

BARINGS

FIXED INCOME

이머징마켓 채권: 2023년 성과 호전 기대

INSIGHTS

인플레이션 진정, 글로벌 지정학적 불확실성의 축소, 통화정책의 방향 전환 가능성 등을 고려할 때, 2023년은 이머징마켓 채권 시장에 유리한 방향으로 전개될 가능성이 높아 보입니다.



리카르도 아드로게 박사

베어링 국채 및 통화 투자 대표



짐 카라카닥

이머징마켓 국채 투자 대표



오모툰데 라월, CFA

이머징마켓 회사채 투자 대표



최근 몇 년 간 이머징마켓 채권 시장은 부진한 모습이었으나, 2023년에는 성과가 개선될 것으로 보입니다. 2022년 12월 초 기준 이머징마켓 로컬 및 국채 지수는 각각 2020년 12월 및 2021년 9월 고점 대비 약 20% 가량 하락했습니다.¹ 이머징마켓 회사채는 2021년 6월 고점 대비 31% 하락했습니다.² 팬데믹 영향 완화, 점진적인 경제 활동 재개, 이에 따른 재정 및 통화 확대 정책 실행은 글로벌 인플레이션을 초래했습니다. 2022년 2월 러시아의 우크라이나 침공, 잇따른 제재 조치는 인플레이션 압력을 더욱 가중시켰습니다. 글로벌 중앙 은행들은 이에 적극적으로 대처했지만, 빠른 시장 변화를 따라잡긴 쉽지 않았습니다.

특히 글로벌 중앙은행 입장에서 2023년에는 시장 상황이 보다 나아질 것으로 보입니다. 2022년 1분기부터 실시된 통화 긴축 이후 마침내 인플레이션 완화 조짐이 나타나기 시작했고, 글로벌 경제가 둔화세를 띠기 시작했으며, 우크라이나 전쟁은 전환점에 다다른 것으로 보입니다. 또한, 중국은 코로나19 방역 규제 완화에 들어갔습니다. 다시 말해 통화 정책 방향의 전환 가능성이 높아진 것입니다. 통화 확장 정책의 추진까지 다소 시간이 걸릴 수 있지만, 주요 중앙 은행들은 금리 인상 속도 조절에 관한 논의를 시작했으며, 대부분의 이머징마켓 중앙 은행은 이미 관련 대비를 마친 상황입니다. 베어링자산운용은 금융 시장의 긴축 사이클이 마무리 단계에 접어들었다고 판단합니다. 2023년 하반기 인플레이션이 빠르게 하락하면, 중앙 은행들은 통화 완화 정책으로 선회할 가능성이 있습니다.

양분화될 2023년

2023년 시장은 양분화될 것입니다. 향후 6개월은 최근 통화 정책의 여파가 이어지며 글로벌 경제 둔화세가 지속될 수 있습니다. 이는 이머징마켓 국가의 자국 금리 방향 및 글로벌 금리 정책 방향에 영향을 줄 것입니다. 글로벌 성장 둔화, 통화 긴축 사이클 종료에 대한 강한 기대감으로 미국 달러 강세 추세에도 제동이 걸릴 가능성이 있습니다. 결과적으로, 글로벌 경기 둔화에 영향을 크게 받는 이머징마켓 회사채를 제외하면, 특히 이머징마켓 로컬채는 2023년 상반기 투자 전망이 유망할 수 있습니다. 금리 인상에 따른 자금 조달 비용 부담에 회사채 시장의 디폴트는 다소 확대될 여지가 있습니다. 그러나 이머징마켓 채권 전반의 만기 프로파일을 기준으로 볼 때, 디폴트율은 관리 가능한 수준에 머무를 것으로 보이며, 일부 이머징마켓 로컬 채권 시장은 미국 달러 시장을 대신해 자금 조달원으로 부상할 가능성도 있어 보입니다.

1. 출처: J.P. Morgan. 이머징마켓 로컬채 지수: J.P. Morgan GBI-EMGD; 이머징마켓 국채 지수: J.P. Morgan EMBIGD.
2. 출처: J.P. Morgan CEMBI 지수.

글로벌 경기 둔화세도 지역별로 차이를 나타낼 것으로 예상됩니다. 리오프닝에 힘입은 중국 경제는 성장세를 보일 것으로 전망되나, 선진 시장 경제는 둔화할 것으로 보입니다. 전 세계적으로 관광업의 지속 성장세가 예상되나, 글로벌 교역은 다소 침체될 수 있습니다. 전 세계가 대체 에너지원 개발 및 끊이지 않는 지정학적 문제에 대한 대책 마련에 나서면서 글로벌 투자는 이전 비즈니스 사이클 대비 활발해질 것입니다. 이로 인해 원자재 가격 지지세는 유지될 가능성이 높습니다. 무역 의존도가 높은 국가에선 경제 회복에 더 오랜 시간이 소요될 수 있으나, 관광 산업 의존도가 높은 국가는 경기 침체로부터 한발짝 떨어져 있을 수도 있습니다. 또한 글로벌 금리 하락 가능성 속에 지역별 금리 하락 움직임도 달라질 것입니다.

2023년 하반기에는 중앙 은행 및 시장이 예측했던 것보다 인플레이션이 크게 하락하며 글로벌 경제가 저점을 찍을 것으로 보입니다. 이렇게 예측하는 이유는 최근 단행된 양적긴축(QT)이 충분한 검토 또는 시장에 대한 이해없이 급하게 추진된 면이 있기 때문입니다. 이에 따라 2023년 말로 갈수록 인플레이션이 가파르게 떨어지면서, 중앙 은행들은 다시 통화 완화책으로 전환할 가능성이 있습니다. 2024년은 경기 회복의 해가 될 것이기에, 2023년은 이머징마켓 국채 및 회사채에 투자하기에 적절한 시점일 수 있습니다.

이머징마켓 국채: 성과 개선 전망

전 세계적으로 인플레이션 및 지정학적 불확실성이 완화될 조짐을 보이며 2023년 전망에 대한 기대를 높이고 있지만, 여전히 상당수의 국가는 2022년 급등한 에너지 가격 문제의 해결을 위해 노력하고 있으며 문제 해결까지 더 시간이 걸릴 것입니다. 이는 긴축 통화 정책의 유지, 재정 긴축, 보다 유연한 환율 체제의 도입, 늘어난 대출 비용 감안 자본 시장 의존도 축소 등에 영향을 끼칠 수 있습니다. 긍정적으로는, 대부분의 이머징마켓 국가들이 지속 성장 관점에서 필수 정책 조정, 균형잡힌 재정·국제 수지 달성을 위한 사회적 회복력과 정책 체계를 확보하고 있는 것으로 판단됩니다.

올해 특히 충격이 컸던 **동유럽**에서, 국가 신용등급이 투자등급인 크로아티아, 헝가리, 폴란드, 루마니아 등은 EU 결속 및 EU 회복 기금(Recovery fund) 지원에 힘입어 에너지 및 식량 가격 문제에 대처해 나가고 있습니다. 마케도니아, 세르비아 등 국가 신용등급이 BB인 국가들 역시 국제통화기금(IMF) 지원 속에 인플레이션 및 성장 둔화 등에 잘 대처해 나가고 있습니다. 아르메니아, 아제르바이잔, 조지아, 우즈베키스탄 등 **구 독립국가연합** (Commonwealth of Independent States; 소련 해체로 인해 독립국가가 된 구 소련 공화국들의 연합체로서 결성된 국제기구) 국가들은 러시아-우크라이나 전쟁 이후 분쟁 지역에서 유입된 인적, 물적 자본으로 인해 수혜를 봤습니다. **라틴 아메리카**의 브라질, 멕시코는 2020년 코로나 발발 이후 강력한 재정 정책을 펼쳤습니다. 그 결과 국제수지가 지속가능한 수준으로 개선됐으며 해외 자본 의존도가 최소화됐습니다. **중앙 아메리카**의 코스타리카, 도미니카 공화국은 2022년 강력한 재정 정책을 펼친 가운데, 미국과의 교역, 해외에 거주하는 가족으로부터의 자본 유입, 관광업 활성화 등으로 수혜를 받았습니다. 인도, 인도네시아, 필리핀, 태국 등 **아시아**의 에너지 수입국들은 타격이 컸지만, 대부분 국채의 신용등급이 투자등급을 유지하고 있으며, 추가 상향 가능성도 있어 보입니다. 또한, 자국 및 글로벌 금융 시장에서 좋은 평가를 받고 있습니다. 더불어 이들 국가는 중국 관광객 증가를 포함해 중국 리오프닝에 따른 추가 성장이 예상됩니다.

“2024년은 경기 회복의 해가 될 것이기에, 2023년은 이머징마켓 국채 및 회사채에 투자하기에 적절한 시점일 수 있습니다.”

B등급 이머징마켓 국채 등 신용등급이 낮은 국채는 여러 어려움에 직면해 있으므로, 관련 국가 제도, 사회적 회복력, 정책적 체계 등을 면밀히 고려해 투자해야 하며, 가격 급등, 성장세 둔화 등의 어려움을 이겨내고 장기적 개선이 가능한지 확신(conviction)에 기반해 투자할 필요가 있습니다. 에티오피아, 엘살바도르, 가나, 레바논, 파키스탄, 스리랑카, 우크라이나, 잠비아 등의 국채는 부실 채권으로 분류됐거나 채무 구조조정 과정에 있습니다. 그러나 이들 국채가 이머징마켓 채권 시장에서 차지하는 비중은 현재 2.8% 정도에 불과하므로, 일부 부실 국채 문제를 이머징마켓 채권 시장 전체의 문제로 바라보는 오류를 범해선 안될 것입니다.³

이머징마켓 회사채, 2023년을 견조하게 출발

팬데믹, 러시아의 우크라이나 침공 등 여러 인플레이션 압력에도 불구하고 대부분의 이머징마켓 기업은 양호한 재무 상태를 유지했습니다. 고인플레이션에 따른 비용 부담이 2023년에도 이어지며 일부 기업은 이익 마진 악화, 일부 레버리지 악화 등의 문제를 겪을 수 있지만, 대부분의 이머징마켓 기업은 펀더멘털이 탄탄하게 갖춰진 상태에서 새해를 출발하게 될 것으로 보입니다. 특히 발행사 대부분의 수익 및 상각전 영업이익(EBITDA)이 팬데믹 이전 수준을 회복한 가운데, 레버리지 수준 역시 하이일드 기업 기준 약 1.8배, 투자등급 기업 기준 약 1.0배 정도로 합리적인 수준을 유지하고 있습니다.⁴ 또한, 이머징마켓 기업은 2020~2021년 낮은 금리로 5천억 달러 이상 채권을 발행할 수 있었으며, 지난 2, 3년 간 적극적으로 대출 만기를 관리해오면서 관련 수혜를 보고 있습니다.⁵ 그 결과 단기적으로 이머징마켓 기업은 대출 만기를 무리없이 관리할 수 있을 것으로 보이며, 대부분의 기업이 우수한 이자보상 배율 및 유동성을 확보할 수 있을 것으로 기대됩니다.

이러한 환경에서 베어링자산운용은 시장 회복 본격화, 차별화된 이머징마켓 회사채 투자 기회가 출현할 때까지 단기 변동성 너머 매력적인 투자 타이밍을 제공하는 채권 발굴에 주력하고 있습니다. 이머징마켓 투자등급 회사채 중 듀레이션이 긴 BBB등급 채권, 특히 라틴 아메리카, 중국 제외 아시아, 아라비아 반도 6개국으로 결성된 걸프협력회의(GCC) 국가 회사채의 투자 매력이 돋보입니다. 이들 회사채 상당수는 원자재 생산국으로서 공급망 차질에 따른 수혜를 여전히 누리고 있으며, 특히 멕시코, 브라질, 칠레 등과 같이 저비용의 생산이 가능한 국가들도 있습니다. 이머징마켓 하이일드 채권 중에서는 라틴 아메리카 및 인도의 BB 등급 채권이 두드러집니다.

3. 출처: Bloomberg 및 J.P. Morgan EMBIGD. 2022년 11월 30일 기준.

4. 출처: J.P. Morgan. 2022년 9월 30일 기준.

5. 출처: Bloomberg 및 J.P. Morgan EMBIGD. 2022년 12월 2일 기준.

2022년 시장 하락은 주로 미국 국채 가격 변동에서 비롯

2022년 이머징마켓 채권의 성과는 주로 미국 국채 매도세에 의해 좌우됐습니다. 이머징 마켓 국채 지수가 연초 이후 기준 하락(-17%)하는 동안, 같은 기간 미국의 10년물 국채 수익률은 200 bps 상승했습니다.⁶ 지수 듀레이션(7년) 고려 시, 이머징마켓 국채 지수 하락에 미국 국채 가격 변동이 끼친 영향은 -14%에 달했습니다. 다시 말해, 2022년 이머징마켓 국채 성과 하락의 80% 이상이 미국 국채 가격 변동에서 비롯된 것입니다. 이는 연초 이후 신용 등급별 스프레드 기준, 투자등급에서 BB 등급 국가 스프레드가 2022년 말까지 상대적으로 안정세를 보인 것만 봐도 확인할 수 있습니다.⁷ 미국 국채 금리 영향을 넘어서는 “추가” 손실은 현재 C등급으로 분류된 부실채권에 주로 집중됐습니다.

도표 1: BBB 및 BB 등급 국채 스프레드 변동폭, 연중 저점 기준 20 bps 이내



출처: J.P. Morgan EMBIGD. 2022년 12월 6일 기준.

6. 출처: Bloomberg 및 J.P. Morgan EMBIGD. 2022년 12월 2일 기준.
 7. 출처: Bloomberg 및 J.P. Morgan EMBIGD. 2022년 12월 2일 기준.

이와 유사하게 이머징마켓 회사채 지수의 연초 이후 수익률은 -12.73%였으며, 미국 국채 수익률은 -7.49%였습니다.⁸ 이머징마켓 회사채 지수 듀레이션이 4.3년임을 감안하면, 2022년 지수 하락률의 59%가 미국 국채 움직임에 영향을 받았음을 알 수 있습니다. 2023년 시장도 쉽진 않겠지만, 과거 미국 국채 매도세가 정점을 찍은 후 어떻게 시장이 반응했는지를 고려하면, 향후 12-24개월 간 이머징마켓 채권은 매력적인 수익 달성이 기대됩니다 (도표2).

도표 2: 과거 최대손실폭(MDD; Max Drawdown) 이후 12 개월 수익률 (이머징마켓 채권)

기간	최대 손실폭 (MDD)	회복 기간 (개월)	MDD 이후 12개월 총 수익
코로나19 팬데믹 (2020년 2월-2020년 10월)	-17.0%	9	+27.1%
원자재 위기 (2015년 6월-2016년 3월)	-6.8%	10	+19.7%
유럽 국채 위기 (2011년 5월-2012년 3월)	-13.8%	11	+22.7%

출처: J.P. Morgan CEMBI 지수.

핵심 요약

베어링의 이머징마켓 시장 전망 기본 시나리오에는 다양한 시장 리스크 요인이 존재하나, 대부분 긍정적으로 작용할 것으로 보입니다. 최근 글로벌 통화 긴축 사이클은 가장 규모가 크고 여러 지역에서 비슷한 시기에 단행됐습니다. 현금 포함 대부분 금융 자산 수익률이 두 자릿수로 하락하는 등 금융 자산 붕괴로 경기 성장 둔화 속도가 빨라지고, 글로벌 금리 움직임이 가속화되며, 미국 달러의 약세 흐름이 나타날 수 있습니다. 지정학적 요인이 시장 기대보다 악화될 경우, 경제 활동은 더욱 위축되고 금리 매력도는 더욱 높아져 통화 정책 방향의 전환점은 앞당겨질 수 있습니다. 현재 베어링의 이머징마켓 시장 전망 기본 시나리오에는 들어있지 않으나, (러시아, 중국 등) 지정학적 문제가 예상외로 긍정적으로 전개될 경우, 관련 리스크가 급격히 축소되며 이머징마켓 채권의 투자 매력은 더욱 높아질 수 있습니다.

하방 리스크도 분명히 존재하지만, 지난해 이머징마켓 채권 시장 유출세가 상당했음을 고려하면, 이점은 오히려 이머징마켓 채권 시장에 자금 유입을 기대할 만한 기술적 요인이 될 것입니다. 시장 전반에 대규모 자금 유출이 있었지만, 대부분의 시장 요인들은 여전히 시장에 머물러 있는 투자자에게 이미 익숙한 것들입니다. 이에 따라 과거 3년 간 있었던 시장 이벤트보다 더 드라마틱한 이벤트가 2023년도에 출현하지 않는다면, 추가적인 이머징마켓 채권 자금 유출이 나타나긴 어려울 것으로 보이며, 조금이라도 덜 부정적으로 전개되는 상황은 시장에 긍정적으로 작용할 것입니다.

8. 출처: J.P. Morgan CEMBI. 2022년 12월 5일 기준.

3,383억 달러*의 수탁고를 보유한 글로벌 운용사 베어링자산운용은 차별화된 투자기회를 제공하며, 공·사모 채권 및 부동산, 주식 시장에 장기 투자합니다. 세계적인 생명보험사 매스뮤추얼(Massmutual)의 자회사인 베어링자산운용은 북미, 유럽, 아시아 지역 현지에 전문 인력을 보유하고 있습니다. 지속가능 경영 및 책임 투자를 바탕으로 베어링자산운용은 고객 및 지역 사회, 임직원을 위해 오늘도 최선을 다하고 있습니다.

중요정보

본 자료에서 언급된 투자 결과, 포트폴리오 구성 및 사례는 단순 참고용이며, 결코 미래 투자 성과 혹은 미래 포트폴리오 구성을 보장하지 않습니다. 투자에는 위험이 수반됩니다. 투자와 투자에서 발생하는 향후 소득 가치는 하락 또는 상승할 수 있으며, 투자 수익은 보장되지 않습니다. 또한 본 자료에서 언급된 투자 결과, 포트폴리오 구성 및 사례는 단순 참고용이며, 결코 미래 투자 성과 혹은 미래 포트폴리오 구성을 보장하지 않습니다. 실제 투자의 구성, 규모 및 위험은 본 자료에서 제시된 사례와 현저히 다를 수 있으며, 투자의 향후 수익 혹은 손실 여부에 대해 보증 및 보장하지 않습니다.

• 이 금융투자상품은 예금보호법에 따라 예금보험공사가 보호하지 않습니다. • 집합투자증권은 자산가격 및 환율 변동 등에 따라 투자원금의 손실(0~100%)이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속됩니다. • 과거의 운용실적이 미래의 수익을 보장하지 않습니다. • 투자자는 이 금융투자상품 <집합투자증권>에 대하여 설명을 들을 권리가 있으며, 투자 전 상품설명서 및 집합투자규약을 반드시 읽어보시기 바랍니다. • 외화자산의 경우 환율변동 위험을 헤지할 계획이나(UH형 제외) 환율변동에 따라 손실이 발생할 수 있습니다. • 하이일드채권 투자시 신용위험 및 유동성위험이 상대적으로 높아 원리금 지급이 원활하게 이루어지지 않을 위험이 크며, 이로 인하여 투자원금 손실이 발생할 수 있습니다. • 투자대상국가의 시장, 정치 및 경제 상황 등에 따른 위험으로 자산가치의 손실이 발생할 수 있습니다. • 재간접형펀드는 피투자펀드 보수 및 증권거래비용 등 기타비용이 추가로 발생할 수 있습니다. 본 자료의 용도는 판매사 사내한 또는 가입고객 열람용으로 제한함.

전문 투자자 및 판매사 배포용. 본 자료는 개인투자자에게 배포될 수 없습니다. 본 자료는 베어링자산운용(BARING ASSET MANAGEMENT KOREA LIMITED)이 발행하였습니다. 본 자료는 정보제공의 목적으로 작성된 것으로 베어링자산운용이 제공하는 특정 상품이나 서비스의 판매나 투자권유를 위하여 작성된 것이 아닙니다. 본 자료의 어떤 내용도 투자 및 세금, 법적 자문이나 권유 행위로 인식될 수 없습니다.

본 자료에는 현재 의견 및 예상, 예측에 근거한 예측 정보가 포함될 수 있습니다. 당사는 예측 정보를 갱신하거나 수정할 의무가 없으며, 실제 결과는 예측 자료와 현저히 달라질 수 있음을 유념하시기 바랍니다. 당사는 여기에 인용된 제 3자로부터 얻은 정보가 발행일을 기준으로 정확하다고 판단합니다. 어떠한 투자 결정도 본 자료의 정보에 의존하여 이루어져서는 안됩니다.

베어링은 전 세계 베어링 계열사의 자산운용 및 관련 사업의 상표명입니다. BARINGS LLC, BARINGS SECURITIES LLC, BARINGS (U.K.) LIMITED, BARINGS GLOBAL ADVISERS LIMITED, BARINGS AUSTRALIA PTY LTD, BARINGS JAPAN LIMITED, BARINGS REAL ESTATE ADVISERS EUROPE FINANCE LLP, BARING ASSET MANAGEMENT LIMITED, BARING INTERNATIONAL INVESTMENT LIMITED, BARING FUND MANAGERS LIMITED, BARING INTERNATIONAL FUND MANAGERS (IRELAND) LIMITED, BARING ASSET MANAGEMENT (ASIA) LIMITED, BARING SICE (TAIWAN) LIMITED, BARING ASSET MANAGEMENT SWITZERLAND SARL, BARING ASSET MANAGEMENT KOREA LIMITED 등은 BARINGS LLC의 금융서비스 계열사로(단독으로는 "계열사") "베어링" 으로 통칭합니다.

본 자료의 내용은 독자의 투자목적, 재무상태 또는 구체적인 니즈를 고려하지 않고 작성되었습니다. 따라서, 본 자료는 투자자문, 권유, 리서치 또는 특정 증권, 상품, 투자, 투자전략 등의 적합성 또는 적절성에 대한 권고나 그러한 행위로 인식되어서는 안됩니다. 본 자료는 투자 전망 또는 예측으로 해석되어서는 안됩니다. 본 자료에 수록된 정보의 정확성을 확보하기 위해 최선의 노력을 기울였으나, 베어링은 정보의 정확성, 완전성 및 적절성을 명시적 또는 묵시적으로 보증하거나 보장하지 않습니다. 본 자료에 언급된 서비스, 증권, 투자 또는 상품은 잠재투자자에게 적합하지 않을 수 있으며 해당 관할권에서 제공되지 않을 수 있습니다.

저작권 및 상표

COPYRIGHT © 2022 BARINGS. 본 자료의 저작권은 베어링에 있습니다. 본 자료에 제시된 정보는 개인용으로 사용될 수 있으나 베어링의 동의 없이 변형, 복제 또는 배포할 수 없습니다.

BARINGS (또는 베어링)과 로고 디자인은 BARINGS의상표이며 미국 및 전 세계의 특허청에 등록되어 있습니다. 모든 저작권은 BARINGS 에게 있습니다.

베어링자산운용 준법감시인 심사필 제2022-2654557호(2022.12.26 ~ 2023.12.25)

BARINGS.COM

에서 보다 자세한 사항을 확인하세요

*2022년 9월 30일 기준