

본 문서는 BofA Merrill Lynch 리서치 보고서를 선별하여 번역한 요약본입니다. 아래의 주의사항을 읽어보시기 바랍니다.\*



■ <b>세계 경제 동향</b>	<b>2</b>
어디까지 왔니?	
■ <b>미국 경제 동향</b>	<b>5</b>
길 위의 전사들	
■ <b>유럽 경제 동향</b>	<b>8</b>
ECB: 무사기원	
■ <b>한국경제 동향</b>	<b>10</b>
대선 이후 재정정책	
■ <b>중국경제 동향</b>	<b>12</b>
외국인 투자자의 국내 채권 매집	
■ <b>세계투자 전략</b>	<b>15</b>
세계 펀드 매니저 설문조사: 동면에 들어간 곰	

\* 'Global Research Weekly Overview'는 BofA Merrill Lynch Global Research가 발간한 영문 리서치 보고서들에서 발췌한 내용의 요약본으로 Merrill Lynch Investment Banking 고객들의 요청으로 작성, 배포하고 있습니다. 독자들께서는 본 요약본에 의거해서 투자 의사결정을 하시지 않기를 바라며 BofA Merrill Lynch는 본 문서에 의거한 피해에 대한 책임을 지지 않습니다. 본 요약본에서 언급된 영문 보고서 사본이 필요하신 경우에는 담당 메릴린치 직원에게 연락하십시오. 본 문서와 영문 보고서 원문에 나와있는 정보가 최신 정보가 아닐 수 있음을 유의하시기 바랍니다.

Merrill Lynch는 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. 투자자들은 투자 결정 시 본 문서를 여러 고려사항 가운데 하나로만 간주하여야 합니다. 17-18 쪽의 중요 공지사항 참고

Gustavo Reis +1 646 855 6356

## 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: Global - Are we there yet?* 2013년 1월 11일자이며 담당 메릴린치 직원을 통해 사본을 요청하실 수 있습니다. 본 문서와 영문 보고서 원문에 나와있는 정보가 최신 정보가 아닐 수 있음을 유의하시기 바랍니다.

### 어디까지 왔니?

#### 리플레이션 트레이드를 기대하기에는 아직 갈 길이 멀다

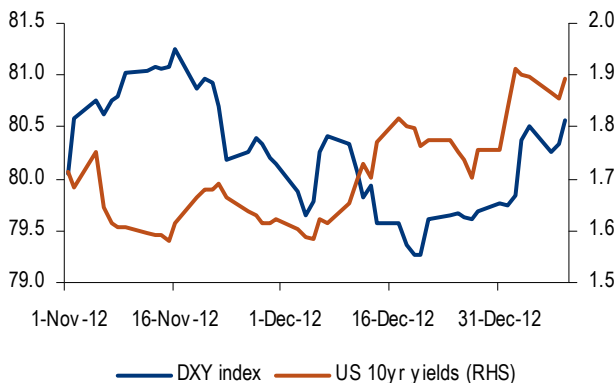
G4 국가 정책당국이 강조한 바와 같이 통화정책은 만병통치약이 아니다. 그러나, 양적 완화의 효과가 사라지고 있다는 우려에도 불구하고, 연준 및 일본은행의 완화 계획에 대하여 시장이 보인 반응을 볼 때, 아직도 비 전통적인 정책이 위험자산에 강력한 순풍이 될 수 있다는 것을 알 수 있다. 금융 여건은 최근 수개월 동안 눈에 띄게 개선되었다. 그러나 강력한 통화완화 정책으로 인한 구제효과는, 속담에 나오는 도자기 상점에 들어간 황소에 대한 우려와 같은 부작용이 수반된다. 정책당국의 예상보다 세계 경제가 더 빨리 성장한다면 어떻게 될까?

연초 김종수 한국은행 총재는 앞에 놓인 정책과제를 강조했다. 김 총재는 중앙은행 정책의 대대적인 변화를 강조하는 한편 “선진국 경제가 회복의 기미를 보일 경우, 우려했던 대로 각국 중앙은행은 글로벌 인플레이션 가능성을 극복해야 한다. 양적 완화를 통해 시중에 풀린 유동성을 흡수하는 방향으로 통화정책의 기초가 변경될 경우에도 국제 금융시장에 충격으로 작용할 수 있다”고 말했다.

김 총재의 우려를 증명이라도 하듯, 다음날 시장은 연방공개시장위원회의 예외적인 매파적 발언에 하락했다. 10년 만기 미 국채 수익률은 거의 10bp 나 뛰었고, 미 달러는 0.7% 상승했다(차트 1).

이 에피소드는 기대 인플레이션 관리 및 새로운 커뮤니케이션 도구의 개발이 얼마나 어려운지를 보여주는 사례이다. 지난 8월 버냉키 의장이 잭슨홀에서 언급한 바와 같이 선진국 중앙은행들은 “실습을 통해 학습하고 있다.” 이 에피소드가 보여주는 것은 또 한 가지가 있다. 글로벌 금리가 급등하면서 발생하는 리스크가 그것이다. 시장은 글로벌 리플레이션 트레이드의 기

Chart 1: 지난 주 미국 장기 금리 및 USD 소폭 상승 (LHS index; RHS %)



자료: Bloomberg and BofA Merrill Lynch Global Research

Chart 2: 글로벌 1년 기대 인플레이션 (%yoy)



자료: Bloomberg and BofA Merrill Lynch Global Research

미를 보이고 있어서 2013년 주식으로의 대 순환이 일어날 확률이 높지만 아직도 역풍이 불 가능성이 있다.

### 글로벌 기대 인플레이션 안정적

글로벌 기대 인플레이션은 안정적이다. 블룸버그 CPI 전망에 기초한 기대 인플레이션은 현재의 글로벌 인플레이션 수준인 3%에 매우 가깝다(차트 2). 경기순환적 변동뿐 아니라 현재의 인플레이션 변동에도 민감한 이 단기 기대 인플레이션 지표가 어떻게 변화할 것인지가 중요하다(현재 인플레이션과 신흥시장 기대 인플레이션 간의 밀접한 상관관계는 많이 연구되어 있다).

메릴린치의 OMT 지표에서 알 수 있듯이 기저의 글로벌 인플레이션 압력은 약화되고 있다(차트 3). 그리고 지난 주에 언급한 바와 같이, 신흥시장 인플레이션의 상승 리스크는 하반기나 되어야 구체화할 것이다. 그 동안, 글로벌 금리가 상승할 것을 우려하는 투자자들의 관심은 미국 경제의 상태에 집중되고 있다. 그러나 아래 설명하는 바와 같이, 현재의 저 성장 및 강제적 정책 완화 환경에서 미국의 장기 금리가 크게 상승할 가능성은 낮다.

### 연준에 달려 있음

오차수정모델로 미국의 10년 만기 수익률의 변동요인을 설명해 보자. FRB/US 모델을 따라 단기 금리와 아웃풋갭을 대상으로 장기 금리를 회귀 분석하고, 마지막으로 (1) 연방기금금리 변동, (2) 2년물 기율기 변동, (3) GDP 성장률에 대하여 10년물 수익률을 회귀분석 한다(표 1).

결과값으로 나온 계수는 경제 활동 대비 정책 기대감의 중요성을 보여준다. GDP 성장률이 높더라도, 단기 수익률이 안정적일 경우 장기 금리는 상승하지 않는다. 고용시장이 크게 개선된 다음에야 연방공개시장위원회(FOMC)가 국채 매입을 중단할 것이라는 연준의 발언도 같은 맥락이다.

게다가 최근 세금 인상에 대한 반응으로 경제활동이 악화될 가능성이 있다. GDP 성장률이 1%로 하락함에 따라, 2013년 연방공개시장위원회의 비둘기파적인 기조가 바뀌지 않을 것이다. 따라서 미국의 장기 금리는 박스권에 갇힐 전망이다. 메릴린치의 성장 및 인플레이션 전망에 기초할 때 오차수정모델에 따르면 1분기 10년물 금리는 1.85%로 예상되며 표준오차는

Chart 3: 글로벌 OTM 근원 인플레이션 안정적 (%yoy)

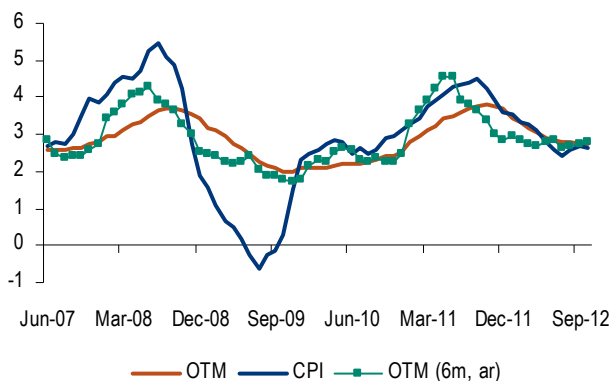


Table 1: 미국 10년물 실질 수익률 모델링 (sample period: 1985Q1 to 2012Q2)

	Coefficient	t-Statistic
Constant	-0.001	-2.989
Lagged term	0.071	2.344
Change in real FFunds	0.328	8.914
Change in 2y slope	0.607	18.988
Change in real GDP	0.076	2.107
Error correction term	-0.059	-2.175
R-squared	0.914	
Standard error	0.002	

자료: BofA Merrill Lynch Global Research

자료: BofA Merrill Lynch Global Research

20bp 다. 메릴린치 미국 금리 팀 역시 10년물 수익률이 2013년 내내 2%를 밑돌 것으로 예상한다.

### 아직 시간은 있음

“세 개의 골짜기”를 둘러싼 정치적 협상 결과 긴축이 심화되면서 미국의 단기 전망은 안개 속이다. 그러나 미국과 신흥시장의 성장률이 견조해지면서, 정책당국은 투자자들을 놀라게 하지 않기 위해 신중을 기할 것이다. 김중수 한은 총재가 적절히 표현한 바와 같이, 선진경제가 회복의 기미를 보이는 것만으로도 시장을 움직이는 데는 충분하다. 현재 미국과 유럽의 성장률이 낮은 덕분에 각국 중앙은행은 새로운 커뮤니케이션 도구를 가다듬을 시간을 벌었다. 글로벌 리플레이션 트레이드는 아직 진행 중이다.

## 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 - The road warriors* 2013년 1월 11일자이며 담당 메릴린치 직원을 통해 사본을 요청하실 수 있습니다. 본 문서와 영문 보고서 원문에 나와있는 정보가 최신 정보로 아닐 수 있음을 유의하시기 바랍니다.

## 길 위의 전사들

### 국회의사당을 넘어서

재정절벽을 둘러싼 협상은 막판에야 타결이 이루어지고 많은 사안이 미결로 남겨지는 등 예상대로 순조롭지는 않았으나, 시장과 경제에 대한 불확실성 충격은 예상만큼 크지 않았다. 재정절벽을 앞두고 자본적 지출은 감소했으나 고용시장은 양호했다. 예를 들어 허리케인 샌디 효과를 배제하면 지난 해 실업수당 청구건수는 375,000 건 정도가 증가했다(차트 8). 아직 증시에는 명확한 트렌드가 드러나지 않고 있다. 지난 9월 우리는 재정절벽이 해결될 때까지 시장에 하방 압력이 있을 것이라고 주장했다. 그러나 며칠 간의 변동성을 제외하면 시장은 연말까지 바뀌지 않았고, 협상이 타결되었을 때는 소폭의 안도 랠리까지 펼쳤다. 물론 여기에는 긍정적인 밸류에이션 및 기업 이익 외에도, 유럽의 지속적인 안정, 중국의 연착륙 조정, 꾸준히 개선되는 미국의 거시 지표 등 많은 요인이 작용했다.

Chart 4: 실업수당 청구건수 375,000 건으로 반등(thousands)



자료: BofA Merrill Lynch Global Research, Department of Labor

그럼에도 불구하고, 재정절벽을 둘러싸고 분위기가 조용한 것은 시장이 높은 수준의 정책 불확실성에 익숙해져 있기 때문이다. 이는 유럽과 미국 모두 마찬가지다. 정책당국이 새로운 일을 벌이지 않는 한, 시장은 벼랑 끝 상황쯤은 눈 감고 넘어가기로 한 것처럼 보인다. 정책당국이 벌일 수 있는 새로운 일이란 예컨대 그리스의 유로 탈퇴를 위협만 하는 것이 아니라 실제로 탈퇴를 강제하는 것이다. 미국의 경우에는 부채 상한선을 위반하겠다고 위협만 하는 것이 아니라 실제로 위반하는 경우를 들 수 있다. 이러한 식으로 위기가 극단적으로 고조되지만 않는다면 신뢰는 저하되더라도, 급박한 위기는 없을 것이다.

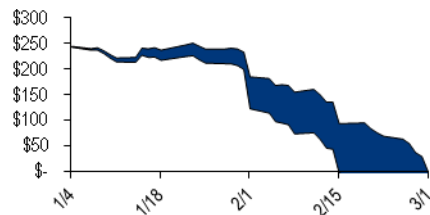
향후 수개월 동안 수많은 벼랑 끝 상황이 예상되므로 이러한 복원력은 중요하다. 이제는 시장의 압력을 받아 막판에야 타결이 이루어지는 패턴이 수립되었다. 유럽에서 주시해야 할 대상은 다음과 같다.

- 스페인은 대규모 국채 입찰, 적자 목표 달성 실패의 가능성, 지역적 압력 등의 과제에 직면함
- 이탈리아에서는 봄에 치러지는 선거에서 몬티 총리의 개혁이 지속될 것인지 중단될 것인지가 결정됨
- 그리스가 적자 목표를 달성하는 데 계속 실패하고, 독일이 가을 선거 이후 “땃줄”을 자를 때라고 판단할 경우 그리스는 유로존에서 밀려날 수 있음

미국의 경우 2월 중순부터 3월 말 사이에 통과해야 할 3개의 재정 골짜기가 주시의 대상이다.

- 초당정책센터(Bipartisan Policy Center)의 예상에 따르면, 정부는 빠르면 2월 중순경 부채 상한선에 도달한다(차트 9). 모든 긴축은 지출부문에서만 이루어지므로, 부채 상한선에 도달할 경우 정부는 지급을 연기

Chart 5: 빠르게 다가오는 부채 상한선 (\$ billions, range of earliest to latest estimate of date Treasury cash on hand and extraordinary measures expire)



자료: BofA Merrill Lynch Global Research, Bipartisan Policy Center

하거나 즉시 균형예산을 달성해야 하기 때문에 이는 강력한 무기가 될 수 있다. 그러나 공화당은 이 수단이 지나치다고 보고, 여론의 후폭풍을 우려한다. 따라서 정부 폐쇄기간은 잠시에 그칠 것이다. 그러나 다른 벼랑 끝 상황과 마찬가지로, 단기 연장 및 소규모 축소의 게임이 반복될 것이 우려된다.

- 새로운 법안이 마련되지 않으면 연기된 시퀘스터(자동 지출 축소)에 의하여 3월 1일부로 1,100억 달러 규모의 지출 축소가 개시된다. 시퀘스터를 둘러싸고 양당의 입장 차이는 매우 크다. 공화당은 이전에 부채상한선을 올린 대가를 이미 치렀다고 생각하고 1,100억 달러 규모의 지출 축소를 비 방위성 예산으로 옮기고 싶어한다. 반면 민주당은 이러한 비 방위성 임의예산의 즉각적인 20% 축소에 반대하며 방위비를 중심으로 훨씬 적은 규모의 축소를 원한다. 우리는 기본시나리오에서 시퀘스터가 절반으로 줄어든 것을 가정하고 있다. 그러나 단기적으로 성장에 더 큰 영향을 미칠 수 있는 두 가지 시나리오를 배제하지 않을 수 없다. 한가지는 여러 차례에 걸쳐 축소가 지연되다 실현되는 것이고 다른 한가지는 일정기간 전면적인 시퀘스터가 실시되는 것이다.
- 마지막으로, 모든 재량적 지출을 포괄하는 잠정예산(continuing resolution)이 3월 27일 만료된다. 잠정예산이 연장되지 않을 경우 모든 비 본질적 정부지출을 중단해야 한다. 이 역시 지출축소를 강제하는 매우 거친 수단이므로 정부폐쇄기간은 짧고 관련지출 축소 규모는 작을 것이다.

Table 2: 주요 일정

Jan 15	Retail Sales (Dec)
Jan 18	Michigan Sentiment (Jan P)
Jan 28	Durable Goods (Dec)
Jan 29	C.B. Confidence (Jan)
Jan 31	Personal Inc. & Spen. (Dec)
Feb 1	Michigan Sentiment (Jan F)
Feb 13	Retail Sales (Jan)
Feb 15	Michigan Sentiment (Feb P)
Feb 26	C.B. Confidence (Feb)
Feb 27	Durable Goods (Jan)
Mar 1	Personal Inc. & Spen. (Jan)

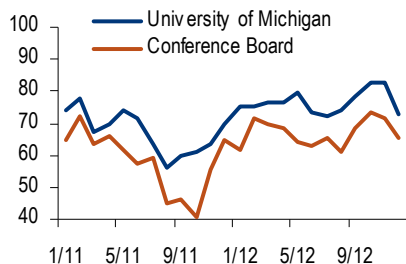
Note: In addition, we will track chain-store sales and vehicle sales. The latter is heavily distorted by post-Sandy replacement demand.

자료: BofA Merrill Lynch Global Research, Bloomberg

### 부채 상한선 피하기

부채 상한선은 이러한 벼랑 끝 순간 중 가장 위험한 것으로, 이를 피하기 위해 다양한 제안이 나왔다. 여기에는 (1) 재무부가 연준에 금을 매각하는 방안, (2) 재무부가 1조 달러 주화(이에 대한 우리의 견해는 [여기 참고](#))를 주조하여 정부지출에 사용하는 방안, (3) 미국 부채의 무결성을 위협한다는 이유로 헌법 수정조항 14조를 발동하여 부채 상한선이 위헌임을 선언하는 방안, (4) 제로쿠폰 IOU인 스크립트를 발행하여 매각하는 방안 등이 있다. 이 아이디어들은 모두 심각한 문제점이 있다. 첫째, 스크립트를 사용하는 것은 제한적인 임시방편으로서 가장 타당해 보이지만 불법성의 여지가 있다. 둘째, 워싱턴 정가에서 불 붙고 있는 양당간의 대립에 더욱 기름을 끼얹을 수 있다. 부채상한선을 피해가려다가 훨씬 더 심각한 다른 예산전쟁으로 비화할 수 있는 것이다. 셋째, 실질적인 타협에 도달하기 보다는 규정을 교묘히 피해가는 또 하나의 선례를 만들 수 있다. 마지막으로 법적 절차를 피해가는 것이기 때문에 부채의 화폐화로 가는 길이다.

Chart 6: 신뢰 추락 (index levels)



자료: BofA Merrill Lynch Global Research, U Mich., Conference Board

### 재정절벽 이후 일정

재정절벽 타협의 상반부가 이미 지나갔으므로 이제 관심에 초점은 타협의 결과인 긴축의 충격으로 옮겨졌다. 지출축소 규모는 약 850억 달러이지만 더 큰 문제는 2,000억 달러 규모의 세금 인상이다. 따라서 우리의 관심사는 가계지출 지표다. 충격의 규모를 파악하기 위해 주시해야 할 대상이 무엇인지를 알아보자(표 2).

**소비자 신뢰:** 가계는 선거가 끝나고 가장 중요한 신뢰지표 두 가지가 급격히 하락할 때까지 임박한 재정절벽을 무시하는 것으로 보였다(차트 10). 다음 주에는 미시간 대학교 잠정심리 지수가 재정절벽 이후 처음으로 발표된다. 재정절벽 타협을 둘러싼 언론과 시장의 긍정적인 반응을 반영하여 이

지수는 12월 72.9에서 76.0으로 소폭 반등 할 것으로 예상된다. 재정절벽 논의의 대부분은 고소득자 증세에 집중되었으나 이들이 전체 인구에서 차지하는 비중은 2%에 지나지 않기 때문에 전체 소비자 신뢰에 미치는 영향은 거의 없다(미시간 대학교 조사는 소득에 가중치를 부여하지 않음). 그러나 급여세 인상으로 인해 일반 국민의 가처분 소득이 감소할 경우에는 소비자 심리가 다시 하락할 수 있으므로, 3가지 골짜기가 다가옴에 따라 워싱턴에서의 새로운 싸움의 추이를 지켜봐야 한다.

**소비지출:** 상위소득 및 하위소득 가구 모두 세금이 크게 인상되지만 충격의 시기는 약간 다를 수 있다. 대부분의 가계는 12월 이전에 재정절벽에 대해 걱정하지 않았으므로, 중하소득 가계에 대한 재정절벽 이전의 불확실성 충격은 크지 않았던 것으로 보인다. 그러나 많은 가구의 입장에서 급여세 인상은 다소 의외로 받아들여질 수 있으므로 1분기 소비에 심각한 영향을 미칠 것이다. 미국인의 절반가량은 저축이 거의 없으므로 소득흐름의 변화에 매우 빨리 반응한다. 이와는 대조적으로 상위소득에 부과되는 세금의 영향은 더 점진적으로 나타날 것이다. 부자에 대한 증세 논의가 이들의 12월 지출을 꺼리게 만들었을 수 있다. 반면 사람들이 세금인상폭을 파악하고 그에 맞춰 지출을 줄임에 따라 증세의 충격은 나중에야 나타날 수 있다. 문제를 복잡하게 만들 수 있는 요인은 허리케인 샌디 이후의 교체 수요를 위한 지출 증가다.

#### Cross Reference

[For more on the fiscal drag to consumers, see US Economic Watch, 09 January 2013.](#)

다음 항목을 눈 여겨 봐야 한다. 12월 소매판매 지표는 핵심판매가 불과 0.2% 증가하는 등 둔화할 것으로 예상된다. 이는 연말 쇼핑시즌의 판매 실적이 부진했기 때문이다. 그러나 1월에는 훨씬 더 큰 충격이 대기하고 있다. 급여세 인상으로 1월에만 가처분소득이 1.0%에 해당하는 1,200억 달러 감소한다. 1분기 실질가처분 소득은 전 분기 대비 계절조정 후 2.1% 감소할 전망이다. 우리의 기본 전망은 저축률이 4분기 3.5%에서 1분기 2.9%로 하락하여 실질 개인소비가 0.5% 증가하는데 그치리라는 것이다. 이 전망이 맞는지는 2월 중순 발표되는 1월 소매판매 지표를 보면 알 수 있다. 이후에는 3월 1일 개인소비 지표가 발표된다. 이때쯤이면 앞에서 계속 이야기한 3개의 골짜기 한복판에 들어가 있게 되는 것이다.

**기업지출:** 우리는 주로 소비부문에 관심을 두지만 기업심리 역시 지속적으로 주시할 필요가 있다. 지난 여름에는 자본재 발주와 수입이 크게 감소했다. 그러다가 하반기에는 발주가 일부 회복되었다. 이것이 재정절벽에 대한 우려가 감소했기 때문인지 아니면 단순히 데이터의 변동 때문이었는지는 확실치 않다. 어쨌든 워싱턴에서 계속되는 싸움으로 인해 자본재 발주는 다시 악화될 것이며 1분기에는 증가하지 못할 것으로 보인다.

## 유럽 경제 동향

이 글은 영문 보고서의 한글 요약본으로 원문인 영문 보고서를 신뢰할 수 있습니다. 본 요약본에 의거해 투자 의사결정을 하시는 것은 추천하지 않습니다. 원문 보고서는 *Global Economic Weekly: Europe - ECB: fingers crossed* 2013년 1월 11일자이며 담당 메릴린치 직원을 통해 사본을 요청하실 수 있습니다. 본 문서와 영문 보고서 원문에 나와있는 정보가 최신 정보가 아닐 수 있음을 유의하시기 바랍니다.

## ECB: 무사 기원

### 메시지: 지금까지는 양호

ECB의 메시지는 다음과 같다. 자신들은 할 일을 했고 상황이 개선되고 있으므로 지표가 지속적으로 개선되는 한 아무 일도 안 할 것이다. 마리오 드라기 ECB 총재는 금융시장 여건이 크게 개선되었으며 경제지표가 자신들의 예상 및 12월 전망과 일치하는 수준이라고 주장했다.

- 시사점: ECB가 비 전통적인 통화정책수단을 확장하지 않는 동안 금리는 장기간 동결 될 것이다. 문제는 ECB가 어떤 개기로 이러한 입장을 바꿀 것이며, 그 가능성은 어느 정도 인가이다.

### 금융여건: 자기성취적 시장 신뢰

국가 부채 위기가 되살아나지 않는 한 마리오 드라기 총재가 설명한대로 금융 시장 여건이 악화될 이유는 없다. ECB는 금융시장 여건이 개선될 수 있다는 신호로 채권수익률, CDS 스프레드, 주식시장, 대출상환, 자본유입, 타겟 2수지, ECB 자산매입규모를 들었다. 또한 드라기 총재는 이러한 개선된 상황을 반영하여 금융 분절화가 감소했다고 주장했다.

- 이러한 측면에서 두 가지 중요한 날짜가 있다. 그것은 은행들이 LTRO의 상환을 개시하는 1월 30일과 2월 27일이다. 조기상환으로 인해 ECB는 안도하겠지만 상환을 하지 않는다 해도 걱정할 것은 없다.

그러나 스페인 또는 이탈리아 상황이 악화되는데도 ECB에 지원을 요청하지 않을 경우에는 리스크가 발생한다. 1월 11일 스페인의 국채입찰이 성공한 것으로 볼 때 이러한 리스크는 낮다. 부정적인 경제 및 재정예 관한 소식이 지표에 반영되려면 1월 말부터 3월 초가 되어야 할 것이다.

### 경제 전망: 서서히 회복되는 경제

우리 예상대로 ECB는 경제가 서서히 회복된다는 12월 전망을 재 확인 하였다. ECB의 전망은 우리의 전망과 유사하다. 2013년 경제가 점진적으로 회복되어 GDP 성장률은 -0.3%, 인플레이션은 1.8%라는 것이다. 2분기와 3분기에는 경제가 플러스 성장으로 돌아서고, 에너지 효과의 감소 및 고용의 지속적인 악화(독일 제외)로 인해 인플레이션이 급속히 둔화할 것이라는 얘기다. 경제 상황이 이러한 전망대로 전개될 경우 금리는 인하될 것 같지 않다.

다소 의외인 점은 ECB가 신용한도에 도달 건수의 축소를 강조하면서 신용전망을 밝게 본 점이다. 이는 ECB가 신용여건에 개선을 예상하고 있으며 수 개월을 기다린 다음에야 신용 지원에 나서리라는 뜻이다.

### 환율 전망

엔화가 약세를 보이고 유로금리가 안정된 상황에서 드라기 총재는 환율관리 질문에 이렇게 대답했다. 12월 다소 온건한 성명서를 발표하고 LTRO 상환가능성이 있는 상황에서 시장은 단기적인 통화 가치 상승의 가



능성을 반영하기 시작했다(기자회견 이후 1년짜리 이오니아가 800P 상승했으나 아직 롱 포지션을 고려할 정도로 충분하지는 않음). 유로 역시 12월 ECB 회의 이후의 발언과 비교할 때 이를 의외의 강경발언이라 간주하고 드라기 총재의 발언에 긍정적으로 반응했다.

그러나 드라기 총재는 환율정책에 대한 제안을 거부했다(17개 유로존 재무장관과 합의해야 한다는 점을 고려할 때 당연한 일이다). 게다가 드라기 총재는 실질 실효 환율이 장기평균에 머물고 있으므로 유로화의 가치를 낮추기 위해 금리를 변동하거나 다른 비 전통적 조치를 취할 때가 아니라고 보고 있다.

우리의 주장은 다음과 같다. 유로존이 경쟁력을 회복하기 위해서는 통화의 평가절하에 의존하기 보다는 구조적 개혁을 실행하는 것이 더 경제적 타당성이 있다는 것이다. 현재와 같은 상황에서 수출 경쟁력을 높이기 위해 유로화를 수단으로 삼는다는 것은 아이러니다.

## 한국 경제 동향

Jaewoo Lee +82 2 3707 0465

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: Korea – post-election fiscal policy* 2013년 1월 14일자이며 담당 메릴린치 직원을 통해 사본을 요청하실 수 있습니다. 본 문서와 영문 보고서 원문에 나와있는 정보가 최신 정보가 아닐 수 있음을 유의하시기 바랍니다.

### 대선 이후 재정정책

2013년 예산이 대통령 당선인의 선거 공약을 반영한 몇 차례 수정을 거쳐 2013년 1월 1일 아침 국회에서 승인되었다. 최종 예산은 12월 말 발표된 수정성장 전망을 반영했으나 언론에서는 추가 경정 예산을 포함한 추가적인 부양조치에 가능성을 내다보고 있다.

### 신 정부전망

2013년 주요경제정책에서 정부는 2012년과 2013년 거시경제 전망을 조정했다(표 4). 정부는 실질 GDP 성장률을 지난 6월 발표했던 2012년 3.3% 및 2013년 4.0%에 비해 크게 낮은 2.1%와 3.0%로 낮췄다.

이번 하향 조정으로 인해 정부전망은 우리의 자체전망과 비슷해졌고(2012년 2.2%, 2013년 2.8%). 시장 컨센서스보다는 다소 낮아졌다(2012년 2.2%, 2013년 3.2%). 기획재정부는 글로벌경쟁여건에 부진 및 경제심리로 약화로 인해 2012년 경제 회복세가 예상보다 둔화할 것이라고 말했다.

표 4: 최신 거시전망

	2012F		2013F	
	MoSF	BofAML	MoSF	BofAML
GDP growth (% yoy)	2.1	2.2	3.0	2.8
CPI inflation (% yoy)	2.2	2.2	2.7	2.5
Current account balance (US\$ bn)	42	43	30	31

자료: MoSF, BofA Merrill Lynch Global Research

새로운 전망의 세부내역도 우리의 전망과 유사하다. 기획재정부는 2013년 상반기 한국 경제가 완만하게 성장하다가 대외 환경이 개선되면서 연 성장률은 3%로 상승할 것으로 예상했다. 양호한 고용시장 및 지속적인 소득증가에 힘입어 민간소비 증가율은 2.7%로 전망한다. 2012년 위축되었던 고정자산 투자는 성장전망의 개선 및 정부의 사회간접자본지출에 힘입어 2013년에는 완만한 성장성을 시현할 전망이다.

그러나 전반적인 회복의 속도는 글로벌성장의 부진으로 인해 다소 완만할 것이다. 소비자 물가와 관련하여 정부는 수요 측면으로부터의 제한적인 인플레이션 압력을 예상하나 글로벌 원자재 가격이 높다는 점에 신경을 쓰고 있다. 정부는 2013년 교역량이 증가하고 경상수지 흑자규모가 300억 달러로 줄어들 것으로 예상된다. 우리가 예상하는 흑자 규모는 310억 달러다(GDP의 2.4%).

### 2013년 정책 방향

기획재정부는 선거공약에 발맞추어 2013년 주요 경제 정책의 방향을 설정했다. 글로벌 경제의 불확실성이 여전함으로 정부는 성장 안정 및 위험관리를 지속적으로 강조한다. 정부는 자본흐름의 변동성과 가계부채증가율을 관리하는데 우선순위를 둘 것이다. 정부는 2012년과 마찬가지로 재정지출이 조기집행 등 경제 회복을 지원하기 위한 다양한 재정정책을 시행

할 것이다. 주택 시장의 규제는 정상화되고 민간 투자는 더욱 장려할 것이다. 나아가 한국은 중소기업 및 저소득 가계 등 경제의 취약 부문을 지원하기 위해 노력할 것이다. 정부는 물가 안정과 일반 국민을 위한 일자리 창출에 애쓸 것이며 중소기업과 대기업간의 협력을 촉진할 계획이다.

### 2013년 예산

국회는 2013년 1월 1일 아침 일찍 2013년 예산안을 약간 수정하여 승인하였다(표 5). 예산은 종전의 재정관리계획에 비해 팽창적이지만 여전히 건전재정의 기초를 유지하고 있다. 총 조세수입은 2013년 372.6조원으로 전년동기대비 8.5%증가할 전망이며 지출은 5.1%증가한 342조원으로 2011년부터 2015년 까지 평균지출 증가율 전망과 일치하는 수준이다. 재정수지(사회보장기금제외) 재정기금은 2013년 흑자예산을 달성하겠다는 종전의 계획과는 달리 GDP의 0.3%규모의 소폭적자로 편성되었다.

또한 정부는 공공 및 민관 기관으로부터 자원조달을 통해 실제 지출을 늘리고 정부대출과 금융기관대출사이의 스프레드차이를 지불할 것이다. 그 결과 실제 지출은 2%포인트 늘어난 7.3%증가를 기록할 것이며 금액으로는 464.6조원 규모다. GDP 대비 국가 부채의 비율은 2012년 34.8%에서 2013년 34.3%로 하락할 전망이다. 경제성장률의 둔화로 인해 종전의 전망보다는 약간 높아졌다.

### 예산안 수정사항

선거공약 이행으로 인한 지출 증가를 반영하기 위해 예산안이 조정되었다.

- 자녀양육수당(0~2세) 및 자녀보육수당(0~5세)
- 저소득층 대학생의 학자금 부담을 줄이기 위한 교육비 보조
- 저소득층 가구의 일자리 창출 및 사회보험료 지원
- 서울을 제외한 지방경제 활성화를 위한 사회 간접자금 지출 및 아시안 게임 등 국제 행사 지원

Table 4: 2013 budget

	2012	2013
In Trillion Won		
Total revenue	343.5	372.6
(% yoy)	(9.3%)	(8.5%)
Total spending	325.4	342.0
(% yoy)	(5.3%)	(5.1%)
Consolidated fiscal balance	18.1	30.6
excluding social security funds	-14.3	-4.7
(% GDP)	(-1.1%)	(-0.3%)
Actual total spending*	325.4	349.2
(% yoy)	(5.3%)	(7.3%)
Public debt	445.2	464.6
(% GDP)	(34.8%)	(34.3%)

\*After including the public and private financing.

자료: MoSF, BofA Merrill Lynch Global Research

## 중국 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 *GEMs Daily: China – foreigners flocking to onshore bonds* 2013년 1월 14일자이며 담당 메릴린치 직원을 통해 사본을 요청하실 수 있습니다. 본 문서와 영문 보고서 원문에 나와있는 정보가 최신 정보가 아닐 수 있음을 유의하시기 바랍니다.

## 외국인 투자자의 국내 채권 매집

외국인들이 중국 국내 채권시장을 좋게 보고 있다. 2013년 8월 이후 외국인들의 채권 보유액은 920억 위안에서 12월 1570억 위안으로 불과 5개월 만에 71% 증가했다(차트 7). 2013년에는 국내 채권시장이 더 커지고 개방화됨에 따라 성장세가 더 빨라질 것으로 예상된다.

### 이 외국인 투자자들은 누구인가

은행간 채권시장은 지배적인 국내시장이다. 현재 은행간 시장에 접근할 수 있는 외국계 기관은 다음 기관으로 제한된다. 1) 통화협약(FX 스왑 또는 역 투자협약)을 체결한 외국 중앙 은행, 2) 홍콩과 마카오 소재 위안화 청산 은행, 3) 역외 위안화 무역결제은행, 4) 위안화 적격 기관투자자(RQFII).

모든 투자자에는 할당액이 적용된다. 1~3번 기관들은 인민은행에 승인 및 할당액을 신청해야 한다. 관련 수치는 기밀로 유지되어 공개되지 않는다. RQFII 할당액은 공식적으로 발표되며 여러 차례에 걸쳐 상향 조정되었다. 2012년 4월에는 500억 위안에서 700억 위안으로 11월에는 다시 2,000억 위안에서 2,700억 위안으로 상향 조정되었다. 2012년 11월 말까지 RQFII 할당액 가운데 670억 위안이 소진되었다.

### 외국인 투자자 보유 자산

외국인 보유 자산은 국내 시장에서 유동성이 가장 큰 유형의 4가지 채권에 집중되어있다. 1) 국채(CGB), 2) 인민은행 단기채, 3) 정책은행 채권, 4) 중기채(MTN)가 그것이다. 이 가운데 국채와 준 국채가 전체 보유자산의 79%를 차지할 정도로 선호 대상이다.

차트 8에서 알 수 있듯이 인민은행 단기채는 외국인 투자자의 선호 대상으로 보유 규모가 안정적이었다. 인민은행이 2012년 단기채 발행을 무기한 중단하면서 이 부문이 축소되지 않았다면 단기채 보유 규모는 더 늘어났을 것이다. 그 대안으로 외국인들은 8월에서 9월 정책은행채권과 중기채 포지션을 우선 크게 늘렸다. 이후 2012년 10월에서 11월에는 국채보유 규모가 180억 위안에서 430억 위안으로 두 배 이상 증가했다.

Ethan Mou  
+852 2536 3741  
Bin Gao  
+852 2536 3969

This piece was originally published in the latest GEMs Daily – Asia Edition.

일반적으로 신규투자자들은 수익률 보다 안정성을 중시하는 경향이 있으므로 최근 보유 규모가 급증한 것은 기존투자자들의 보유를 늘렸기 때문이 아니라 신규 투자자들이 더 많이 들어왔기 때문이다.

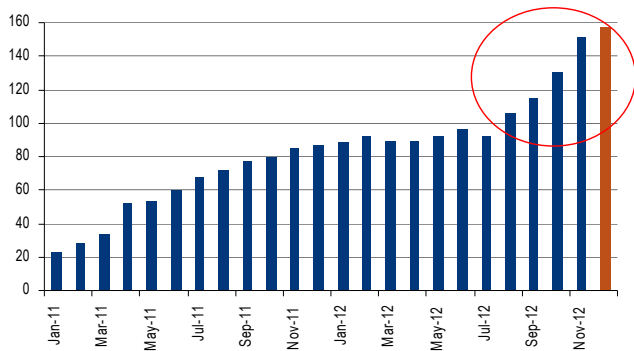
### 적격 외국인 투자자(QFII)

QFII는 해외 금융기관들이 중국의 유가증권시장의 투자할 수 있는 중요한 채널이다. 현재 총 할당액 규모는 800억 달러 규모다. 승인된 할당액은 2012년 158억 달러에서 374억 달러로 73%증가했다. 2012년 7월 27일 중국은 QFII의 규정을 바꾸어 국내 은행간 채권시장을 QFII에 공식적으로 개방했다. 그러나 이를 시행하기 위해서는 몇 가지 장애물이 남아 있다.

중국 유가증권규제 위원회가 2012년 7월 27일 발표한 새로운 QFII 규정에 따르면 QFII는 수탁회사를 통해 중국 유가증권 예치신탁결제회사(CSDTCC)에 계좌를 개설할 수 있으나 CSDTCC는 2급 예탁기관으로 교환사채시장만 담당할 수 있다. 이 규정은 중국 채권시장 전체를 담당할 수 있는 1급 예탁기관인 중국정부유가증권 예치신탁결제회사(CGSDTC)에 대하여 언급하지 않고 있다. CGSDTC는 은행간 채권시장의 예탁 및 결제 업무 집중을 위하여 재무부와 인민은행이 공동으로 설립한 기관이다. 그 결과 QFII는 CGSDTC에 계좌 개설이 허용될 때까지 은행간 시장에 실질적으로 접근할 수 없다. 이 문제는 인민은행이 해결해야 할 것으로 보인다.

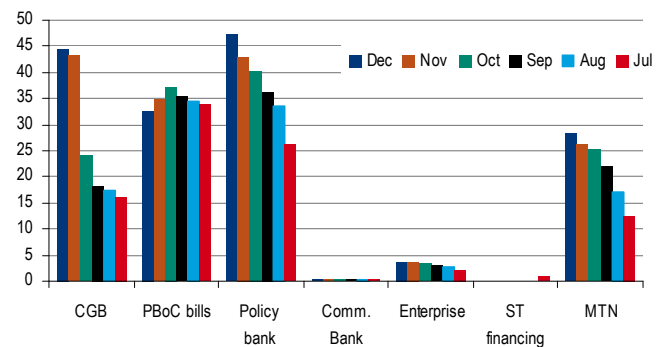
2012년 12월 14일 국가외환관리국(SAFE)은 국부펀드, 외국 중앙은행, 통화당국에 대한 개별 QFII의 할당액 상한선 10억 달러를 철폐했다. 새로운 상한선을 제시되지 않았다. 2013년에도 QFII 할당액 승인은 지속적으로 증가할 전망이다. 나아가 은행간 채권에 대한 투자 제한이 철폐되면 QFII가 국내 채권시장에 투자를 크게 늘릴 가능성이 매우 높다.

Chart 7: 외국인의 국내 채권 보유 (CNY bn)



자료:CEIC, BofA Merrill Lynch Global Research

Chart 8: 외국인 보유 채권 구분(CNY bn)



자료:CEIC, BofA Merrill Lynch Global Research

**표 2: Top QFII (as of 31 December 2012)**

Rank	Name of QFII	Latest approval date	Amount (USD100mn)
1	HKMA	17-Jul-12	10
1	Norges Bank	8-Jun-12	10
1	Temasek Holdings Fullerton Fund Management	25-Oct-12	10
1	Government of Singapore Investment Corporation	25-Oct-12	10
1	Qatar Holding	21-Nov-12	10
6	UBS	6-Jan-11	7.9
7	HSBC	21-Nov-12	6
7	Barclays Bank	25-Oct-12	6
7	Morgan Stanley	24-Dec-12	6
7	Deutsche Bank	26-Dec-12	6
7	Canada Pension Plan Investment Board	26-Dec-12	6
12	Citigroup Global Markets	24-Nov-05	5.5
13	Credit Suisse (HongKong)	26-Sep-06	5
13	Fortis Bank	11-Jan-07	5
13	Goldman Sachs Asset Management	12-May-09	5
13	Abu Dhabi Investment Authority	8-Jun-12	5
13	Merrill Lynch International	21-Nov-12	5
13	AMP Capital	30-Oct-12	5

Note: shaded QFII are those with the most recent quota approval in 2012.

자료:SAFE, BofA Merrill Lynch Global Research.

## 세계 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 Economic Weekly: The Bears go into hibernation* 2013년 1월 15일자이며 담당 메릴린치 직원을 통해 사본을 요청하실 수 있습니다. 본 문서와 영문 보고서 원문에 나와있는 정보가 최신 정보가 아닐 수 있음을 유의하시기 바랍니다.

### 세계 펀드 매니저 설문조사: 동면에 들어간 곰

#### 1월 투자자 낙관론 급상승

지난 2년 동안과 마찬가지로 투자자들은 낙관적으로 2013년을 시작했다. 성장 및 리스크 지표는 수년만의 최고치를 기록했고, 2007년 이후 처음으로 투자자들의 은행주에 비중확대 입장을 취했다. 낙관적인 심리 자체가 위험자산의 조정을 의미하는 것은 아니지만(메릴린치의 역 발상 현금지표는 중립에 머물러 있음) 1월에 조정을 받지 않으면 1분기 말에 더 큰 조정이 발생할 가능성이 있으므로 1월 조정이 차라리 낫다.

#### 글로벌 기대성장률은 상승하고 시장보호는 감소함

정상보다 높은 수준의 리스크를 감소하겠다는 투자자의 수가 2004년 이후 최고치까지 상승하고 시장으로부터 보호 조치를 취하겠다는 투자자의 수는 2008년 1분기 이후 최저치까지 하락 함으로서 성장에 대한 낙관주의가 33개월 만에 최고치로 상승했다. 위험자산이 지속적으로 성장하기 위해서는 경제성장 및 기업이익 지표가 2분기 이전에 상승해야 한다.

#### 현금으로부터 매도 신호 없음, 일본에 대한 배분은 상승여지가 있음

현금 수준은 4.1%에서 3.8%로 하락했고(매도 신호 3.5%보다는 위에 있음) 채권배분은 감소했으며 주식배분은 증가했다. 유로존 주식에 대한 자산배분이 5년 만에 최고치까지 늘어난 대신 미국주식은 18개월 만에 처음으로 비중확대를 기록했다. 투자자들은 일본주식을 비중확대로 상향 조정했으나 일본에 대한 자산배분은 과거평균에 비하면 여전히 낮으며(차트 1) 최근의 우위실적을 위협하지는 않는다.

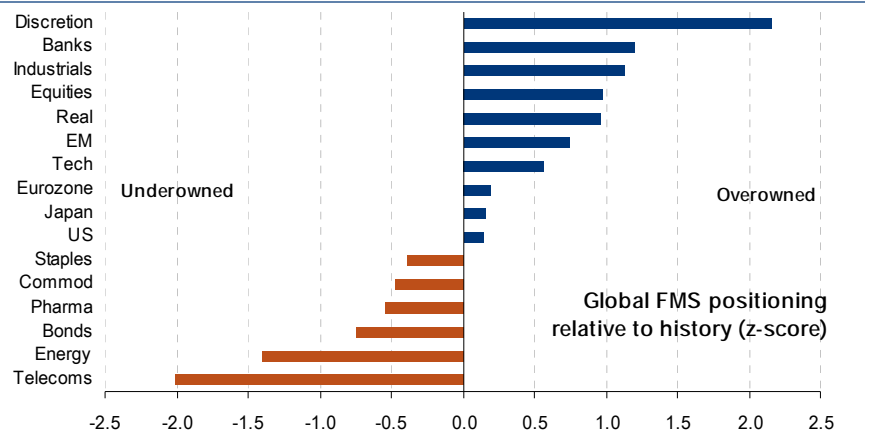
#### 2007년 2월 이후 글로벌 은행 최초의 비중 확대

투자자들이 지난 2,157일 동안 은행에 대한 비중축소포지션에서 드디어 벗어났다는 것이 이번 달 가장 중요한 메시지다. 1월 펀드매니저 설문 조사에서는 또한 경기방어종목(정보통신주의 비중이 2005년 12월 이후 최저치까지 하락)으로부터 경기 민감종목(IT와 산업재가 세계에서 가장 선호되는 섹터임)으로 큰 전환이 일어났다.

#### 역 발상 트레이드

정보통신 매수 - 금융매도, 필수 소비재 매수 - 산업재 매도, 에너지 매수 - 임의 소비재 매도, 정부채 매수 - 주식 매도.

Chart 9: 글로벌 자산, 섹터, 지역 포지셔닝 과거 10년 비교\*





## 중요 공지사항

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 매력을 지닌 종목; 2 - 중립 종목은 총 기대 수익률이 0% 이상이고 매수 종목을 하회하는 투자 매력의 종목; 3 - 시장수익률 하회하는 커버리지 종목군 내 가장 투자 매력이 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 Comment 에 나와 있습니다.

## 기타 중요 공지사항

MLPF&S 혹은 그 계열사의 임원(리서치 애널리스트 제외)은 발행사의 유가증권이나 관련 투자에 재무적 이해관계를 갖고 있을 수 있습니다.

이해상충과 관련된 BofA 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 주식(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 주식(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 고객이 미국인이 행하는 거래 중 본 보고서에서 언급된 증권에 대한 거래는 각각 BAS와 BAI를 통해 이행해야 합니다.

### 일반 투자 관련 공지사항:

본 리서치 보고서는 일반적인 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 투자 전략에 대한 투자의 적정성에 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 신뢰 가능한 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 수입에 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 Lynch는 본 보고서에서 언급된 유가증권과 관련된 금융 상품을 정기적으로 발행할 수 있습니다. Merrill Lynch는 본 보고서에서 언급된 유가증권과 금융 상품에 대해 매매 포지션(매수 또는 매도)을 유지할 수 있습니다.

Merrill Lynch는 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 Lynch는 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 2009년 저작권. 이 보고서에 대한 모든 권리는 당사에 있습니다. Qmethod, iQmethod 2.0, iQprofile, iQtoolkit, iQworks는 Merrill Lynch & Co., Inc의 서비스 마크임. iQanalytics®, iQcustom®, iQdatabase®는 Merrill Lynch & Co., Inc.의 서비스 등록 마크임. 이 보고서는 Merrill Lynch 고객을 위하여 작성되었으며, Merrill Lynch의 명시적 서면 동의 없이는 어떠한 형태 또는 방식으로든 그 전부 또는 일부를 재배포, 재전송 및 공개할 수 없음. Merrill Lynch 조사 보고서는 Merrill Lynch가 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 Lynch가 해당 정보를 공개하기 전까지 귀하는 이 보고서에 수록된 내용, 견해, 결론, 정보를 제 3자에게 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 Lynch의 다른 사업 부문 인력에 의해 검토되지 않았으며 또한 이들이 보유한 정보를 반영하지 않습니다. Merrill Lynch는 BofAML Global Research와 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 Lynch의 다른 사업 부문 인력에 의해 검토되거나 논의되지 않았습니다.

본 보고서는 보고서에 언급된 유가증권의 발행사와 독립적으로 작성되었으며 유가증권 공모나 대리 및 무관합니다. MLPFS, 계열사 및 소속 리서치 애널리스트는 발행사를 대표하거나 보살핌 권리가 없습니다. Merrill Lynch는 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 3자 웹사이트에 대한 링크를 포함할 수도 있습니다. Merrill Lynch는 제 3자 웹사이트의 내용이나 링크에 대해 책임을 지지 않습니다. 제 3자 웹사이트를 통해 제공되는 자료와 정보는 본 보고서의 내용에 해당하지 않으며 보고서의 참고자료로 제시되지 않습니다. Merrill Lynch나 그 계열사는 본 보고서에서 제시되는 웹사이트 링크를 승인하지 않습니다. 제 3자 웹사이트와 관련한 리스크는 본인이 부담하며 해당 웹사이트에 개인정보를 입력하기 전에 반드시 웹사이트의 약관과 정보보호정책을 숙지하시길 바랍니다. Merrill Lynch는 이러한 약관과 정보보호 정책에 대한 책임을 지지 않으며 관련 손실로부터 면책됩니다.

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