽의 중요 공지사항 참고.

세계 경제 동향

이 글은 영문 보고서의 한글 요약본으로 원문인 영문 보고서만을 신뢰할 수 있습니다. 본 요약본에 의거해 투자 의사결정을 하시는 것은 추천하지 않습니다. 원문 보고서는 *Global Economic Weekly – The United States of Greece?* 2010년 7월 9일자이며 담당 메릴린치 직원을 통해 사본을 요청하실 수 있습니다.

그리스 합중국?

- **리뷰:** 지난주 당사의 미 성장 전망치 하향 조정을 계기로 이번주에 다른 국가들의 경제 전망도 잇따라 조정되었다. 내년 글로벌 성장 전망치는 종전 4.3%에서 4.2%로 내려잡았다. 여전히 양호한 수준이지만, 전년 대비 성장을 둔화를 암시한다.
- **핫토픽:** 지방정부의 부채문제를 간과해서는 안되지만, 미국의 주정부를 유로존 주변국과 비교하는 것은 여러 면에서 적절치 않다.
- **프리뷰:** 각국 산업생산 통계가 발표될 예정이다. 전반적으로 산업생산은 증가세를 이어갈 전망이지만, 다만 그 속도가 둔화할 것으로 예상된다.

리뷰: 전년 대비 성장 둔화

미국 경제가 세계 GDP의 4분의 1을 차지하는 만큼, 지난 금요일 당사가 미국의 성장 전망치, 특히 내년 전망치를 하향하자 전 세계 각국의 경제 전망도 잇따라 조정되었다. 유로존의 경우 올해 전망은 종전대로 유지했고 내년 성장 전망치는 2.1%에서 추세 성장률에 근접한 1.8%로 낮추었다. 영국의 내년 성장 전망치는 2.4%에서 2.2%로 하향 조정되었고, 일본의 내년 전망치는 2.0%로 0.2% 포인트 내려잡았다. 이러한 일련의 조정으로 내년 글로벌 성장 전망치는 지난주에 제시한 4.3%에서 4.2%로 낮아졌다. 여전히 양호한 수준이지만, 전년 대비 성장 둔화를 암시한다.

이러한 성장 악화의 배경 속에서 각국 중앙은행은 더욱 더 신중한 태도를 취할 것이다. 당사는 ECB의 금리 인상 예상 시점을 (내년 6월에서) 내년 9월로 연기했으며, 영란은행에 대해서는 (내년 2월에서) 내년 5월로 미뤘다. 현재 일본의 디플레이션을 감안할 때 일본중앙은행은 2013년 초에나 긴축기조에 살짝 다가설 것으로 예상된다.

한편, 6월 선행지표는 계속해서 글로벌 경제의 완만한 둔화를 시사하고 있다. 지난주 제조업 구매관리자지수(PMI)를 발표한 주요국 모두 하락을 나타냈다. 이번주에는 서비스업 PMI를 발표한 13개국 가운데 10개국이 하락을 기록했다. 그러나 표 1이 보여주듯이, 대부분의 국가는 여전히 핵심선인 50을 웃돌고 있으며 이는 더딘 속도로나마 경기 확장이 지속되고 있음을 의미한다.

핫토픽: 미국 주정부는 그리스가 아니다

지난 일년 동안 미국의 주정부와 지방정부는 재정적자를 메우기 위해 다양한 수단을 활용해왔다. 그 중 일부는 연장 가능하지만, 대부분은 그렇지 못하다. 재정공백을 채우기 위한 연방정부의 지원이 사라짐에 따라, 주정부의 긴축재정이 아직 최악의 국면을 지나지 않은 점이 우려스럽다. 재정지출은 올해와 내년 각각 2% 감소할 것으로 추정되는데, 이는 미 경제에 0.25%의 충격에 달한다.

분명, 주정부와 지방정부가 직면한 재정난은 심각하다. 급기야 많은 전문가들이 이들의 문제를 유로존 주변국과 비교하기에 이르렀다. 미국의 유명 심야 토크쇼 진행자인 제이 레노마저 거들며 “그리스는 비교적 작은 나라이다. 미국에서는 하나의 주와 같다. 그러나 그리스와 과대한 지출, 과대한 차입을 하고 비싼 연금을 약속하며 과도한 세금과 기업 규제를 부과한다. 한마디로 미국의 주로 치면 캘리포니아와 같다”고 풍자했다. 지방정부의 부채 문제를 간과해서는 안되지만, 미국의 주정부를 유로존

표 1: 서비스업의 성장 둔화
(50+ = 경기 확장)

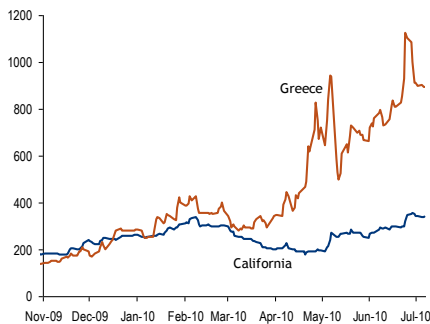
국가	6월	5월	전월비
호주	48.8	47.6	1.2
브라질	50.9	52.3	-1.5
중국	55.6	56.4	-0.8
프랑스	60.8	61.5	-0.7
독일	54.8	54.8	-0.1
인도	64.0	58.2	5.8
아일랜드	55.4	52.4	2.9
이탈리아	51.5	53.7	-2.2
일본	47.1	47.5	-0.4
러시아	55.4	55.9	-0.5
스페인	51.8	52.3	-0.5
영국	54.4	55.4	-1.0
미국	53.8	55.4	-1.6

자료: BofA Merrill Lynch Global Research, Haver Analytics

주변국과 비교하는 것은 다음과 같은 세 가지 이유에서 적절치 않다.

- 주정부는 법률상 재정균형을 이루도록 의무화되어 있고 연방정부의 명시적인 보증이 없기 때문에 주정부가 축적할 수 있는 부채의 규모에는 한계가 있다.
- 주정부의 재정적자는 우려스럽지만, 문제의 심각성은 유로존 주변국에 비하면 새발의 피이다.
- 미국은 노조 조직률이 낮기 때문에 유권자들이 특히 경제가 취약한 환경에서 공공부문의 임금 삭감을 받아들이기가 훨씬 쉽다.

차트 1: 새크라멘토주의 아테네화?
신용부도스왑 스프레드 (bp)



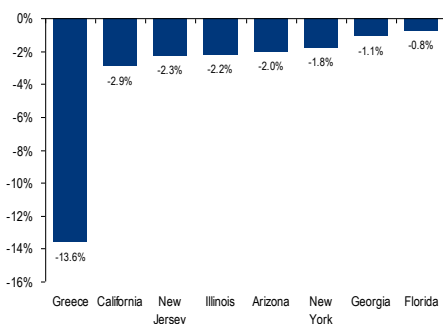
자료: Bloomberg, BofA Merrill Lynch Global Research

그리스가 대규모 채권을 발행할 수 있었던 이유는 마켓플레이스가 유로존 회원국에 돈을 빌려주는 데 별다른 리스크가 없다고 믿었기 때문이다. 그러한 믿음 덕분에 그리스 국채 수익률은 이번 위기 이전 수년 동안 감소한 이웃국인 독일의 채권 수익률과 매우 비슷한 수준까지 갈 수 있었다. 그리스 위기의 심각성이 최근 들어 더욱 가시화되면서 그리스 국채 스프레드는 급격히 벌어졌고 이에 EU 회원국들은 지난 5월 7500억 유로의 구제 금융을 마련했다. 이와 달리, 대부분의 투자자들은 미 연방정부가 캘리포니아를 구제할 것으로 기대하지 않으며, 그 결과 캘리포니아가 차입할 수 있는 규모도 제한된다.

그렇더라도 일각에서는 미국 정부의 암묵적인 보증이 있기에 캘리포니아의 신용디폴트스왑이 그리스에 비해 낮다고 주장한다(차트 1). 당사가 판단하기에, 스프레드가 낮은 이유는 연방정부의 보증과 아무런 관련이 없다. 미국의 주정부와 유럽 정부의 중대한 구조적 차이점은 주정부가 재정균형을 유지하도록 의무화되어 있다는 것이다. 게다가 미국 주정부 전역에 걸쳐 GDP 대비 적자 비율도 낮아 문제의 심각성도 덜하다. 또한 각 주정부는 재정균형을 위해 필요한 어려운 선택들을 감행하며 이미 선제 대응에 나서고 있다.

따라서 캘리포니아가 재정위기에 처한 것이 사실이지만, 50개 주 중 1개를 제외한 다른 모든 주정부와 마찬가지로 법률상 재정균형을 유지하도록 되어있으며 이에 따라 주정부가 축적할 수 있는 빚의 규모에도 한계가 있다. 따라서 캘리포니아를 비롯한 재정난에 처한 주정부의 재정위기가 최악의 시나리오에서조차 그리스 사태와 같은 금융 전염 효과를 초래할 가능성이 낮다.

차트 2: 그리스의 적자부담은 훨씬 크다
2010년 GDP 대비 재정적자* (%)



주정부의 경우 미국의 GDP 전망치를 이용해 2010년 GDP 산출
자료: Center for Budget and Policy Priorities, BofAML Global Research

둘째, 미국의 주정부는 전반적으로 그리스나 다른 유로존 주변국에 비해 부채와 재정적자 부담이 훨씬 낮다. 그리스의 재정적자는 GDP의 13.6%이다. 차트 2가 보여주듯이, 다른 주정부의 상황보다 훨씬 안 좋다. 물론 주정부는 군사권과 같이 한 나라의 중앙정부와 동일한 의무를 지니지 않는다. 그렇기에 문제의 강도는 유럽 주변국보다 미국의 주정부 차원에서 훨씬 감당 가능하다.

세 번째 이유이자 가장 중요한 이유는 미국 전역에 걸쳐 급격한 태도의 변화가 일어나고 있기 때문이다. 예컨대, 캘리포니아 주지사는 20만 명의 공무원 임금을 대폭 삭감하며 미국의 최저임금인 시간당 7.25달러 수준에 맞추는 방안을 추진 중이다. 법원조차 이 방안의 시행을 위해 행동에 나서고 있다. 뉴저지의 경우 건강보험에 들어가는 교사 급여의 비중을 높이는 방안이 가장 정치적으로 부담이 덜한 해결책으로 받아들여지고 있다.

또한 미국의 노조 조직률이 약 12%에 지나지 않기 때문에 공공부문의 임금삭감이 그리스와 스페인에서 목격된 바와 같은 전국 단위의 파업으로 이어지지 않을 것이다. 민간부문의 임금 상승이 사실상 정체되어 있다는 인식이 지배적이기 때문에 많은 유권자들이 주정부의 재정부담을 완화하기 위해 전 정부 레벨에 걸친 임금 삭감을 지지할 가능성이 높다.

미국 경제 동향

이 글은 영문 보고서의 한글 요약본으로 원문인 영문 보고서만을 신뢰할 수 있습니다. 본 요약본에 의거해 투자 의사결정을 하시는 것은 추천하지 않습니다. 원문 보고서는 *Global Economic Weekly - US: Recession? Probably not* 2010년 7월 9일자이며 담당 메릴린치 직원을 통해 사본을 요청하실 수 있습니다.

경기침체? 아마도 아닌 듯

- **리뷰:** 경제지표 발표가 비교적 한산했지만, 전기 대비 성장률 둔화를 나타내는 또 다른 신호가 포착되었다. ISM 비제조업 구매관리자지수는 5월 55.4에서 6월 53.8로 하락했다.
- **핫토픽:** 지표마다 향후 일년 내 경기침체가 일어날 확률을 각기 달리 나타내고 있지만, 종합적으로 볼 때 전면적인 더블딥 보다 경기 둔화를 시사한다.
- **프리뷰:** 이번주에는 수입 물가, 생산자 물가, 소비자 물가 등 3대 인플레이션 지표가 발표되는데, 모두 제한적인 인플레이션을 시사할 것으로 예상된다. 소매판매도 나올 예정으로 핵심 소매판매는 0.3%의 양호한 증가율을 기록할 것으로 전망된다.

더블딥 가능성 회의적

6월 경제지표가 부진한 모습을 이어가고 정책지원 성장에서 자생적 성장으로의 전환이 순탄치 않게 진행됨에 따라 지난주 당사는 미국의 GDP와 고용 전망치를 하향 조정했다. 올해와 내년 성장 전망치를 각각 종전 3.2%와 3.3%에서 3.0%와 2.6%로 낮추었다. 그럼에도 당사는 미 경제가 추가로 악화될 가능성이 높은 지를 묻는 질문을 계속 받는다. 지표마다 향후 일년 내 경기침체가 일어날 확률을 달리 나타내고 있지만, 종합적으로 볼 때 전면적인 더블딥 보다 경기 둔화를 시사한다.

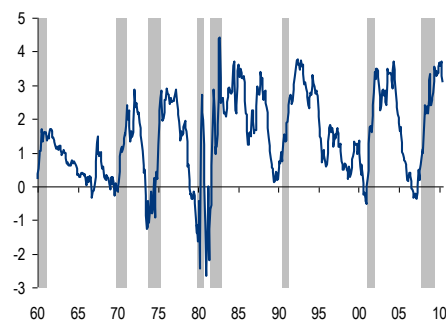
당사는 일련의 경기침체 확률 모델을 이용해 미래 경기하강을 가능하는 다양한 지표들을 살펴보았다. 이러한 분석을 통해 각 지표가 과거에 얼마나 정확히 경기침체를 예측했는 지를 조사 분류한 다음, 해당 지표가 오늘날 단기적으로 경기침체가 발생할 확률을 얼마나 나타내는 지를 알아보았다. 자주 이용되는 이러한 단순 모델을 통해 일부 지표가 더블딥 가능성을 얼마나 정확하게 예측하는 지 뿐만 아니라 어떤 지표가 정확성을 결여하고 거짓 양성 신호를 보내는 지를 파악할 수 있다.

기준 정의

분석에 앞서 먼저 조사 대상 지표와 경기침체 전망 기간을 설정할 필요가 있다. 사실, 경기침체를 예측하는데 고려할 만한 지표들은 수도 없이 많다. 부담을 줄이고자 당사는 몇 가지 일반적인 지표에 초점을 맞추었다. 금리 스프레드, 주가와 원자재 가격 변동, 통화 증가율, 소비자 신뢰도, PMI와 경기선행지수이다(후자는 블랙박스라도 같은데, 산출 방법에 대한 정보가 제한적이기 때문이다). 각 후보 지표마다 찬성론자와 반대론자가 있지만, 당사는 경기침체 지표의 “성배”가 없다는 판단 하에 어느 편에도 속하지 않기로 했으며 지표 자체가 모든 것을 말해준다고 생각한다.

경기침체 전망 기간 설정과 관련해 혹자는 특정 시점에 경기침체가 일어날 가능성이 얼마나 높은 지를 알아보려 할 수도 있을 것이다. 예를 들어, 뉴욕 연준은 수익률 곡선을 이용해 해당 시점으로부터 12개월 후 경기침체 발생 확률을 추산한 모델을 정기적으로 업데이트한다. 그러나 투자자들이 더 관심을 갖는 부분은 향후 12개월 내 불특정 시점에 경기침체가 발생할 확률일 것이다. 당사 전망에 따르면, 실질적인 경기침체 리스크는 추가 긴축재정이 시작되는 내년 초에(12개월 전망의 중간 시점) 본격화된다. 물론, 이들 중 어떤 지표도 긴축재정이나 그에 따른 영향을 예견하지는 못한다. 다만, 과거 경기침체의 평균치를 이용할 뿐이다. 이는 누군가가

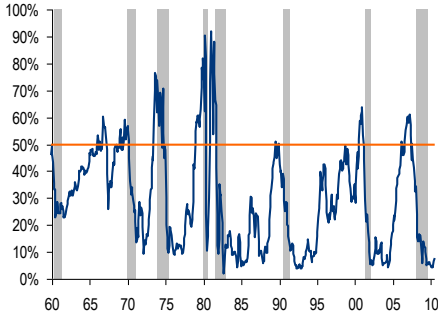
차트 1: 수익률 곡선은 스티프닝 지속
10년물 - 3년물 수익률 (%)



음영부분은 미 경기침체기를 나타냄.

자료: Federal Reserve Board, BofA Merrill Lynch Global Research

차트 2: 수익률 곡선: 경기침체 가능성 희박
경기침체 확률: 수익률 곡선(%)



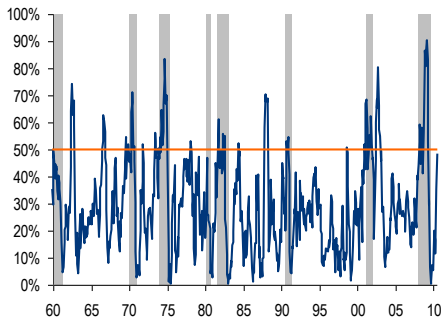
음영 부분은 미 경기침체기를 나타냄.
자료: BofA Merrill Lynch Global Research

표 1: 지표의 적정성
(%)

	적중률	실패율	침체 확률
수익률곡선	77.6	26.4	7.6
주가	73.3	39.5	48.6
원자재가격	70.7	n.a.	30.8
통화증가율	70.7	n.a.	29.9
ISM 제조업지수	77.3	20.3	20.4
소비자 기대지수	74.9	35.6	56.6
ECRI 지수	83.1	17.0	70.7

자료: BofA Merrill Lynch Global Research

차트 3: 주식: 또 하나의 거짓신호?
경기침체 확률: 주가(%)



음영 부분은 미 경기침체기를 나타냄.
자료: BofA Merrill Lynch Global Research

특정 지표에 대해 경제를 정확히 예측할 수 있는 영험한 능력이 있는 것처럼 말할 때 반드시 유념해야 할 점이다.

수익률 곡선

표 1은 분석 결과를 보여준다. 미래 경기침체 리스크를 나타내는 각 잠재 지표에 대해 당사는 세 가지 통계를 적용했다. “적중률”은 매월 경기침체의 발생 여부에 대해 해당 경기침체 모델과 NBER(전미경제연구소, 미국의 공식적인 경기침체를 판단하는 기관)이 의견 일치를 이루었던 확률을 나타낸다. 다음 열은 “실패율”을 보여준다. 즉 향후 12개월 내 경기침체 발생을 예고했지만 실제로 경기침체가 일어나지 않았던 확률을 가리킨다. 세 번째는 각 지표의 가장 최근 통계가 올해 6월인 만큼, 6월을 기점으로 현재 경기침체가 발생할 확률을 나타낸다.

먼저 가장 널리 사용되는 경기사이클 지표 중 하나인 수익률 곡선부터 살펴보자. 뉴욕 연준 이코노미스트들의 연구에 따르면, 낮거나 역전된 10년물 - 3년물 수익률 스프레드는 경기침체를 가장 정확히 예측하는 지표인 것으로 조사되었다(차트 1). 당사의 분석 결과도 이러한 주장을 뒷받침한다. 1959년 이래로 수익률 곡선은 8번의 경기침체를 매번 정확히 예측했다. 단, 1966년 말에 한 차례 거짓 침체를 예고한 적이 있다. (차트 2) 현재 수익률 스프레드는 300bp를 웃돌고 있으며, 이는 2011년 6월까지 경기침체가 일어날 확률이 8% 이하임을 가리킨다.

일부 시장참여자들은 현재 금리가 매우 낮은 점을 감안할 때 수익률 스프레드의 정확성이 떨어진다고 반박할 수도 있다. 10년물 국채 수익률이 이처럼 낮은 것 자체가 경기침체를 암시한다는 주장이다. 그러나 관련 통계는 달리 말한다. 10년물 수익률이 단독으로 경기하강을 시그널하는 유일한 경우가 13% 이상일 때로서 지난 1980년대초에 딱 한 번 일어났었다. 실제로 10년물물 수익률 스프레드 모델에 적용할 경우 정확성은 오히려 높아진다. “적중률”은 80% 이상으로 올라가고 “실패율”은 18%로 떨어진다. 그리고 향후 일년 내 경기침체 발생 확률은 불과 3.1%로 낮아진다.

주가와 원자재 가격

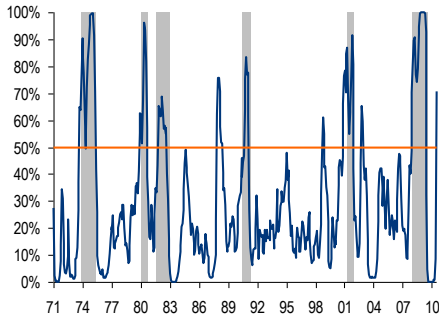
경기침체의 선행 지표로 제시되는 여타 시장 지표 가운데 대표적인 것이 주가와 원자재 가격이다. 표 1은 S&P 500 지수와 기초 산업 원자재 가격의 연환산 6개월 등락률을 보여주는데, 둘 다 6월에 각각 -14.5%와 -6.8% 급락했다. 그 결과, 양 지표 모두 향후 일년 내 경기침체 발생 확률을 다소 높게 잡고 있다. 주가의 경우 50%에 약간 못 미치며 원자재 값은 약 31%를 나타내고 있다. 그러나 표 1을 통해 분명히 드러나듯이 이들 지표는 수익률 곡선보다 정확성이 훨씬 떨어진다. 차트 3이 보여주듯, S&P 500 지수의 변동은 결국 일어나지도 않은 경기침체를 여러 차례 예고했었다. 1963년, 67년, 72년, 78년, 85년, 88년, 98년과 2003년 사례가 모두 이에 해당한다. 또한 경기침체가 이미 시작된 후에 이를 시그널하는 경향이 있어 경기선행지표라기 보다 동행지표에 가깝다.

반면, 산업 원자재 가격의 6개월 등락률은 지난 반 세기의 조사 대상 기간 동안 단 한 번도 경기침체를 시그널하지 않았다. 이는 원자재 가격이 얼마나 변동성이 높고 미국의 경제 활동과 얼마나 상관관계가 낮은 지를 보여준다. 흥미롭게도 M1과 M2 통화지표도 같은 문제점을 갖고 있다. Fed가 더이상 이들 통화 지표에 신경을 쓰지 않는 이유 중 하나이기도 하다. (표 2의 N/A는 원자재 가격이나 M2가 단 한 번도 경기침체를 예고한 적이 없는 만큼, “실패율”이 존재할 수 없음을 의미한다.)

소비자 신뢰도

시장 지표 외에도 일부 애널리스트들은 기업이나 소비자 설문조사를 선호하는 경향이 있다. 표 1의 적중률과 실패율을 보면, ISM 제조업 조사는 대체로 수익률 곡선만큼 정확한 것으로 나와 있다. 그러나 주가의 경우처럼 ISM 조사는 경기침체를 몇달 선행하기 보다 실제 발생 시점에 가서 침체를

차트 4: ECRI: 경기침체 동행 지표
경기침체 확률: ECRI (%)



음영 부분은 미 경기침체를 나타냄.
자료: BofA Merrill Lynch Global Research

시그널하는 경향이 있다. 6월 ISM 제조업 지수는 전월 59.7에서 56.2로 하락했는데, 그럼에도 불구하고 일년 내 경기침체 발생 확률은 불과 20%인 것으로 나타났다. 이는 당사의 내부 추정치와 대체로 비슷한 수준이다. 통상 제조업 ISM 지수가 43.0 이하로 하락해야 경기침체를 시그널한다는 게 일반적인 시각이다. 당사 모델은 44.7을 기준으로 삼지만, 어찌됐든 현 수준과 거리가 한참 멀다.

최근 하락 반전한 또 하나의 지표가 컨퍼런스보드의 소비자 기대 지수이다. 소비자 신뢰 지수의 선행 구성 항목인 이 지수는 지난 5월 경기침체 이후 최고치인 84.6에서 6월 71.2로 곤두박질쳤다. 통상 경기확장기에 지수는 90을 크게 상회하기에 이번 하락으로 소비 위축에 따른 경기 하강 우려가 제기되었다. 아니나 다를까, 6월 소비자 기대 지수는 향후 12개월 내 경기침체 발생 확률을 56% 이상으로 잡고 있다. 5월까지만 해도 그 수치는 38%였다. 이와 비교해 미시건대 소비자 기대 지수(소비 심리 지수의 선행 항목)는 43%의 경기침체 확률을 시그널하고 있으며 최근 지수가 상승하면서 침체 확률은 하락하고 있다. 따라서 소비자 설문조사를 통해 더불딤 리스크에 대한 뚜렷한 시그널을 확보하기 어렵다.

기타 지표: 경기선행지수

앞서 언급한 몇몇 지표를 비롯해 다양한 종류의 지표를 하나로 통합한 이른바 “경기선행지수” 또한 상당한 추종자들을 갖고 있다. 그러나 안타깝게도 대표적인 선행지수인 컨퍼런스보드 지수는 긴 시차를 두고 발표된다. 현재로서는 6월 통계도 나와있지 않다. 5월 지수의 연환산 6개월 등락률을 조사한 결과, 향후 일년 내 경기침체 발생 확률은 불과 3%로 조사됐다. OECD도 자체적으로 각국의 경기선행지수를 발표하지만, 이 역시 한달 늦게 발표된다. 그렇다하더라도 5월을 기준으로 지수가 시그널한 경기침체 확률은 2%에 그쳤다.

ECRI 주간선행지수(WLI)의 경우 그동안 양호한 상승세를 보였던 4주 이동평균치가 6월 들어 마이너스대에 진입하면서 최근 많은 관심을 끌게 되었다. 표 1과 차트 4가 보여주듯이, WLI 지수는 전반적으로 적중률이 꽤 높다. 그러나 시장 지표들과 마찬가지로 경기침체의 선행지표라기 보다 동행지표에 가까우며 1980년대 이후로 몇 차례나 거짓 양성 신호를 보냈었다. 한 가지 주목할 만한 점은 지수가 마이너스로 돌아서면서 경기침체 확률이 5월 약 8%에서 6월에 70% 이상으로 치솟았다는 점이다. 그러나 지수의 개발자들조차 지수가 더불딤이 아닌 경기 둔화를 암시하고 있을 뿐이라고 말한다. 전에도 지적했듯이, 당사도 이에 동의한다.

가장 정확한 지표도 일년 내 경기침체 확률이 낮음을 시사

오늘날과 같이 경제 불확실성이 높은 환경에서 더불딤을 시그널하는 경제지표를 찾기가 그리 어렵지 않다. 그러나 다양한 경기침체 지표들의 역사적 정확성을 조사한 결과, 가장 정확한 지표조차 적어도 아직까지는 경기침체를 시그널하고 있지 않은 것으로 나타났다.

유럽 경제 동향

이 글은 영문 보고서의 한글 요약본으로 원문인 영문 보고서만을 신뢰할 수 있습니다. 본 요약본에 의거해 투자 의사결정을 하시는 것은 추천하지 않습니다. 원문 보고서는 *Global Economic Weekly – Euro area: Recovery continues* 2010년 7월 9일자이며 담당 메릴린치 직원을 통해 사본을 요청하실 수 있습니다.

경제 회복 지속

- **리뷰:** 유럽중앙은행은 금리를 현행대로 동결했으며 지난달 보다 금융 불안에 대해 다소 덜 우려하는 내용의 성명서를 발표했다. 독일의 5월 산업생산은 큰 폭으로 증가했으며, 이탈리아와 프랑스도 호조를 나타냈다.
- **핫토픽:** 유럽은행감독위원회가 스트레스 테스트 대상 은행 명단을 공개했다. 총 91 곳 은행 가운데 독일 14 곳, 스페인 27 곳, 그리스 6 곳, 영국 4 곳 등이 포함되었다. 위원회는 비관적 시나리오 하에서 향후 2년 내 유로존 성장률이 EU 집행위원회의 기본 전망치 보다 3% 포인트 하락하는 것으로 가정했다. 이는 심각한 더블딥에 해당한다. 스트레스 테스트 결과는 오는 23일에 발표될 예정이다.
- **프리뷰:** 5월 유로존 산업생산은 1.3% 증가했을 것으로 예상되고 독일과 유로존의 7월 ZEW 경기심리지수는 하락을 나타냈을 것으로 전망된다.

리뷰: 유럽 핵심국의 회복 지속

지난 8일 통화정책회의에서 ECB는 예상대로 금리를 동결했다. 당분간은 추가적인 정책지원을 고려할 만한 이유가 없다는 판단에서이다. 발표문의 서두에서 ECB는 이번에도 현 금리 수준을 “적절하다”고 평가하며 인플레이션이 “정책과 유관한 중기적 전망기간 동안 완만한 수준을 유지”할 가능성이 높다는 기존 입장을 되풀이했다. 이는 가까운 미래에 금리가 계속 동결될 가능성이 높다는 뜻으로 풀이된다.

더 나아가 ECB는 전보다 금융 불안에 대해 다소 덜 우려하는 듯 했다. 또한 금융시장을 진정시키고 유럽의 부채위기를 수습하기 위한 다양한 정책들이 약발을 내기 시작하고 있다는 일부 신호들이 포착되고 있다고 밝혔다. ECB는 향후 국채 매입에 대한 명확한 방침은 제시하지 않았지만, 트리셰 총재는 ECB가 시간에 걸쳐 국채 매입을 꾸준히 줄이고 있다고 지적했는데, 시장 불안이 다시 악화되지 않는 이상 이러한 추세는 지속될 것임을 시사하는 듯 했다. ECB는 당분간 6개월 혹은 12개월 짜리 리파이낸싱을 재개할 필요가 없는 것으로 판단했다. 그렇다면하더라도 ECB는 내년 초까지 3개월물 리파이낸싱을 본래 할당량만큼 늘릴 것으로 예상된다.

독일의 5월 산업생산은 전월 대비 2.6% 증가했다(시장 예상치 0.9%). 2분기 들어 지금까지 독일의 산업생산은 1분기 평균을 4.9%나 상회한다. 상대적으로 극심한 경기침체를 겪었던 독일 경제가 현재는 글로벌 제조 경기 회복의 덕을 톡톡히 보고 있기 때문이다. 2분기 산업생산의 전기 대비 4.9% 증가는 독일의 2분기 GDP가 최소 1.3% 성장한 것과 맞먹는 수준이자, 연율로는 5%를 소폭 웃도는 성장률에 해당한다. 각종 선행지표는 독일 산업생산이 전보다 더딘 속도로나마 추가 확대될 것임을 시사한다. 2분기의 건실한 성장세를 감안할 때 성장 둔화는 거의 불가피해 보인다.

프랑스의 5월 산업생산은 전월 대비 1.7% 늘어났으며(시장 예상치 +0.4%) 지난 석달 동안 작년 같은 기간에 비해 8.0% 증가했다. 이탈리아의 산업생산도 호조를 보이며(1.0%), 5개월 연속 증가를 기록했다. 이처럼 산업생산 통계는 유럽 핵심국이 건실한 회복을 구가할 것이라는 당사 전망을 확인시켜주었다. 하절기에는 산업생산의 증가 속도가 다소 둔화할

ECB는 금리를 현행대로 동결했으며
금융불안이 다소 완화되고 있다고 진단했다

차트 1: 독일 주문과 산업생산 반등



지수수준, 2005 = 100, 오른쪽 눈금만 총생산. 자료: Destatis

전망이지만, 하반기에 더딘 속도로나마 성장세는 지속될 것으로 예상된다.

글로벌 제조 경기가 당사의 세계 전망대로 올 연말과 내년초까지 완만하게 둔화하는 데 그친다면, 독일은 계속해서 견실한 경제 회복을 구가할 것으로 판단된다. 이는 다른 유럽 국가들에게 매우 긍정적인 영향을 끼칠 것이다. 독일은 유로존의 28%를 차지하는데, 스페인, 포르투갈, 아일랜드와 그리스를 모두 합친 규모(18%)보다도 크다. 또한 독일은 유럽 보다 유럽 이외 지역과의 무역 규모가 크지만, 다른 유럽 국가들에게 있어 독일은 최대 무역 파트너이다(독일 수입은 4-5 월 전년 동월 대비 25% 증가). 최근 글로벌 경제 성장을 둘러싼 우려 속에서 글로벌 제조 경기의 향방은 독일을 비롯한 유로존 경제 전망의 핵심 변수로 작용할 것이다.

하토픽: 스트레스 테스트

유럽은행감독위원회가 스트레스 대상 은행 명단을 공개했다. 총 91 곳 은행 가운데 독일 14 곳, 스페인 27 곳, 그리스 6 곳, 영국 4 곳 등이 포함되었다. 위원회는 비관적 시나리오 하에서 향후 2 년 내 유로존 성장률이 EU 집행위원회의 기본 전망치 보다 3% 포인트 하락할 것으로 가정했다. 이는 극심한 더블딥에 해당한다.

국채 관련 가정의 상세 내용은 아직 확정되지 않은 상태이다. 그러나 2009 년 초 미국의 경우처럼, 은행 스트레스 테스트가 정확히 어떤 가정을 전제로 하느냐는 궁극적으로 중요하지 않다. 중요한 것은 규제당국이 스트레스 테스트를 통해 부실 은행들로 하여금 자본을 확충하도록 만들거나(또한 시장을 통해 자본 확충이 가능함을 보여주거나) 공적 지원금을 통한 자본 투입·구조조정을 수용하도록 하는 것이다. 일부 언론 보도에 따르면, 그리스 채권은 17%, 포르투갈은 5%, 스페인은 3%의 헤어컷이 적용될 것으로 알려졌다. 은행 장부에 추가적인 헤어컷이 적용될 수도 있다.

오는 23 일에 발표되는 테스트 결과는 유럽계 은행들의 건전성에 대한 신뢰도를 회복시켜줄 것으로 기대된다. ECB 는 개별 은행 스트레스 테스트 결과 공개 결정을 환영하며 “필요 시 적절한 조치를 취해야 할 것”이라고 덧붙였다. ECB 는 은행들이 시장을 통해 자본을 확충할 것을 장려하면서도, 동시에 “자본 재확충을 위한 정부지원 메커니즘을 심분 활용할 것”을 촉구했다. 이는 ECB 가 일부 은행들이 해당 정부로부터 조만간 공적자금을 받을 것으로 예상한다는 뜻으로 풀이된다. 트리세 총재는 현재 유가증권 시장 프로그램(Securities Market Programme)하에서 ECB 의 커버드 본드 매입 여부를 묻는 질문에 대해 뚜렷한 답변을 주지 않았다. ECB 는 A - 이하 민간채권의 담보 허용을 위한 새 헤어컷 시스템에 대해서는 결정을 내리지 않았다.

91 곳 은행을 대상으로 스트레스 테스트 실시

결과는 오는 23 일에 공개될 예정

비관적 시나리오는 향후 2 년 내 유로존 성장률이 EU 집행위원회의 기본 전망치 보다 3% 포인트 하락했을 경우를 가정

한국 경제 동향

이 글은 영문 보고서의 한글 요약본으로 원문인 영문 보고서만을 신뢰할 수 있습니다. 본 요약본에 의거해 투자 의사결정을 하시는 것은 추천하지 않습니다. 원문 보고서는 *Economics - Korea hikes by 25bp* 2010년 7월 9일자이며 담당 메릴린치 직원을 통해 사본을 요청하실 수 있습니다.

금리 25bp 인상

예상보다 다소 앞당겨졌으나 당사 전망과 부합

몇달 동안의 망설임 끝에 한국은행은 마침내 9일 정책금리를 2.25%로 25bp 전격 인상했다. 2009년 2월 이래 첫 금리 인상으로서 금리 정상화 과정의 시작을 알렸다.

당사는 3분기에 금리가 50bp 인상될 것으로 전망해왔으나, 이번 인상은 당초 예상했던 것보다 다소 일찍 단행되었다. 당사와 컨센서스는 지난주 미국의 고용지표 부진과 글로벌 성장에 대한 불안감으로 첫 금리 인상 시점이 8월로 미뤄질 것으로 예상했었다.

한은의 생각을 좌우하는 변수가 핵심 관건: 2대 요인

한은의 인플레이션 기대심리. 한은은 소비자 물가 상승률이 하반기에 오름세를 이어갈 것으로 전망하고 있다. 한은은 통화정책 성명서에서 “앞으로 경기 상승세 지속에 따른 수요압력 증대 등으로 상승압력이 계속 커질 것으로 예상”된다고 밝혔다. 현재 전년 동기 대비 2.7%인 소비자 물가 상승률은 하반기에 3%로 정점을 찍을 것으로 추정되고 있다. 따라서 매파적인 성향의 한은이 선제 대응에 나서고 있는 것이 놀랍지 않다. 한동안 한은은 사상 최저치에 고정됐었던 금리를 인상하려고 했었다. 지금까지 그러지 않았던 이유는 금리 인상의 경제 회복 저해 가능성과 유럽 위기에 대한 정부의 우려 때문이었다. 그러나 기획재정부는 1분기 GDP 발표 이후 태도가 바뀌었다.

자세히 들어가기 전에 우선 당사는 한은의 인플레이션 전망에 동의하지 않음을 밝혀두고 싶다. 이와 달리 당사는 인플레이션이 하반기부터 완화될 것으로 전망한다. 전기 대비 연환산 기준으로 헤드라인 소비자 물가 상승 속도는 이미 둔화하고 있는 중이다. 지난 2월 4.2%까지 올랐다가 5월 1.5%로 내려앉은 상태이다. 더 나아가 생산자 물가와 수입 물가도 모두 상승세가 완화되고 있다. 원화 강세 전망(연말까지 원달러 환율 1000 원 예상)과 원자재 가격 약세는 이러한 당사 시각에 힘을 실어준다.

현재 진행 중인 경제 회복에 대한 확신 강화. 보도문에 실린 다음 문장이 잘 압축해서 보여준다: “국내경기는 해외 위험요인이 상존하는 가운데 상승세를 이어갈 것으로 전망된다.” 이 부분에 대해서는 당사도 한은과 전적으로 동의한다. 주제 넘게 얘기하자면 한은이 마침내 당사 의견에 동의하게 되었다고 할 수 있다.

지난달 서울 방문 후 언급했듯이, 한은과 기획재정부 모두 국내 경제의 견고함에 놀라워했다. 1분기 GDP 성장률은 당초 예상을 뛰어넘으며 전기 대비 2.1%를 기록했다. 더 중요한 것은 성장의 견인차가 내수였다는 점이다. 실제로 순수출은 전기 대비 성장률에 2분기 연속 마이너스 요인으로 작용했다.

이미 둔화하고 있는 수출을 감안할 때 하반기 경제 성장률은 하락할 것으로 예상되지만, 고용시장, 기업심리, 산업생산, 설비가동률, 재고 등의 개선을 감안할 때 국내경제의 견고함에 대한 확신은 여전하다. 결과적으로 소비와 투자지출은 올해 남은 기간과 내년까지 오름세를 지속할 것으로 전망된다. 올해와 내년 GDP 성장 전망치는 6%와 4.6%로 종전대로 유지한다. 이러한 맥락에서 한 가지 주목할 만한 점은 한국정부가 올해 성장률 전망치를 5.2%에서 5.8%로 상향 조정했고 그로부터 몇일 만에 실제 성장률이 6%에

가까울 것으로 내다봤다는 점이다.

다음 단계는?

이번 금리 인상은 한국이 말레이시아, 인도와 대만을 따라 미 Fed로부터 탈동조화하고 통화정책 정상화를 시작할 것이라는 신호로 풀이된다. 그러나 2010년 6월 29일자 [Asian policy decoupling: How much? How long?](#)에서 지적했듯이, 아시아 중앙은행들은 현 글로벌 경제 환경에서 Fed로부터 탈동조화하는 데 한계가 있다. 특히 아시아 전역에 걸쳐 인플레이션율이 완화된다고 시작하고 있는 점을 감안하면 더욱 그렇다. 또 다른 문제는 아시아의 금리가 미국과 지나치게 벌어지면(미국의 금리 인상은 2012년 1분기로 예상), 자본 유입을 부추길 뿐만 아니라 글로벌 무역이 둔화하고 있는 상황에서 아시아 통화에 대한 절상 압력이 높아진다는 것이다. 이는 아시아 중앙은행들이 결코 원치 않은 골칫거리이다. 이미 과거에도 같은 상황을 겪은 적이 있다.

결론적으로 금리 인상은 서서히 진행될 것으로 예상된다. 한은은 3분기 안에 금리를 한차례 더 인상한 다음(25bp), 내년에 다시 인상에 돌입하기 전까지 관망세를 유지할 것으로 전망된다. 현재로서는 내년에 금리가 100bp 추가 인상될 전망이다. 이는 분명 글로벌 경제 상황에 따라 좌우될 것이다.

글로벌 투자 전략

이 글은 영문 보고서의 한글 요약본으로 원문인 영문 보고서만을 신뢰할 수 있습니다. 본 요약본에 의거해 투자 의사결정을 하시는 것은 추천하지 않습니다. 원문 보고서는 *Global Strategy Weekly – Classic risk-capitulation flow* 2010년 7월 9일자이며 담당 메릴린치 직원을 통해 사본을 요청하실 수 있습니다.

전형적인 리스크-항복 자금 흐름

Lipper FMI 자산별 자금 유출입

주식펀드는 한 주간 116억 달러의 높은 자금 유출을 기록했는데, 지난 2008년 6월 이후 두 번째로 큰 주간 유출 규모이다(ETF-매도는 유출액 중 96억 달러 차지).

반면, 채권 펀드는 양호한 자금 유입세를 이어갔다(24억 달러).

머니마켓펀드는 올 들어 최대 주간 자금 유입을 기록했다(185억 달러).

현금의 대규모 자금 유입 + 주식의 대규모 자금 유출 = 전형적인 리스크-항복 태도(표 1) = 트레이딩 랠리

표 1: 자산별 자금 유출입, \$bn

자산배분	7월 7일로 끝나는 주	연초 대비	AUM 대비 YTD
전체 주식	-11.6	-21.8	1.0%
전체 채권	2.4	94.6	6.6%
머니마켓	18.5	-410.4	15.9%

자료: Lipper FMI

EPFR Global 국가별 자금 유출입

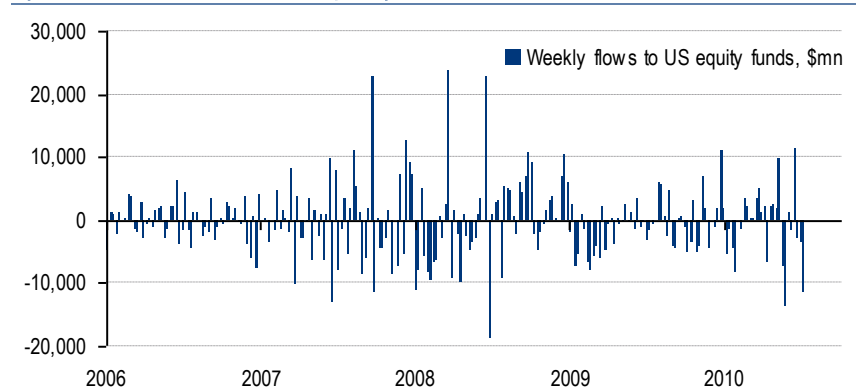
7월 7일로 끝나는 한 주 동안 미국 주식펀드에서 무려 114억 달러가 빠져나갔다.

이러한 미국의 자금 유출 중 ETF 매도(94억 달러)가 대부분을 차지했지만, 롱온리 펀드도 20억 달러의 환매를 기록했다.

이는 역대 다섯 번째로 큰 주간 유출 규모이다(2008년 6월 이후로는 두 번째로 큰 규모).

지난 3주간 자금 유출 = 179억 달러 = 투자자 항복의 신호

차트 1: 미국 주식 펀드의 주간 유입액



자료: EPFR Global

유럽 펀드는 오랫동안 자금 유입을 기록했다(3억 8700만 달러). 지난 다섯 달 간 세 번째 자금 유입에 그친다.

이머징마켓 펀드는 6억 500만 달러의 작은 유입을 기록했다 = 6주 연속 자금 유입

이머징마켓의 자금 유입세는 놀라울 정도로 견실하다. 연초 대비 기준으로 이머징마켓에 178억 달러가 유입된 반면, 선진시장에서는 311억 달러가 빠져나갔다.

BofA-ML EM Flow Trading Rule 은 여전히 중립 영역에 있다. 지난 4주간 자금 유입 규모 = AUM 의 1.17% (1.5% 이상 = 매도 신호 촉발)

표 2: 이머징마켓과 선진시장의 순 자금 유입 규모, \$mn

	지난 4 주 간	연초대비
총 EM	6,074	17,848
글로벌 EM 펀드	4,062	13,677
아시아	2,240	4,038
EMEA	93	2,565
라틴아메리카	-320	-2,432
EM 롱온리펀드	2,842	7,692
EM ETF	3,261	10,252
브라질	-570	-1,345
러시아	96	1,967
인도	207	322
중국*	887	1,856
인도네시아	52	167
대만	300	-161
총 DM	-6,521	-31,124
미국	-6,496	-22,453
일본	-359	1,846
유럽	-1,319	-11,652
인터내셔널	-2,334	3,545
총 글로벌	-2,781	-9,731

총 글로벌 = EM + DM + 인터내셔널

총 EM = 글로벌 EM + 아시아 + EMEA + 라틴아메리카

*대중화권 포함

자료: EPFR Global

시장 분석

표 3: MSCI ACWI 수익률과 밸류에이션

	시가총액, \$bn	월초 대비	연초 대비	수익률			밸류에이션			IBES EPS 증가율 전망치		
				2009	% 200dma 편차*	베타**	12개월 예상 P/E	P/BV	배당 수익률	2010	2011	2012
ACWI	23,179	2.7	-8.0	31.5	-6.6	1.0	11.5	1.7	2.5	34.3	18.6	13.3
선진	20,150	2.9	-8.3	27.0	-7.1	1.0	11.7	1.7	2.6	34.4	18.7	13.3
미국	9,986	2.9	-5.0	24.2	-5.1	0.9	11.8	2.0	2.1	33.4	17.8	14.1
캐나다	1,030	2.0	-4.1	52.7	-4.0	1.2	13.0	1.9	2.5	19.3	20.8	9.5
유럽	5,856	4.2	-15.0	31.2	-11.1	1.1	10.4	1.5	3.4	33.1	18.9	12.8
영국	1,933	3.6	-13.0	37.3	-9.4	1.1	9.4	1.7	3.7	37.8	19.3	11.5
일본	2,092	1.5	-2.2	4.4	-4.4	0.7	14.3	1.1	1.8	34.8	16.1	-
호주	722	0.6	-16.7	68.8	-15.7	1.3	11.5	1.9	4.2	16.0	18.3	-
홍콩	226	-0.3	-5.5	55.2	-3.7	0.9	14.8	1.4	3.0	20.2	8.4	12.5
이머징	3,029	1.3	-6.0	74.5	-3.6	1.2	10.5	1.9	2.2	33.9	18.2	13.1
중국	563	-1.4	-8.9	58.8	-5.7	1.1	11.7	2.3	2.4	24.6	16.6	16.2
한국	400	-1.5	-6.5	69.4	-5.0	1.2	8.9	1.4	1.3	51.5	6.6	8.8
대만	333	2.5	-10.7	75.1	-4.6	0.9	12.2	1.8	2.7	88.2	11.7	9.9
인도	243	-2.8	-1.1	100.5	0.1	1.3	15.5	3.1	1.0	24.5	21.7	17.3
러시아	194	2.6	-8.7	100.3	-9.4	1.8	5.7	1.1	1.9	29.0	28.6	6.9
브라질	488	6.2	-11.3	121.3	-6.7	1.6	9.6	2.0	2.8	29.8	25.8	13.3

*연속 200 일 동안 해당 지수가 평균 증가로부터 얼마나 벗어나서 거래되고 있는지를 말함

** 3년 간 주간 지수 등락률 vs. MSCI ACWI

모든 수익률 자료는 2010년 7월 7일 기준, BV는 2010년 6월 30일, 예상 E는 2010년 7월 1일, EPS는 2010년 7월 1일 기준.

모든 수익률은 미 달러화 기준.

자료: MSCI/ Datastream

- 글로벌 증시는 연초 대비로는 8.0% 하락했지만, 7월 첫째 주에 2.7% 랠리했다.
- 지난 4주 동안 유럽 주식들의 “위험회피(risk off)” 매매는 다른 선진시장보다 높은 성과를 올렸다.
- 인도는 200일 이동평균을 상회하고 있는 유일한 시장이다. “고평가된” 인도 증시(PBR 3.1 배, 신고점으로부터 2.2%)의 신고점 돌파는 주식투자자들이 희소해진 “성장”을 위해 얼마나 많은 돈을 기꺼이 지불할 의향이 있는지를 다시 한번 보여줄 것이다.
- 배당수익률이 가장 높은 시장은 여전히 호주(4.2%), 영국(3.7%)과 유럽(3.4%)이다.

세계 펀드매니저 설문조사

이 글은 영문 보고서의 한글 요약본으로 원문인 영문 보고서만을 신뢰할 수 있습니다. 본 요약본에 의거해 투자 의사결정을 하시는 것은 추천하지 않습니다. 원문 보고서는 *Fund Manager Survey Global – Risk scoff* 2010년 7월 13일자이며 담당 메릴린치 직원을 통해 사본을 요청하실 수 있습니다.

리스크 회피

더블딥 컨센서스 형성

7월달 BofAML 펀드매니저 설문조사에서는 펀드매니저 가운데 순 12%가 향후 12개월 내 경제 성장이 둔화할 것으로 전망하는 등 글로벌 경제 성장에 대한 기대감이 곤두박질쳤다. 두달 전까지만 해도 응답자의 순 42%가 글로벌 경제 성장이 좋아질 것으로 기대했었다. 중국 경제에 대한 낙관론은 2009년 1월 이후 최저 수준으로 낮아졌다(순 39%가 성장 둔화 예상). 이제 유럽과 중국의 뒤를 이어 미국에 대한 경제 성장 기대감도 붕괴되었다.

리스크 회피 – 2009년 3월의 판박이?

자산배분가들은 현금 비중을 4.4%로 확대했다. 주식 매수 신호를 촉발하는 수준에 약간 못 미치는 정도이다. 헤지펀드의 순익스포저는 +18%로, 순 매도 포지션을 나타낸 헤지펀드는 17%로, 모두 작년 3월 이후 최저치를 기록했다. 패널리스트의 순 39%가 정상 수준보다 낮은 리스크의 포트폴리오를 운용하고 있다고 말해, 역시 작년 3월 이후 최저를 나타냈다.

주식과 원자재 선호도 감소, 채권은 증가

원자재에 대한 투자의견은 작년 3월 이후 처음으로 순 비중축소로 돌아섰다(-1%). 글로벌 주식에 대한 비중확대 응답 비율은 지난 5월 순 +30%에서 순 +11%로 하락한 반면, 채권에 대해서는 석달 전까지만 해도 비중축소 응답 비율이 48%였지만 이번달에는 15%로 개선되었다. 주식 애널리스트의 EPS 전망치가 지나치게 낙관적이라는 의견은 작년 4월 이후 가장 많았지만, 그럼에도 채권에 비해 주식이 저평가되어 있다는 투자자의 의견은 2003년 3월 이후 가장 높은 수준을 보였다.

미국의 캐치 다운

미국 주식에 대한 비중확대 의견은 전월 순 20%에서 순 7%로 하락하는 등 투자자들이 미국 주식에서 대거 빠져나간 것으로 드러났다. 이는 유럽에게 이득으로 작용했는데, 유럽에 대한 비중축소 의견은 지난달 순 34%에서 이번달에는 10%로 감소했다. 응답자의 순 34%가 글로벌 이머징마켓에 대해 비중확대를 나타내는 (전월 31%) 등 글로벌 이머징마켓은 여전히 가장 선호되는 지역으로 꼽혔지만, 지난 석달 간 잠시나마 낙관론을 누렸던 일본에 대해서는 순 11%가 비중축소를 나타냈다. (07년 11월 이후 처음으로) 패널리스트들은 향후 12개월 내 가장 비중축소하길 원하는 지역으로 미국을 지목했다.

은행 스트레스 테스트

은행은 전달에 이어 이번달에도 가장 기피되는 섹터인 것으로 조사됐다(순 28% 비중축소). 소재에 대한 비중축소 응답 비율은 작년 3월 이후 최고 수준이다(순 -3%). 역으로 제약에 대해서는 순 23%가 비중확대라고 말해 전달에 비해 가장 큰 폭으로 투자의견이 개선되었을 뿐만 아니라 09년 3월 이후 가장 높은 비중확대 응답 비율을 나타냈다. 통신주의 회복으로 09년 4월 11%였던 비중축소 응답 비율이 이번달에는 순 5%의 비중확대를 기록했다. 산업재가 고평가되어 있다는 의견은 2008년 7월 이후로 가장 많았다.

역발상 매매

주식 매수 – 채권 매도, 은행·소재 매수 – 제약·통신 매도, 글로벌 이머징마켓 소재 매수 – 글로벌 이머징마켓 임의소비재 매도.

글로벌이머징마켓 투자 전략

이 글은 영문 보고서의 한글 요약본으로 원문인 영문 보고서만을 신뢰할 수 있습니다. 본 요약본에 의거해 투자 의사결정을 하시는 것은 추천하지 않습니다. 원문 보고서는 *GEM Equity Strategy – FMS talking points for GEM and Asia* 2010년 7월 13일자이며 담당 메릴린치 직원을 통해 사본을 요청하실 수 있습니다.

펀드매니저 설문조사와 아시아·GEM에 대한 시사점

성장 기대감 붕괴

7월달 펀드매니저 설문조사는 글로벌 경제 성장 기대감의 “더블딥”을 보여주었다. 응답자의 순 12%는 향후 일년 내 글로벌 경제가 둔화할 것으로 내다봤는데, 2009년 2월 이후 처음으로 성장 둔화 의견이 더 많았다. 중국의 경제 성장에 대한 기대감도 2009년 1월 이후 최저 수준으로 곤두박질쳤다. (순 39%가 성장 둔화 예상)

위험 회피 성향도 늘어났다. 글로벌 투자자들의 평균 현금 비중은 4.4%로 뛰며 주식의 “매수” 신호 수준인 4.5%에 바짝 다가섰다.

과도한 이머징마켓 포지셔닝

성장 기대감 악화와 위험 회피 확산에도 불구하고, 글로벌 자산 배분가들의 이머징마켓 비중확대 의견은 7월에 증가세를 보였다. 이머징마켓에 대한 비중 확대 응답 비율은 순 34%로 지난 2월 이후 최고 수준을 나타냈다.

올해 상반기 동안 투자자들은 이머징마켓 비중확대 포지션을 줄여나갔었다. 그러나 상반기에 이머징마켓이 선진시장에 비해 선방하자 투자자들은 다시 한번 이머징마켓 포지션을 늘려가고 있는 것으로 보인다(차트 1).

이머징마켓 투자자 시각

이머징마켓 투자자들의 기업 실적 기대감도 급격히 악화되었다. 순 25%는 기업 실적이 향후 12개월 내 악화될 것으로 예상했는데, 2009년 4월 이후 가장 높은 응답 비율이다. 투자자들은 성장이 선진시장보다 이머징마켓 내에서 올 것으로 기대하는 것으로 나타났다. 순 85%는 내수와 관련된 이머징마켓 주식을 선호했는데, 2009년 7월 이후 가장 높은 응답 비율이다.

가장 선호되는 섹터는 임의소비재, 가장 기피되는 섹터는 소재와 유틸리티인 것으로 드러났다. 역발상 투자자들은 임의소비재 비중확대 의견과 소재 비중축소 의견 간 차이가 사상 최대 수준으로 벌어졌음을 유념할 필요가 있다.

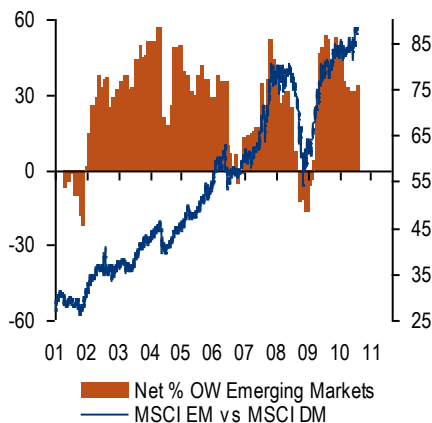
이머징마켓 투자자들은 최대 선호 시장으로 터키와 러시아를, 최대 기피 시장으로 말레이시아와 대만을 꼽았다. 최근 몇달 중국의 경제 성장 기대감 악화에도 불구하고 투자자들은 중국에 대해 소폭의 비중축소 포지션을 유지했다.

아시아태평양 투자자 시각

아시아태평양 투자자들도 글로벌 투자자들에 비해 중국 전망에 대해 덜 비관적인 것으로 보인다. 중국에 대한 비중확대 응답 비율은 증가를 보였으며 중국은 7월 아시아태평양 투자자들의 최대 선호 시장으로 꼽혔다. 최대 기피 시장은 한국, 인도와 호주인 것으로 나타났다.

아시아 금융, 필수소비재와 유통주는 가장 선호되는 시장이었으며, 금융주에 대한 비중확대 응답 비율은 이달에 크게 늘어났다. 유틸리티, 미디어 등 경기방어업종은 가장 낮은 선호도를 보였다.

차트 1: 이머징마켓 배분과 이머징마켓 증시



자료: BofA Merrill Lynch Fund Manager Survey

중요 공지사항

투자등급현황: 은행 그룹 (2010년 7월 1일 기준)

조사대상 유니버스	수량	퍼센트	투자은행업무와의 관계*	수량	퍼센트
매수	136	51.91%	매수	79	70.54%
중립	68	25.95%	중립	40	65.57%
매도	58	22.14%	매도	34	61.82%

투자등급현황: 음료 - 소프트 드링크 그룹 (2010년 7월 1일 기준)

조사대상 유니버스	수량	퍼센트	투자은행업무와의 관계*	수량	퍼센트
매수	10	58.82%	매수	5	62.50%
중립	6	35.29%	중립	3	75.00%
매도	1	5.88%	매도	1	100.00%

투자등급현황: 에너지 그룹 (2010년 7월 1일 기준)

조사대상 유니버스	수량	퍼센트	투자은행업무와의 관계*	수량	퍼센트
매수	177	64.60%	매수	116	72.96%
중립	48	17.52%	중립	18	47.37%
매도	49	17.88%	매도	26	57.78%

투자등급현황: 글로벌 그룹 (2010년 7월 1일 기준)

조사대상 유니버스	수량	퍼센트	투자은행업무와의 관계*	수량	퍼센트
매수	1922	54.14%	매수	1042	59.85%
중립	874	24.62%	중립	496	62.78%
매도	754	21.24%	매도	362	51.86%

* MLPF&S 또는 계열사가 지난 12개월 동안 투자은행 서비스 보수를 받은 기업. 본 보고서에서는 시장수익률 하회(Underperform) 등급을 받은 종목은 매도(Sell)에 포함됨.

FUNDAMENTAL EQUITY OPINION KEY: 의견은 변동성 리스크 등급, 투자 등급, 수익 등급을 포함합니다. 잠재적인 가격 변동을 나타내는 변동성 리스크는: A - 낮음, B - 중간, C - 높음 순입니다. 투자등급은 (1) 종목의 기대 수익률과 (2) "커버리지 종목군(아래 정의)" 내 다른 종목의 투자 가치와의 비교에 대한 애널리스트의 평가를 반영합니다. 투자 등급은 다음과 같이 세 등급으로 나뉩니다: 1 - 매수 종목은 총 기대 수익률이 10% 이상이며 커버리지 종목군 내 가장 큰 투자 매력치를 지닌 종목; 2 - 중립 종목은 총 기대 수익률이 0% 이상이고 매수 종목을 하회하는 투자 매력치의 종목; 3 - 시장수익률 하회하는 커버리지 종목군 내 가장 투자 매력치가 낮은 종목. 당사 애널리스트들은 주식의 0-12개월 총 기대 수익률과 당사의 등급 분포도 가이드라인(아래 표 참고)을 고려하여 투자 등급을 부여합니다. 해당 종목의 총 기대수익률을 보다 효과적으로 이해하기 위해 종목의 현재 목표 주가를 참고해야 하며 목표 주가는 해당 종목에 대한 애널리스트의 향후 주가 하락(상승) 가능성을 반영합니다.

투자 등급	총 기대 수익률 (최초 등급 날짜로부터 12개월 이내)	커버리지 종목군에 대한 등급 분포도 가이드라인*
매수(Buy)	≥ 10%	≤ 70%
중립(Neutral)	≥ 0%	≤ 30%
시장 수익률 하회 (Underperform)	N/A	≥ 20%

* 등급 분포도는 커버리지 종목군 내 종목의 투자 전망을 반영하는 것이 적절하다는 메릴린치 리서치팀의 판단에 따라 달라질 수 있습니다.

수익 등급은 잠재 현금 배당금을 나타내는 지표로서: 7 - 같거나 높음 (배당금의 안정성 보장), 8 - 같거나 낮음 (배당금 안정성 미보장), 9 - 현금배당금 없음 등으로 분류됩니다. 커버리지 종목군은 같은 업종, 섹터, 지역 등을 공유하는 한 명 또는 두 명 이상의 애널리스트가 다루는 주식으로 구성되어 있으며 주식의 커버리지 종목군은 해당 종목을 참고하는 최신 BAS-ML Comment에 나와 있습니다.

MLPF&S 또는 그 계열사는 본 보고서에서 추천한 다음 유가증권에 대해 시장을 조성함: Anadarko Petro, Cameron Intl, Coca-Cola, Halliburton, State Street, Transocean.

다음 기업은 지난 12개월 간 MLPF&S 및/또는 계열사가 유가증권 공모를 주관하였음: Lloyds Banking Group.

다음 기업은 지난 12개월 간 MLPF&S 및/또는 계열사의 투자은행 고객이었음: Anadarko Petro, Cameron Intl, Coca-Cola, Halliburton, Lloyds Banking Group, Santander, State Street, Transocean.

MLPF&S 또는 그 계열사는 과거 12개월 동안 다음 기업으로부터 비(非)투자은행 서비스나 제품에 대한 보수를 받았음: Anadarko Petro, Cameron Intl, Coca-Cola, Halliburton, Lloyds Banking Group, Santander, State Street, Transocean.

다음 기업은 지난 12개월 간 MLPF&S 및/또는 계열사의 비(非)유가증권 비즈니스 고객이었음: Anadarko Petro, Cameron Intl, Coca-Cola, Halliburton, Lloyds Banking Group, Santander, State Street, Transocean.

미국에 한하여 본 보고서의 배포 및/또는 소매판매는 다음 유가증권에 대해 등록 면제되어 있거나 매매 자격 요건을 충족하는 주에서만 가능함: Lloyds Banking Group, Santander

MLPF&S 또는 그 계열사는 과거 12개월 동안 투자은행 서비스로 다음 기업으로부터 보수를 받았음: Anadarko Petro, Cameron Intl, Coca-Cola, Halliburton, Lloyds Banking Group, Santander, State Street, Transocean.

MLPF&S 또는 그 계열사는 향후 3개월 간 다음 기업으로부터 투자은행 업무에 대한 보수를 받을 예정이거나 받을 의사가 있음: Anadarko Petro, Cameron Intl, Coca-Cola, Halliburton, Lloyds Banking Group, Santander, State Street, Transocean.

MLPF&S 및 그 계열사는 다음 기업의 보통주를 1% 이상 보유하고 있음. 본 보고서가 이번달 10일 이후에 발행되었다면 지난달의 마지막 날의 지분 포지션을 반영함. 각 달의 10일 이전에 발행된 보고서는 2달 전 마지막 날의 지분 포지션을 반영함: Coca-Cola, Lloyds Banking Group, State Street, Transocean.

MLPF&S 또는 그 계열사는 다음 기업의 보통주를 매도/매수할 의사가 있음: Anadarko Petro, Cameron Intl, Coca-Cola, Halliburton, State Street, Transocean.

다음 기업은 지난 12개월 간 MLPF&S 및/또는 계열사의 유가증권 비즈니스 (비 투자은행) 고객이었음: Anadarko Petro, Coca-Cola, Halliburton, Lloyds Banking Group, Santander, State Street, Transocean.

본 보고서의 유가증권을 담당하는 애널리스트(들)은 일차적으로 Merrill Lynch의 투자은행 수익에서 창출된 이익을 포함하여 회사의 전반적인 수익 등 여러 요소에 의해 결정된 보수를 받음.
Merrill Lynch는 보고서 대상 기업이 발행하는 한 가지 이상의 유가증권을 전문적으로 담당하는 NYSE Designated Market Maker(DMM)에 소속되어 있음. NYSE DMM은 다음 기업이 발행하는 한 가지 이상의 유가증권과 관련하여 시장을 조성하거나, 매도/매수 포지션을 유지, 또는 NYSE에서 거래되는 주문의 반대 입장에 있을 수 있음: Coca-Cola.

기타 중요 공지사항

MLPF&S 혹은 그 계열사는 다음 발행인의 채권 상품에 대해 상당한 재무적 이해관계를 갖고 있음. 본 보고서가 매월 10일 이후에 출간되었다면 지난 달 말 기준으로 상당한 재무적 이해관계를 반영함. 매월 10일 이전에 발행되는 보고서는 2달 전 말 기준임: Anadarko Petro, Cameron Intl, Halliburton, Lloyds Banking Group, State Street

MLPF&S 혹은 그 계열사의 임원(리서치 애널리스트 제외)은 발행사의 유가증권이나 관련 투자에 재무적 이해관계를 갖고 있을 수 있습니다. 이해상충과 관련된 Merrill Lynch Research 정책은 <http://www.ml.com/media/43347.pdf>를 참고하시기 바랍니다.

“Merrill Lynch”는 Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated (“MLPF&S”) 및 BofA (아래 정의) 등 그 계열사를 포함합니다. “BofA”는 Banc of America Securities LLC (“BAS”), Banc of America Securities Limited (“BASL”), Banc of America Investment Services, Inc (“BAI”)와 그 계열사를 말합니다. 본 보고서와 관련한 질문은 Merrill Lynch 또는 BofA 담당직원에게 연락하시기 바랍니다

Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated (MLPF&S)의 미국 외 지역 계열사 관련 정보:

MLPF&S, BAS, BAI 및 BASL은 다음과 같은 미국 외 지역 계열사의 리서치 보고서를 미국에 배포하고 있습니다 (약칭: 정식명칭): Merrill Lynch (France): Merrill Lynch Capital Markets (France) SAS; Merrill Lynch (Frankfurt): Merrill Lynch International Bank Ltd, Frankfurt Branch; Merrill Lynch (South Africa): Merrill Lynch South Africa (Pty) Ltd; Merrill Lynch (Milan): Merrill Lynch International Bank Limited; MLPF&S (UK): Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Limited; Merrill Lynch (Australia): Merrill Lynch Equities (Australia) Limited; Merrill Lynch (Hong Kong): Merrill Lynch (Asia Pacific) Limited; Merrill Lynch (Singapore): Merrill Lynch (Singapore) Pte Ltd; Merrill Lynch (Canada): Merrill Lynch Canada Inc; Merrill Lynch (Mexico): Merrill Lynch Mexico, SA de CV, Casa de Bolsa; Merrill Lynch (Argentina): Merrill Lynch Argentina SA; Merrill Lynch (Japan): Merrill Lynch Japan Securities Co, Ltd; Merrill Lynch (Seoul): Merrill Lynch International Incorporated (Seoul Branch); Merrill Lynch (Taiwan): Merrill Lynch Global (Taiwan) Limited; DSP Merrill Lynch (India): DSP Merrill Lynch Limited; PT Merrill Lynch (Indonesia): PT Merrill Lynch Indonesia; Merrill Lynch (KL) Sdn. Bhd.: Merrill Lynch (Malaysia); Merrill Lynch (Israel): Merrill Lynch Israel Limited; Merrill Lynch (Russia): Merrill Lynch CIS Limited, Moscow; Merrill Lynch (Turkey): Merrill Lynch Yatirim Bankasi A.S.; Merrill Lynch (Dubai): Merrill Lynch International Bank Ltd, Dubai Branch, MLPF&S (Zurich rep. office): MLPF&S Incorporated Zurich representative office

본 리서치 보고서는 Financial Services Authority의 인가 및 규제를 받고 있는 Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Limited와 BASL의 승인 하에 영국에서 출판되고 있으며, 일본에서는 증권거래법에 의거하여 등록된 증권회사인 Merrill Lynch Japan Securities Co, Ltd와 Banc of America Securities - Japan, Inc.에서 검토 및 배포하고 있으며, 홍콩에서는 SFC와 Hong Kong Monetary Authority의 규제를 받는 Merrill Lynch (Asia Pacific) Limited와 Banc of America Securities Asia Limited에서 배포하고 있으며, 대만에서는 Merrill Lynch Global (Taiwan) Ltd 또는 Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Limited (Taiwan Branch)에서 발간 및 배포하고 있으며, 말레이시아에서는 Malaysian Securities Commission의 규제를 받는 인가투자자문회사인 Merrill Lynch (KL) Sdn. Bhd.에서 발간 및 배포하고 있으며, 싱가포르에서는 Merrill Lynch International Bank Limited (Merchant Bank), Merrill Lynch (Singapore) Pte Ltd (회사등록번호: F 06872E, 198602883D)와 Bank of America Singapore Limited (Merchant Bank)에서 발간 및 배포하고 있습니다. Merrill Lynch International Bank Limited (Merchant Bank), Merrill Lynch (Singapore) Pte Ltd.와 Bank of America Singapore Limited (Merchant Bank)는 Monetary Authority of Singapore의 규제를 받습니다. Merrill Lynch Equities (Australia) Limited (ABN 65 006 276 795, AFS License 235132)와 Banc of America Securities Limited (2001 기업법의 Australian Securities and Investment Commission Class Order 03/1101의 911A (2)(1)의거)는 호주에서 이 보고서를 제공합니다. 브라질에서는 이 보고서의 발간 및 배포에 승인이 필요 없습니다.

Merrill Lynch (Frankfurt)가 본 보고서의 독일 내 배포를 담당하며, Merrill Lynch (Frankfurt)는 BaFin의 규제를 받습니다.

본 리서치 보고서는 MLPF&S 및/혹은 미국 외 지역 계열사가 작성 및 발행했습니다. MLPF&S는 이 리서치 보고서의 미국 내 배포를 담당하고 있으며 미국 내에서 배포되는 미국 외 지역 계열사의 리서치 보고서에 대해 전적인 책임을 지고 있습니다. 미국인(BAS, BAT 및 자사 고객 제외)이 이 보고서를 수령하고 보고서에서 언급된 유가증권에 투자하고자 할 때는 해당 해외 계열사가 아니라 MLPF&S를 통하여 투자해야 합니다.

BAS는 본 리서치 보고서를 자사 고객과 계열사인 BAI에게 배포하며 본 리서치 보고서의 미국 내 BAS 고객에 대한 배포를 담당하지만, BAI 고객에 대한 배포는 담당하지 않습니다. BAI는 인가된 브로커 딜러이자, FINRA와 SIPC 회원이며 Bank of America, N.A.의 비은행 자회사입니다. BAI는 본 리서치 보고서의 미국 내 BAI 고객에 대한 배포를 담당하며, BAS 또는 BAI 고객인 미국인이 행하는 거래 중 본 보고서에서 언급된 증권에 대한 거래는 각각 BAS와 BAI를 통해 이행해야 합니다.

일반 투자 관련 공지사항:

본 리서치 보고서는 일반적 정보만을 제공합니다. 보고서의 어떤 정보나 의견도 유가증권, 기타 투자, 옵션, 선물, 파생상품 등을 매수/매도하라는 권유가 아닙니다. 개인의 특정 투자목적, 재무상황, 개별적 요구를 고려한 투자권유가 아닙니다. 투자자는 본 보고서가 거론하거나 추천하는 모든 증권 또는 투자전략에 대한 투자의 적절성에 대한 투자자문을 받아야 하며 미래에 대한 전망은 실현되지 않을 수도 있다는 사실을 이해해야 합니다. 공모 유가증권의 매입 혹은 가입 결정은, 본 보고서가 아닌, 해당 유가증권에 대한 공개 정보, 투자설명서, 또는 해당 공모와 관련하여 발행된 문서만을 기초로 해야 합니다.

본 보고서에 거론되거나 Merrill Lynch가 추천, 제공, 판매하는 유가증권이나 금융상품은 Federal Deposit Insurance Corporation의 보장을 받지 않으며 예금보장 대상기관(Bank of America, N.A. 포함)의 예금이나 의무사항은 아닙니다. 파생상품 등 모든 투자는 시장 리스크, 상대방 부도 리스크, 유동성 리스크 등 각종 리스크를 내재합니다. 모든 투자자들에게 적합한 유가증권, 금융상품이나 파생상품은 없습니다. 일부 경우, 유가증권과 금융상품은 가치를 평가하거나 매도하기 어려울 수 있으며 해당 유가증권이나 금융상품의 가치 및 관련 리스크에 대한 신뢰가능한 정보를 확보하기 어려울 수 있습니다. 투자자들은 이러한 유가증권이나 금융상품으로부터 획득하는 수익에 변동이 있을 수 있으며 해당 유가증권이나 금융상품의 가격 또는 가치가 상승 혹은 하락할 수 있음을 유념해야 하며, 일부 경우 투자 원금 전액을 손해볼 수 있습니다. 과거 성과가 미래의 수익을 보장하지 않습니다. 과세표준은 달라질 수 있습니다.

본 보고서는 기업의 주식에 단기적인 가격 영향을 줄 것으로 예상되는 기업이나 시장 이벤트 또는 구체적인 단기 촉매제를 강조하는 단기 매매 아이디어나 추천을 내용으로 할 수 있습니다. 단기 매매 아이디어와 추천은 종목의 기초적인 주식 평가와 다를 뿐만 아니라 이에 영향을 주지 않습니다. 종목의 기초적인 주식 평가에는 장기적인 총 기대수익률과 해당 종목군에서 다른 종목과 비교했을 때의 매력도를 반영합니다. 단기 매매 아이디어와 추천은 종목의 기초적인 주식 평가를 상회하거나 하회할 수 있습니다.

환율 변동은 본 보고서에서 언급된 증권이나 투자의 가격, 가치 혹은 수익에 악영향을 미칠 수 있습니다. ADR 등 해당 증권과 상품을 보유한 투자자가 환율 리스크를 부담합니다.

영국 독자: Financial Services Scheme 등 영국규제제도가 제공하는 보호장치는 영국 외에 위치한 Merrill Lynch 법인에 의해 수행된 비즈니스에서는 일반적으로 적용되지 않습니다. 본 공지사항은 BASL General Policy Statement 중 리서치 이해상충과 관련된 부분과 함께 이해되어야 하며 요청하신 분께 제공해 드리고 있습니다.

MLPS&S 나 그 계열사의 임원(리서치 애널리스트 제외)은 발행기업의 유가증권이나 관련투자에 재무적 이해관계를 가질 수 있습니다.

Merrill Lynch 는 본 보고서에서 언급된 유가증권과 관련된 금융 상품을 정기적으로 발행할 수 있습니다. Merrill Lynch 는 본 보고서에서 언급된 유가증권과 금융 상품에 대해 매매 포지션(매수 또는 매도)을 유지할 수 있습니다.

Merrill Lynch 는 BofA Merrill Lynch Global Research 이외의 법인을 통해 본 보고서에 제시된 정보와 배치되는 매매 아이디어 또는 추천을 하거나 미래에 할 수 있으며 또한 그러한 정보와 다른 결론에 도달할 수도 있습니다. 이러한 아이디어나 추천은 기간, 가정, 담당 작성자의 시각과 분석방법을 반영하며 Merrill Lynch 는 이러한 아이디어나 추천을 본 보고서를 입수한 자가 인지하고 있음을 보장해야 할 의무는 없습니다.

저작권, 사용계약 및 본 보고서와 관련된 정보:

Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated 2009 년 저작권. 이 보고서에 대한 모든 권리는 당사에 있습니다. Qmethod, iQmethod 2.0, iQprofile, iQtoolkit, iQworks 는 Merrill Lynch & Co., Inc 의 서비스 마크임. iQanalytics®, iQcustom®, iQdatabase®는 Merrill Lynch & Co., Inc.의 서비스 등록 마크임. 이 보고서는 Merrill Lynch 고객을 위하여 작성되었으며, Merrill Lynch 의 명시적 서면 동의 없이는 어떠한 형태 또는 방식으로든 그 전부 또는 일부를 재배포, 재전송 및 공개할 수 없음. Merrill Lynch 조사 보고서는 Merrill Lynch 가 해당 조사 보고서 또는 그에 수록된 정보 또는 견해를 일반에 공개하기 전에 해당 보고서를 수령할 수 있는 자격을 갖춘 내부 웹사이트와 고객용 웹사이트에 동시에 게재되고 보고서의 무단 이용 및 공개는 금지되어 있으며, 귀하가 이 조사 보고서를 수령하고 검토함으로써, Merrill Lynch 가 해당 정보를 공개하기 전까지 귀하는 이 보고서에 수록된 내용, 견해, 결론, 정보를 제 3 자에게 재배포, 재전송 또는 공개하지 않겠다는 데 합의한 것으로 간주됩니다.

Merrill Lynch 리서치 인력이 작성한 보고서는 공개 정보에 기초합니다. 본 보고서에 제시된 사실과 의견은 투자은행 인력 등 Merrill Lynch 의 다른 사업 부문 인력에 의해 검토되지 않았으며 또한 이들이 보유한 정보를 반영하지 않습니다. Merrill Lynch 는 BofAML Global Research 와 특정 사업부서 간에 정보 장벽을 구축했습니다. 본 보고서에서 법적소송이나 문제를 거론할 경우, 이는 어떠한 법적 결론이나 의견, 자문으로서 작성되거나 그를 위한 목적으로 작성되지 않았습니다. 본 보고서 내용과 관련한 소송 문제에 있어서 투자자들은 개별적인 법적 자문을 구해야 합니다. 본 보고서에 언급된 기업 가운데 Merrill Lynch 법인이거나 임원, 이사 및 직원이 고소인, 피고인, 공동 피고인 또는 공동 고소인인 소송과 관련된 기업의 법적 소송에 대해 리서치 인력이 보유한 정보는 공개 정보를 바탕으로 하고 있습니다. 본 보고서에 제시된 사실과 의견 가운데 법적소송과 관련된 부분은 해당소송이나 관련 사안에 연루되어 있는 Merrill Lynch 의 다른 사업 부문 인력에 의해 검토되거나 논의되지 않았습니다.

본 보고서는 보고서에 언급된 유가증권의 발행사와 독립적으로 작성되었으며 유가증권 공모나 대리와 무관합니다. MLPF&S, 계열사 및 소속 리서치 애널리스트는 발행사를 대표하거나 보장할 권리가 없습니다. Merrill Lynch 는 리서치 인력이 투자등급, 추천, 또는 투자 논거를 담은 리서치 보고서를 공표하기 전, 발행사가 이를 검토할 수 있도록 보고서를 공개하는 것을 금지하고 있습니다.

본 보고서에 수록된 정보(Merrill Lynch 및 그 계열사 관련 정보 제외)는 다양한 출처에서 획득한 것이며, 당사는 그 정확성을 보장하지 않습니다. 본 보고서는 제 3 자 웹사이트에 대한 링크를 포함할 수도 있습니다. Merrill Lynch 는 제 3 자 웹사이트의 내용이나 링크에 대해 책임을 지지 않습니다. 제 3 자 웹사이트를 통해 제공되는 자료와 정보는 본 보고서의 내용에 해당하지 않으며 보고서의 참고자료로 제시되지 않습니다. Merrill Lynch 나 그 계열사는 본 보고서에서 제시되는 웹사이트 링크를 승인하지 않습니다. 제 3 자 웹사이트와 관련한 리스크는 본인이 부담하며 해당 웹사이트에 개인정보를 입력하기 전에 반드시 웹사이트의 약관과 정보보호정책을 숙지하시길 바랍니다. Merrill Lynch 는 이러한 약관과 정보보호 정책에 대한 책임을 지지 않으며 관련 손실로부터 면책됩니다.

MLPF&S 또는 그 계열사 임직원은 본 보고서나 그 내용을 사용함으로써 발생하는 직간접적 손실이나 피해에 대해 책임지지 않습니다.