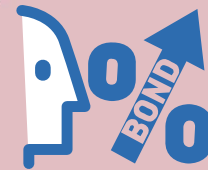


# 이머징 마켓 국채 투자 분석

글로벌 채권 ETF 중심으로

2015년 5월

키움증권



투자전략팀

Fixed Income Strategist 김민규

02) 3787-5298

mkaykim@kiwoom.com



## 이머징 마켓 국채 투자 분석 - 글로벌 채권 ETF 중심으로

### 기본 투자 아이디어

전제 1. Fed의 금리인상시점 지연

전제 2. 느린 속도로 기준금리 인상

이머징 국가들, 통화완화책 지속

이머징 마켓의 외환위기 발생 가능성 하락

2004년과의 경제환경 차이점 ?

현재는 과거와 달리 글로벌 원자재 시장 침체 구간

원자재 수입국 및 통화안정성이 확인된  
이머징 국채에 선별적으로 접근  
(투자 접근성이 높은 글로벌 채권 ETF 활용)





## 1-1. 과거 미국 긴축시기 이머징 마켓 현황

### ◎ 1994년 2월 금리인상

- 배경: 미국은 주택대부조함 사태에 따른 경기침체를 극복하기 위해 3년간 기준금리 인하 및 저금리정책을 유지. 선제적 가이던스가 충분치 않은 상황에서 전격적으로 단행되어 시장에 주는 충격이 컸음.
- 남미의 외환위기(데킬라 위기, 1994년 12월) 발생, 아시아 외환위기(1996~1997년), 러시아 모라토리엄으로 확산.

### ◎ 1999년 6월 금리인상

- 배경: IT혁신 지원, 아시아 외환위기 등으로 금융완화 정책 유지에 따라 미국 주식시장 버블 발생. Fed, 기준금리를 선제적으로 인상.
- 6차례에 걸쳐 기준금리를 4.75%에서 6.50%로 인상. 외국인 자본 유출로 브라질, 아르헨티나 등에서 외환위기 발생.

### ◎ 2004년 6월 금리인상

- 배경: 차이나 쇼크 발발에도 국제 유가 급등에 따른 인플레이션 위험 고조로 긴축 시작.
- 글로벌 경기 호조와 Fed의 선제적 시그널 제시, 소폭(25bp)의 연속적인 금리 인상 단행으로 신흥국 금융위기 발발하지 않음.

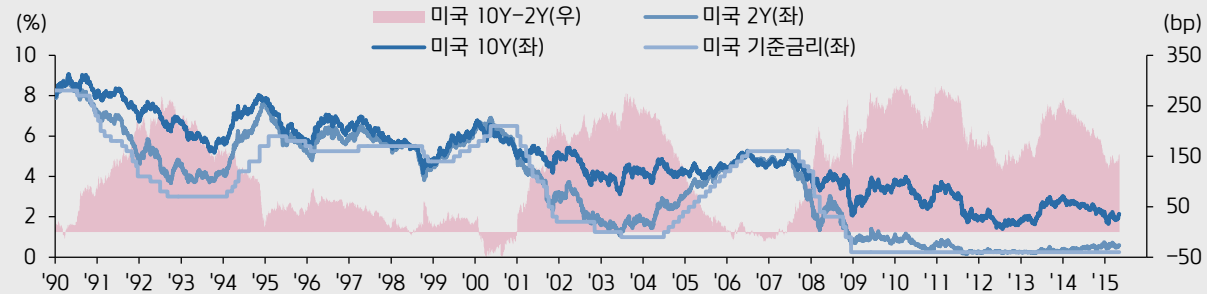
미국 금리인상 사이클

첫번째 금리인상일	금리인상 직전 기준금리	첫번째 금리인상 폭	금리인상 사이클		최종 기준금리
			금리인상 전체 폭	횟수	
1994.2.4	3.00%	25bp	300bp	7	6.00%
1999.6.30	4.75%	25bp	175bp	6	6.50%
2004.6.30	1.00%	25bp	425bp	17	5.25%

자료: 키움증권 리서치

## 1-2. 과거 미국 긴축시기 세계 및 한국 경제 상황

미국 기준금리 및 국채 2년, 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국 금리인상 시기 세계 및 한국 경제 상황

구분	1994년	1999년	2004년	글로벌 금융위기 직전~현재
세계 경제	<ul style="list-style-type: none"> <li>저축대부조합 파산에 따른 금리 인하 후 정상화</li> <li>금리인상에 따라 부동산 가격 급락, 경기가 둔화되는 양상</li> <li>미국의 갑작스런 금리 인상에 남미 외환위기를 시작으로 신흥국의 연쇄적 도산을 야기</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>금융완화정책 지속에 따른 IT투자 확대로 세계 경제 호조세</li> <li>미국은 1994년 이후 3.6~4.4%의 고성장 지속</li> <li>주가 버블과 물가 불안 우려에 각국이 금리 인상 단행</li> <li>금리 인상 직후 주요국의 주가 급락, 경기도 하강국면으로 진입</li> <li>브라질, 아르헨티나 외환위기 발생</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>차이나 쇼크 발발에도 국제 유가 급등에 따른 인플레이션 압력 고조로 각국이 금리인상 단행</li> <li>미국을 제외한 유로존 및 신흥국의 빠른 경기 회복으로 달러화 약세 현상 보임</li> <li>달러 약세에 따라 글로벌 유동성이 신흥시장 및 상품시장으로 이동</li> <li>국제 원자재 시장에서 중국은 2004년 이후 주요 소비국으로 부상</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>선진국의 과잉소비, 신흥국의 과잉투자로 글로벌 금융위기 발발</li> <li>세계 통화당국, 저금리 정책 시행</li> <li>미국 신용등급 강등, 남유럽 재정위기, 우크라이나 사태, 유가 급락 등 정치/경제적 위험이 산발적으로 고조</li> <li>현재 글로벌 경기는 매우 완만하게 회복되는 과정</li> </ul>
한국 경제	<ul style="list-style-type: none"> <li>미국의 갑작스런 금리 인상 충격에 경기 둔화 위험 고조, 물가 급락</li> <li>금융 및 실물 시장 불안 야기</li> <li>경상수지 적자폭 확대되며 1998년 외환위기 발발</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>IMF사태 이후 1999년 하반기부터 빠른 속도로 경기 회복</li> <li>유가 상승 등으로 인플레이션 기대심리 확산</li> <li>2000년 말 IT 버블 붕괴로 국내 증시 50% 이상 급락</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>중국발 긴축 정책 시행에 따른 차이나쇼크로 국내 증시 급락</li> <li>내수 부진과 수출 둔화 우려로 기준금리 인하 (통화정책 디커플링)</li> <li>2005년 이후 글로벌 수요 확장 수혜로 수출 증가 및 주가 상승</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>고유가, 부동산 및 주식시장 급등으로 물가 불안 현실화</li> <li>금융위기 이후 가계부채, 내수 부진, 수출 둔화 등의 문제로 경기 둔화 국면 지속</li> <li>유가 급락, 느린 글로벌 수요 회복 속도 등으로 저물가 기조 정지화</li> </ul>

자료: 키움증권 리서치

## 2-1. 향후 Fed 긴축 전망 – 올 9월 이후

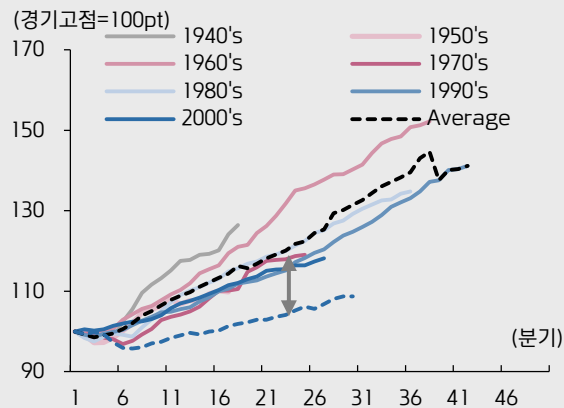
### ◎ 미국 경기회복 속도가 느리다

- 미국 경기회복 속도는 역사적 그 어떤 경기 회복 사이클보다 느림,
- 일반적인 경기 사이클에서는 경기회복, 고용창출, 임금상승률 점화, 인플레이션 발생의 패턴을 나타냄.
- 하지만 2008년 금융위기 이후에는 각각의 단계로 전환이 더디게 진행 중.

### ◎ 개인이자지출 상승률 > 개인소득 상승률

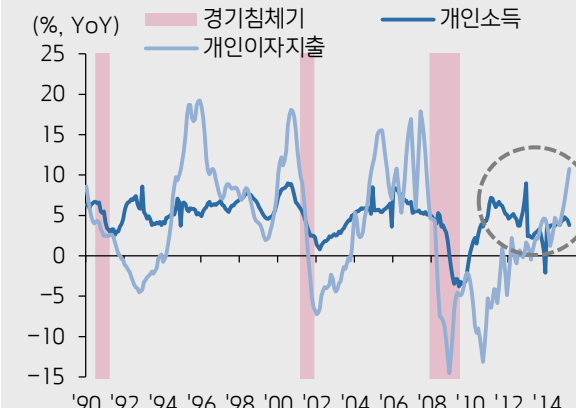
- 미국 경기 사이클은 개인 소득 증가율이 개인 이자지출 증가율을 하회할 때, 침체기로 진입.
- 즉 최근의 더딘 임금 상승률을 배제하고, FED가 조기 금리인상을 선택할 가능성은 낮다고 판단.

미국 경기 침체 이후 회복 속도 추이



자료: CEIC, 키움증권 리서치

미국 개인 소득 증가율 vs 개인 이자지출 증가율 추이



자료: CEIC, 키움증권 리서치



## 2-2. 향후 Fed 긴축 전망 -느린 속도로 진행 (1분기 간격)

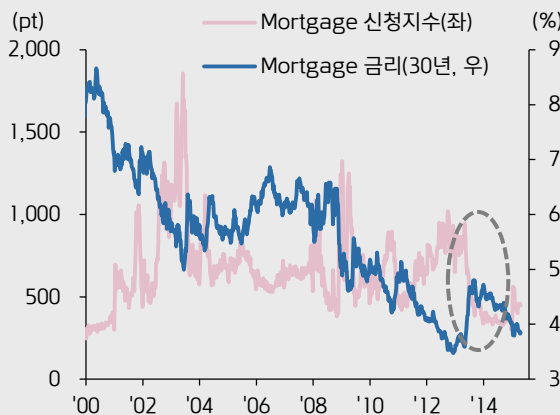
### ◎ 2013년의 교훈, 주택시장 재둔화 경험

- 성급한 긴축 시그널은 모기지 금리 급등을 야기. (테이퍼링 이슈로 미 주택시장 재둔화 경험)
- Fed의 금리인상 시점 지연 전망 강화로 기존주택 거래 반등 중.

### ◎ 미 달러화 강세로 인한 GDP성장률 하락

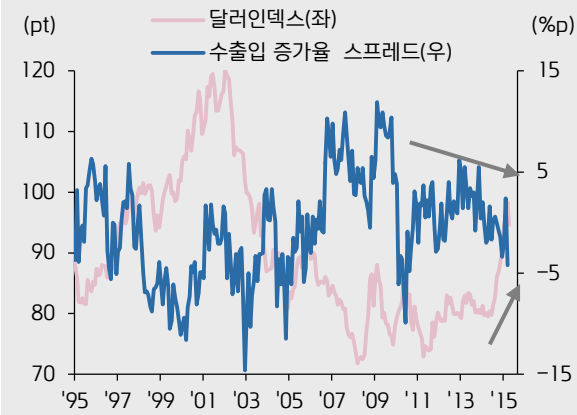
- FED는 국제적 동향의 전개양상을 금리인상 시점 결정에 함께 고려하겠다고 밝혔음.
- 미 달러화 강세 → 무역수지 적자 확대 → GDP 성장률 하락 진행 중.
- Fed, 달러 강세 속도를 조절하기 위해 금리 인상기간을 1분기 간격으로 설정할 것으로 예상.

미국 모기지 금리 vs 모기지 신청지수 추이



자료: CEIC, 키움증권 리서치

달러인덱스 vs 미국 수출입 증가율 스프레드



자료: CEIC, 키움증권 리서치

## 2-3. 2004년과 현재의 경제 환경 차이점

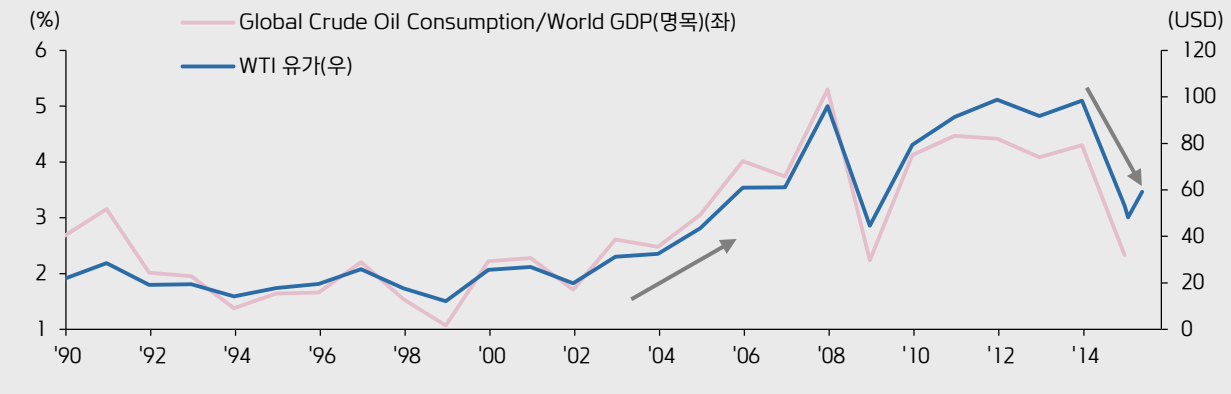
### ◎ Fed의 긴축이 이머징 마켓이 주는 영향은 2004년과 유사할 전망

- 각국의 경기부양책 시행으로 글로벌 수요 회복세, Fed의 금융시장 안정성 강조로 선제적 시그널 제시.
- Plus, 과거보다 느린 긴축 속도 예상 → 과거와 같은 이머징 마켓의 외환위기 발생 가능성 하락.
- 2013년 중반 테이퍼링 이슈 이후, 이머징 국가별 펀더멘털에 따른 차별화 현상 경험.

### ◎ 2004년과 다른 점은? 과거에는 원자재 가격 안정 or 상승, 현재는 침체기

- 선진국들의 성장 속도 둔화 → 이머징 국가들이 받는 낙수효과 지연.
- 선진국 낙수효과 지연 및 유가 하락과 같은 경제 환경.
- 이머징 국가 중 특히 산유국을 비롯한 원자재 수출국에 경제적 타격.

글로벌 명목 GDP 대비 원유 소비 비중 및 WTI 유가 추이



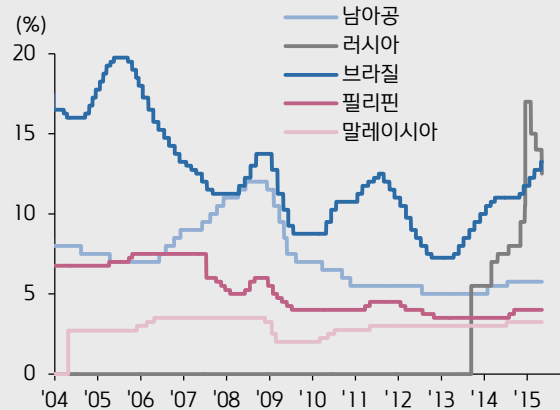
자료: 키움증권 리서치

### 3-1. 이머징 국제 투자 기준 ① 원자재 수출국인가?

#### ◎ 유가 급락과 ECB의 전면적 QE 시행으로 촉발된 신흥국의 통화완화 트렌드

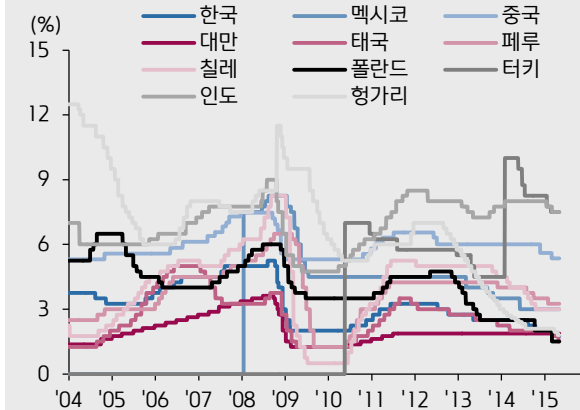
- 금리 인상국 vs 금리 인하국
- 외국인 자본 유출에 따른 통화가치 하락 방어 차원에서 금리인상 단행한 국가들 (러시아, 브라질 등)  
→ 통화가치 하락세 진정되는 양상을 보이면 경기부양을 위해 반대로 기준금리 인하 예상.
- 올 3월, ECB의 전면적 QE 시행 후 경쟁적 통화완화 트렌드 형성.  
→ 중간재 및 최종재 수출국, 자국의 수출 경쟁력을 확보하기 위해 기준금리 인하 등 통화완화책 시행.

금리 인상 이머징 국가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

금리 인하 이머징 국가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

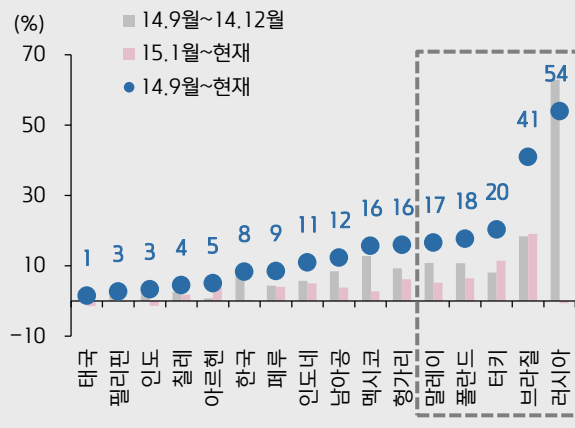


### 3-2. 이머징 국제 투자 기준 ② 통화가 안정적인가?

#### ◎ 이머징 국가의 통화 안정성은 펀더멘털에 달려

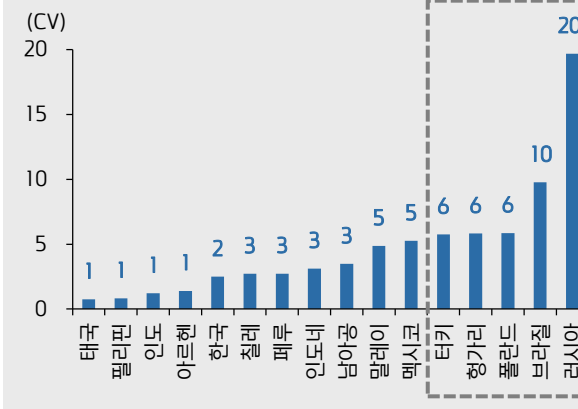
- 원자재 시장 침체로 산유국 및 원자재 수출국의 경제성장이 급격히 둔화: 브라질, 러시아 등
- 원자재 수출국과 교역이 활발하거나 유가 하락으로 정부 세수가 부족한 국가 중심으로 통화 가치 하락 두드러져: 말레이시아, 폴란드 등
- 테이퍼링 이슈 이후, 통화안정성이 검증된 국가들 중심으로 동시다발적 기준금리 인하 단행.

유가 하락세 이후 이머징 국가 환율 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

유가 하락세 이후~현재, 이머징 국가 통화별 변동계수 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 3-3. 이머징 국가별 국채금리 비교

#### ◎ 미 국채 금리와의 스프레드 변화

- 테이퍼링 이슈로 이머징 국가들의 국채 금리가 급등한 시점부터 현재까지 기준금리 인하국 중심으로 미 국채와의 스프레드 축소.
- 반면 기준금리 인상국의 경우 미 국채와의 스프레드가 확대 중.

이머징 국채와 미 국채 10년물 스프레드 변동

국가	14.9월~14.12월	15.1월~현재	합산
태국	-77	-23	-100
헝가리	-69	-9	-78
중국	-43	-23	-66
인도	-52	0	-52
한국	-26	-8	-34
인도네시아	-24	0	-25
폴란드	-39	15	-24
필리핀	18	-28	-10
러시아	3	3	6
말레이시아	40	-27	13
대만	17	-1	16
우크라이나	17	3	20
남아공	16	11	27
칠레	-7	48	41
멕시코	30	17	48
터키	-92	149	57
페루	40	30	70
브라질	147	55	202

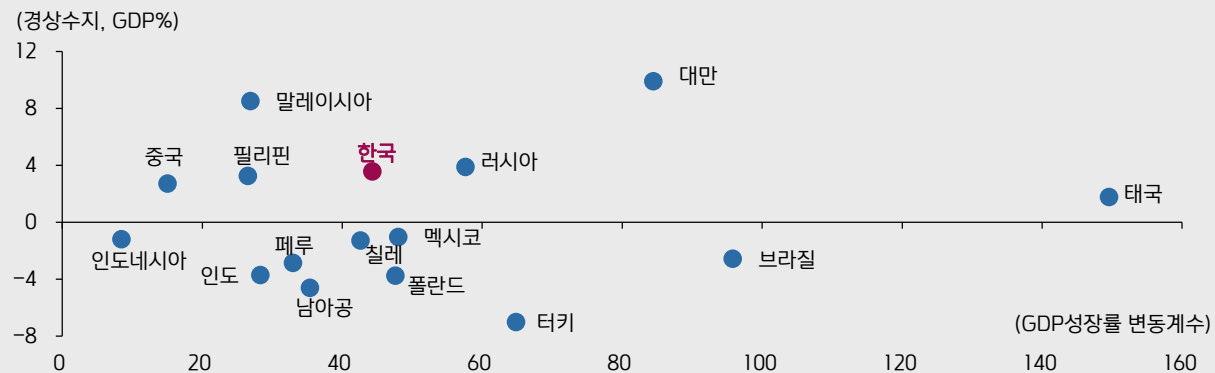
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### 3-4. 이머징 국가별 펀더멘털 비교

#### ◎ GDP대비 경상수지와 GDP성장률 비교

- 2010년 이후 GDP대비 경상수지 평균: 현금 흐름이 안정적인 국가.
- 2010년 이후 GDP 성장률 변동계수: 안정적으로 성장하는 국가.
- 좌측 상단에 분포된 국가들의 펀더멘털이 견조하다고 판단.

GDP대비 경상수지와 GDP성장률 변동계수에 따른 이머징 국가 분포도



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

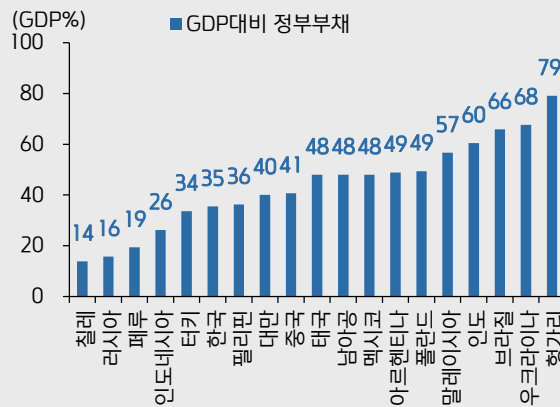


### 3-4. 이머징 국가별 펀더멘털 비교 (계속)

#### ◎ GDP대비 정부부채 및 외환보유고 비교

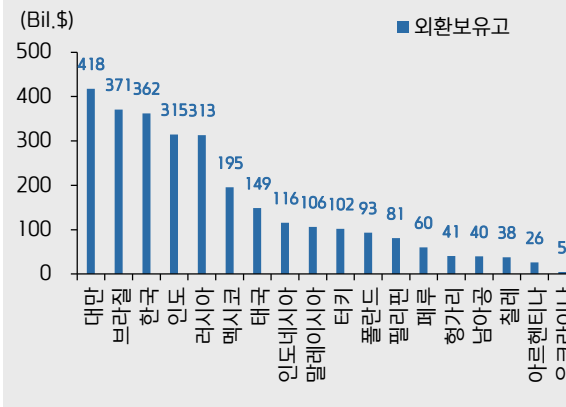
- 그 외 GDP대비 정부부채, 외환보유고 등을 감안, 외국인 자본유출 가능성이 낮은 국가를 선별해야 함.

이머징 국가별 GDP대비 정부부채



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

이머징 국가별 외환보유고



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## 5. 이머징 국채 ETF 투자 검토

### ◎ 이머징 국채 ETF 선별

- 이머징 국채 ETF 수익률의 상대적으로 높은 변동성과 신흥국가별 통화안정성, 유가의 흐름 등을 고려.  
→ 올 3분기까지 이머징 국채 ETF 투자 유효.
- Fed의 완만한 금리인상 전망: 미 달러화 대비 신흥국 통화가치 급락 가능성 낮아졌음에도  
→ 통화안정성이 뛰어난 신흥국의 국채 비중이 높은 ETF 중심으로 투자해야 함.
- 올해 유가 하향 안정화 전망: 유가 및 원자재 수출국의 비중이 크지 않은 ETF 선별. (월평균 거래량이 높은 ETF 중심)

유가 및 원자재 수출국의 비중이 작은 국채 ETF

티커	이름	모회사명	설정일	월평균 거래량 (천USD)
EMB US	ISHARES JP MORGAN USD EMERGI	iShares ETFs/USA	12/19/2007	17,957
VWOB US	VANGUARD EMERG MKTS GOV BND	Vanguard ETF/USA	6/4/2013	823
총수익			주당 배당 최근	비용 비율
1M	6M	1Y		
0.20	1.52	4.99	0.40	0.40
0.67	1.29	4.16	0.30	0.35

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

유가 및 원자재 수출국의 비중이 큰 국채 ETF

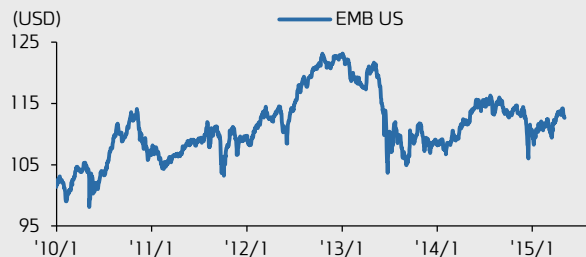
티커	이름	모회사명	설정일	월평균 거래량 (천USD)
EMLC US	MARKET VECTORS EMERGING MARK	Market Vectors ETFs/USA	7/23/2010	9,705
LEMB US	ISHARES EMERGING MARKETS LOC	iShares ETFs/USA	10/20/2011	1,208
총수익			주당 배당 최근	비용 비율
1M	6M	1Y		
0.63	-8.03	-9.73	0.10	0.47
0.40	-6.32	-9.18	0.03	0.50

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## 5. 이머징 국내 ETF 투자 검토 (계속)

### ◎ 이머징 국내 ETF 선별 (티커명: EMB US, VWOB US)

#### 아이셰어즈 JP모건 이머징마켓 국내 ETF

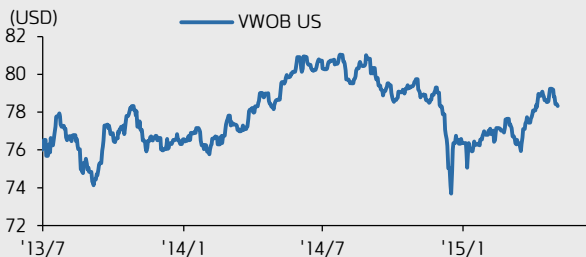


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

상위 산업 그룹 배분	비중	상위 지역별 배분	비중	상위 자산 배분	비중
정부	81.33%	터키	5.84%	국채	80.63%
석유/가스	10.83%	필리핀	5.68%	회사채	19.00%
전력	2.25%	인도네시아	5.41%	현금 및 기타자산	0.37%
은행	1.98%	멕시코	5.39%	모기지	0.00%
광업	1.07%	브라질	5.02%	우선주	0.00%
운송관련	0.84%	콜롬비아	4.43%	지방채	0.00%
다각화 금융업	0.75%	헝가리	4.26%	주식	0.00%

블룸버그 종합 등급	비중	만기 배분	비중
BBB	45.12%	10년 초과	35.45%
BB	19.86%	7 - 10년	29.26%
B	11.56%	5 - 7년	15.92%
A	9.32%	3 - 5년	14.80%
AA	3.14%	1 - 3년	4.28%

#### 뱅크 오브 아메리카 이머징마켓 국내 ETF



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

상위 산업 그룹 배분	비중	상위 지역별 배분	비중	상위 자산 배분	비중
정부	56.09%	멕시코	9.50%	국채	54.09%
석유/가스	20.79%	터키	6.49%	회사채	45.80%
은행	9.42%	인도네시아	5.96%	현금 및 기타자산	0.11%
전력	4.88%	브라질	5.76%	모기지	0.00%
운송관련	1.14%	버진제도	5.68%	우선주	0.00%
다각화 금융업	1.11%	네덜란드	4.96%	지방채	0.00%
광업	1.02%	케이맨 제도	3.95%	주식	0.00%

블룸버그 종합 등급	비중	만기 배분	비중
BBB	47.48%	10년 초과	30.95%
BB	16.78%	7 - 10년	24.36%
A	13.48%	3 - 5년	18.83%
AA	6.78%	5 - 7년	12.93%
B	6.13%	1 - 3년	12.36%

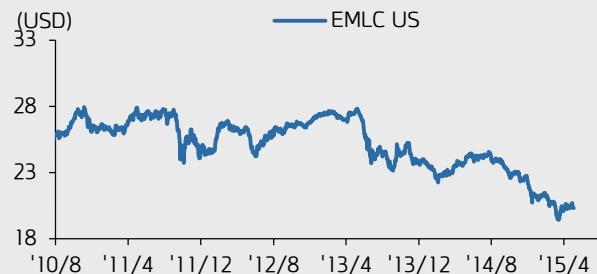


## 5. 이머징 국채 ETF 투자 검토 (계속)

### ◎ 이머징 국채 ETF 선별 (티커명: EMLC US, LEMB US)

- 통화취약국 중심 국채 ETF는 낮은 수익률을 기록 중.
- 브라질 등 고금리 이머징 국채 투자 시점은 미국 금리인상 후 통화안정성이 확인된 후에 진입.

#### 마켓 벡터 이머징마켓 국채 ETF

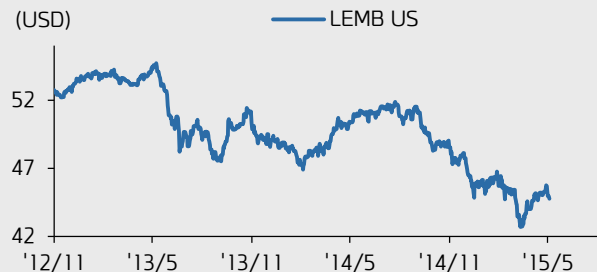


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

상위 산업 그룹 배분	비중	상위 지역별 배분	비중	상위 자산 배분	비중
정부	90.28%	폴란드	11.05%	국채	90.28%
복수국가채	5.31%	말레이시아	9.51%	회사채	9.72%
전력	2.63%	브라질	8.66%	모기지	0.00%
은행	1.44%	터키	8.28%	우선주	0.00%
운송관련	0.24%	멕시코	8.03%	지방채	0.00%
다각화 금융업	0.10%	인도네시아	7.30%	주식	0.00%
상업 서비스업	0.00%	태국	7.01%	현금 및 기타자산	0.00%

블룸버그 종합 등급	비중	만기 배분	비중
BBB	43.18%	7 - 10년	21.54%
A	20.22%	10년 초과	21.40%
NR	19.40%	3 - 5년	20.19%
BB	10.13%	5 - 7년	16.50%
AAA	3.84%	1 - 3년	15.14%

#### 아이셰어즈 이머징 로컬 국채 ETF



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

상위 산업 그룹 배분	비중	상위 지역별 배분	비중	상위 자산 배분	비중
정부	97.30%	대한민국	20.56%	국채	99.76%
은행	2.45%	브라질	15.01%	현금 및 기타자산	0.25%
		멕시코	8.88%	회사채	0.00%
		말레이시아	4.80%	모기지	0.00%
		태국	4.79%	우선주	0.00%
		이스라엘	4.66%	지방채	0.00%
		인도네시아	4.60%	주식	0.00%

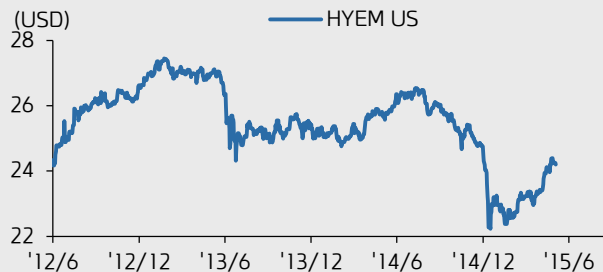
블룸버그 종합 등급	비중	만기 배분	비중
BBB	40.62%	1 - 3년	24.62%
NR	29.87%	10년 초과	23.41%
AA	13.08%	0 - 1년	18.46%
A	8.74%	3 - 5년	12.63%
BB	7.69%	7 - 10년	11.15%
		5 - 7년	8.61%

## 참고. 이머징 마켓 크레딧 채권 ETF

### ◎ 크레딧 채권 ETF 선별 (티커명: HYEM US, CEMB US)

- 풍부한 글로벌 유동성 환경 지속과 글로벌 수요 회복에 따라 이머징 마켓의 기업 이익이 점진적으로 증가될 것으로 예상.  
→ 신용등급 상향 조정에 따른 가산금리 축소로 이머징 마켓 크레딧 채권 ETF 또한 장기적으로 유망.

#### 마켓 벡터 이머징 마켓 하이일드 채권 ETF

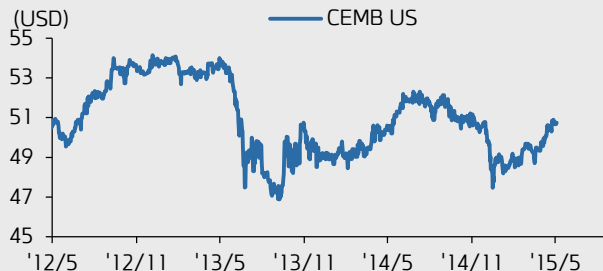


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

상위 산업 그룹 배분	비중	상위 지역별 배분	비중	상위 자산 배분	비중
은행	22.49%	케이맨 제도	12.56%	회사채	97.71%
석유/가스	12.54%	룩셈부르크	9.71%	국채	2.05%
정보통신	9.36%	네덜란드	7.87%	지방채	0.24%
부동산	8.14%	베네수엘라	6.65%	모기지	0.00%
전력	7.18%	멕시코	5.93%	우선주	0.00%
광업	4.80%	아일랜드	5.55%	주식	0.00%
제철제강업	4.67%	터키	4.08%	현금 및 기타자산	0.00%

블룸버그 종합 등급	비중	만기 배분	비중
BB	57.67%	3 - 5년	27.52%
B	23.42%	5 - 7년	26.46%
CCC	12.17%	7 - 10년	21.17%
NR	6.22%	1 - 3년	19.90%
CC	4.43%	10년 초과	4.95%
C	0.09%	0 - 1년	0.00%

#### 아이셰어즈 이머징 마켓 크레딧 채권 ETF



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

상위 산업 그룹 배분	비중	상위 지역별 배분	비중	상위 자산 배분	비중
석유/가스	25.83%	케이맨 제도	13.56%	회사채	96.08%
은행	24.27%	멕시코	10.14%	국채	3.31%
전력	8.49%	네덜란드	8.48%	현금 및 기타자산	0.61%
정보통신	7.12%	대한민국	6.54%	모기지	0.00%
제철제강업	6.32%	브라질	6.50%	우선주	0.00%
정부	4.76%	룩셈부르크	5.80%	지방채	0.00%
사립다각화-지주회사	3.40%	버진제도	5.20%	주식	0.00%

블룸버그 종합 등급	비중	만기 배분	비중
BBB	40.90%	7 - 10년	26.41%
A	23.32%	5 - 7년	26.13%
BB	21.96%	3 - 5년	20.36%
AA	4.76%	10년 초과	14.08%
B	3.71%	1 - 3년	11.49%