

이머징, 흔들리기만 할까 아니면 쓰러질까

2018/09/06

■ 이머징 금융불안, 전염리스크 확산 중

이머징 금융시장 불안이 확산되면서 또 다시 이머징 위기설이 고개를 들고 있음. 실제로 이머징 금융시장내 트리플 약세(주식, 채권 및 통화의 동반 약세) 현상이 뚜렷해지고 있음.

이머징 통화지수가 지난 15년말 중국발 이머징 금융불안 당시 수준을 하회하기 시작했다 는 점과 인도네시아 금융시장내 전염 리스크 가시화 현상은 이머징 금융불안 심리를 증폭 시키고 있음. 이러한 이머징 금융불안 현상을 반영하듯 이머징 신용스프레드 역시 상승 폭이 확대됨.

■ 미국의 추가 금리인상, 이머징 불안 증폭 리스크

미 연준의 금리인상 사이클도 이머징 위기 확산의 중요 원인임. 문제는 미 연준의 금리인상 사이클이 금년은 물론 최소 내년 상반기까지 지속될 공산이 높다는 점임. 이를 뒷받침 해준 것이 8월 미국 ISM제조업지수 급등임. 연말까지 미 연준의 정책금리가 50bp 상승하 고 추가로 내년 상반기 추가로 25~50bp 한다면 이머징 금융시장에는 큰 부담이 될 것임.

■ 전염 리스크 증폭될 것인가

무역갈등 불확실성 리스크 장기화와 미 연준의 금리인상 행보 지속 가능성이 이머징 위기 리스크를 증폭시키고 있음. 이를 반영하듯 당사가 이머징 금융불안의 핵심으로 간주되던 중국, 인도 및 인도네시아 중 인도네시아가 금융불안에 전염되는 분위기임. 만약 아시아 금융시장으로 금융불안이 전이된다면 국내 금융시장도 안전하지 못할 것임

이머징 금융 위기 리스크의 현실화의 관건은 결국 이머징 펀더멘탈임. 다행히 취약하지만 심각하게 우려할만한 상황은 아닌 것으로 판단됨. 양호한 원자재 가격 및 수출경기 그리고 낮은 물가압력이 이머징 펀더멘탈을 지지중임. 결국 미중 무역갈등 리스크 해소 여부와 이에 따른 중국 경기와 달러화 흐름이 이머징 금융불안의 또 다른 위기 전이 여부를 가능하는 열쇠가 될 전망이다.

이머징 금융시장이 흔들리는 현상이 이어질 공산이 높지만 아직 쓰러질 상황은 아니라는 생각임. 다만, 11월 미 중간선거 이후에도 미중 무역갈등이 지속되고 19년 미 연준의 금리 인상 기대감이 강화된다면 이머징 경제와 금융시장이 또 다른 위기에 봉착할 수 있음.

Chief Economist

박상현

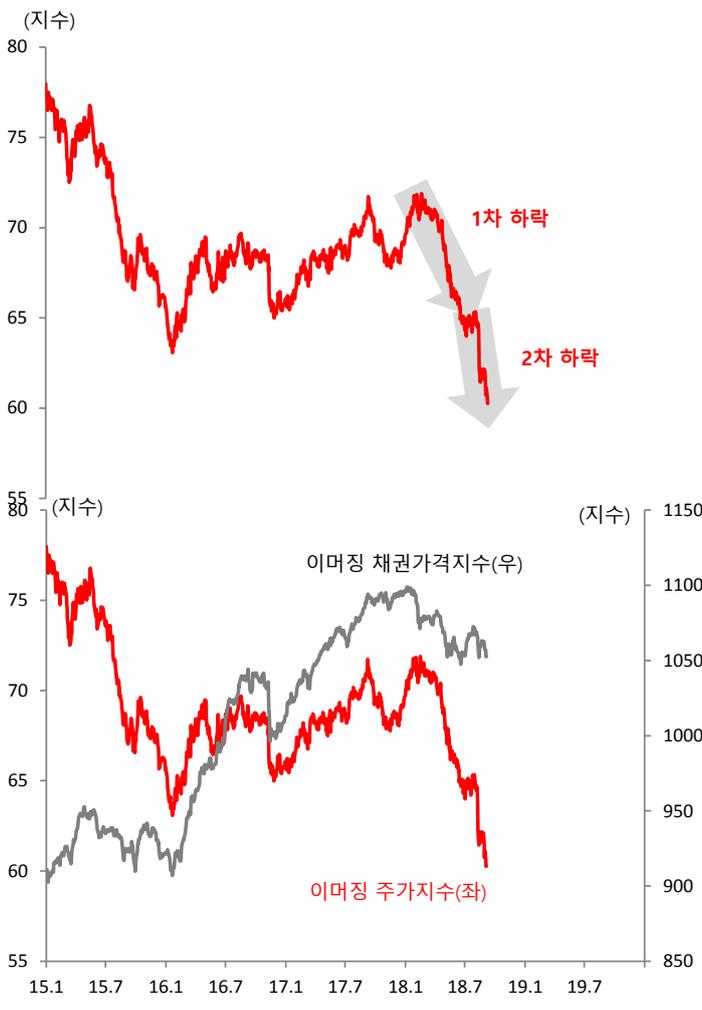
(2009-7355)

shpark@leading.co.kr

이머징 금융불안, 전염리스크 확산 중

이머징 금융시장 불안이 확산되면서 또 다시 이머징 위기설이 고개를 들고 있다. BOA는 최근 이머징 금융불안이 '97~98년 아시아 외환위기 상황과 유사한 측면이 있다고 지적하는 등 국지적 현상에 그치던 이머징 금융불안의 전염리스크가 높아지고 위기 리스크도 커지고 있다.

<그림 1> 이머징 금융시장의 트리플 약세 현상이 강화되고 있음



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

실제로 이머징 금융시장내 트리플 약세(주식, 채권 및 통화의 동반 약세) 현상이 가시화되고 있다. 무엇보다 주요 이머징 국가들의 통화 약세 현상이 심상치 않다. 아르헨티나, 터키 통화 가치가 사상 최저치를 기록한 가운데 남아공 랜드화 가치도 사상 최저치에 거의 육박했다. 더욱이 이러한 통화약세 현상이 아시아 시장으로 전이되고 있다. 중국 위안화 가치가 미중 무역갈등으로 급격히 절하되었고 인도 루피 및 인도네시아 루피아 가치는 사상 최저치를 연일 경신하고 있다.

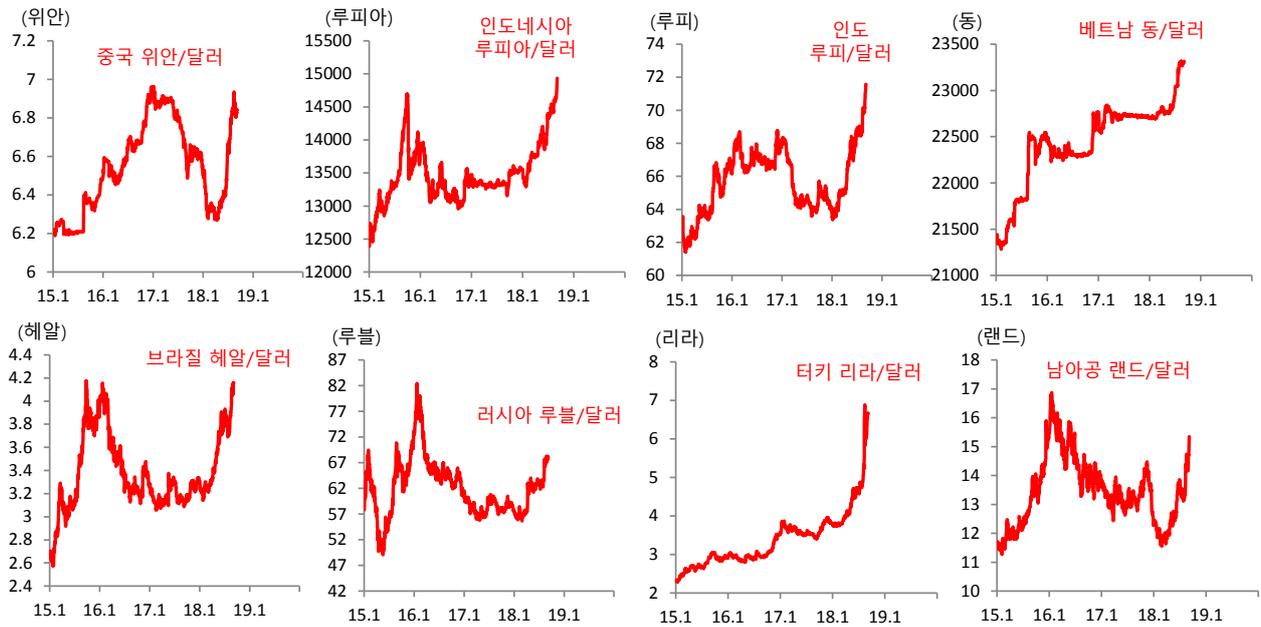
이에 따라 <그림1>의 이머징 통화가치는 연초 이후 하락세가 지속되면서 통계발표(2010년 7월 1일)이후 가장 낮은 수준까지 하락했다. 연초 미 연준의 금리인상 우려로 1차 급락세를 보였던 이머징 통화지수는 미중 무역갈등 리스크 확대와 아르헨티나 및 터키 금융불안 충격으로 2차 급락세를 보여주고 있다.

주목되는 것은 현 이머징 통화지수가 지난 15년말 중국발 이머징 금융불안 당시 수준을 하회하기 시작했다는 점이다. 이머징 통화 가치 급락세가 우려하는 이유는 통화가치는 결국 자금의 흐름을 반영하고 있기 때문이다. 즉 글로벌 자금의 탈이머징 현상이 강하게 나타나고 있음을 시사한다.

또한 통화가치 하락으로 인해 이머징 경제가 물가압력 및 비자발적 정책금리 인상에 나설 수 밖에 없음은 자칫 이머징 경제의 뇌관이라 할 수 있는 부채리스크를 촉발시킬 수 있다.

아직 물가 리스크가 현실화되고 있지 않지만 외환시장 안정을 위해 이미 일부 국가의 경우 정책금리 인상 등 시장 안정화 조치에 나서기 시작했다.

<그림 2> 불안안 이머징 환율 : 터키에 이어 인도네시아 및 인도 통화 가치가 사상 최저치를 경신중



아르헨티나와 터키가 통화 가치 안정을 위해 정책금리를 인상한 바 있고 터키는 추가 금리인상을 고려 중이다. 이처럼 의도치 않은 금리인상 정책이 여타 이머징 국가로 확산되고 있다.

<그림 3> 이머징 신용리스크를 보여주는 EMBI 스프레드도 재차 상승중



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

대표적으로 인도네시아이다. 인도네시아 금융 시장내 전염 리스크가 가시화되고 있다.

루피아 가치 안정을 위해 금년들어 4차례 금리 인상(1.25%)을 단행했던 인도네시아 중앙은행은 환율불안이 지속되면서 정부 채권 매입 등의 환율안정책을 지난 8월 31일 발표하였다. 잇따라 9월 4일에는 소비재 수입관세를 7.5~10% 인상하는 조치를 추가로 발표했다. 경상수지 적자폭을 축소하기 위한 고육책으로 해석된다.

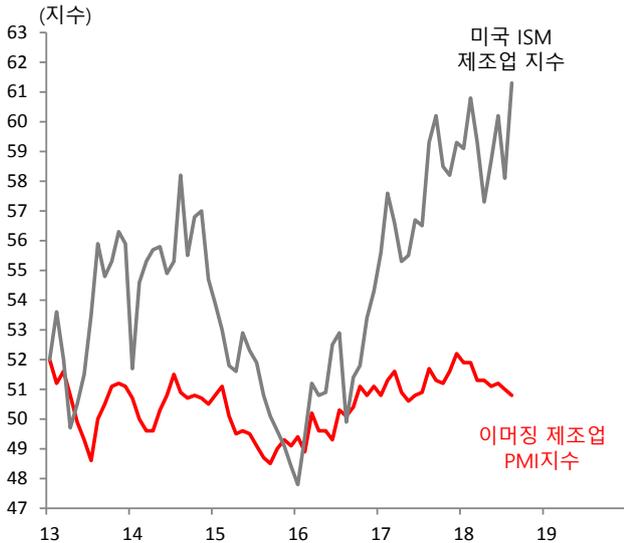
이러한 이머징 금융불안 현상을 반영하듯 이머징 신용스프레드 역시 상승 폭이 확대되고 있다. <그림3>의 JP Morgan EMBI 스프레드가 재차 상승하고 있음이 최근의 이머징 금융시장 분위기를 대변하고 있다. 다만, 2015년말보다

낮아진 이머징 통화 가치에도 불구하고 동 스프레드는 아직 2015년말~16년초 수준을 하회하고 있다.

미국의 추가 금리인상, 이머징 불안 증폭 리스크

이머징 금융불안 확산 현상에는 미중 무역갈등 및 일부 이머징 국가의 취약한 펀더멘탈도 원인이지만 미 연준의 금리인상 사이클도 이머징 위기 확산의 중요 원인으로 작용하고 있음을 부인할 수 없다.

<그림 4> 미국 경기와 이머징 경기간 차별화 현상이 더욱 확대되고 있음



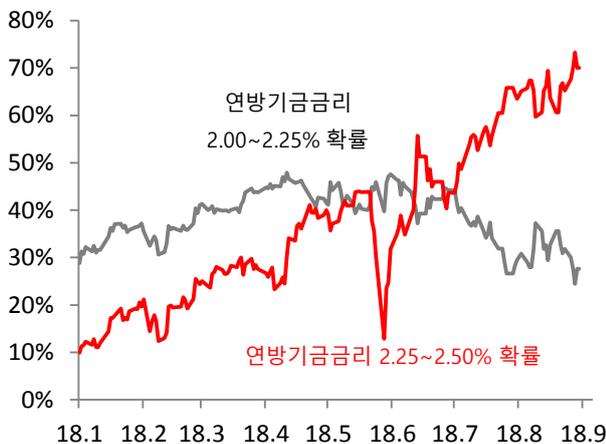
문제는 미 연준의 금리인상 사이클이 금년은 물론 최소 내년 상반기까지 지속될 수 있음이다. 이를 뒷받침해준 것이 8월 미국 ISM제조업 지수이다. 미국 8월 ISM 제조업지수는 61.3으로 14년래 최고치를 기록했다. 무역갈등 리스크에도 불구하고 미국 제조업 경기의 활황세가 이어지고 있음은 트럼프 행정부의 통상정책에 더욱 힘을 더해주는 동시에 미 연준의 추가 금리인상에도 든든한 지원군 역할을 할 것이다.

실제로 금융시장에서는 9월 FOMC회의(25~26일)에서 추가 금리인상 단행될 확률을 99%로 예상하고 있으며 12월 금리인상도 거의 기정사실화하는 분위기이다.

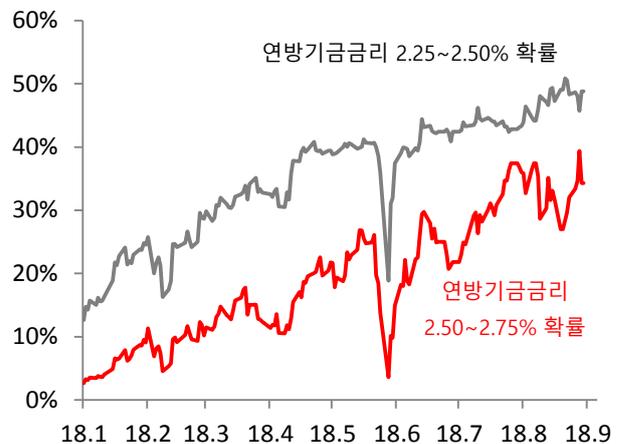
연말까지 미 연준의 정책금리가 50bp 상승하고 추가로 내년 상반기 추가로 25~50bp 한다

면 이머징 금융시장에는 큰 부담이 될 수 밖에 없다. 2.5~3% 금리수준은 글로벌 자금이 위험자산보다 달러 자산을 선택할 수 있게 하는 큰 메리트가 될 것이기 때문이다. 또한 강한 경제 펀더멘탈은 트럼프의 통상정책 지속성에 힘을 더해줄 공산이 높다.

<그림 5> 9월에 이어 12월 미 연준이 추가 금리인상에 나설 것으로 예상하는 확률이 높아지고 있음



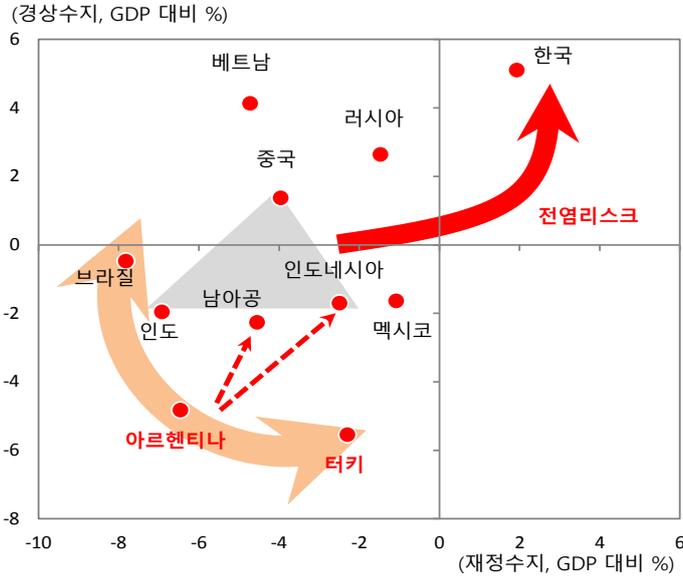
<그림 6> 금년 2차례 인상 이후 19년 3월에도 추가 금리인상이 단행될 것으로 예상하는 확률이 높아지고 있음



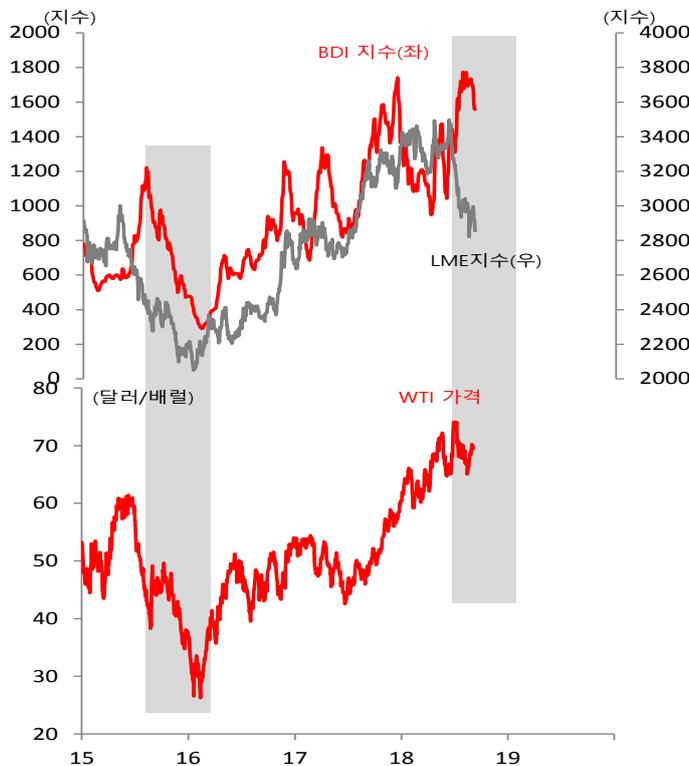
자료: CME Group, 리딩투자증권

전염 리스크 증폭될 것인가

<그림 7> 이머징 금융불안의 전염 리스크가 높아지고 있음. 국내의 경우 상대적으로 견조한 펀더멘탈을 보유하고 있지만 전염리스크에 자유로울 수 없음



<그림 8> 일부 원자재 가격이 하락하고 있지만 15년말~16년초에 비해서는 높은 수준



자료: IMF, Bloomberg, 리딩투자증권

이머징 금융불안은 현실화되고 있다. 관심은 이머징 금융불안이 여타 혹은 주요 이머징국가로 전이되면서 위기화될지 여부일 것이다. 무역갈등 불확실성 리스크가 장기화되고 있고 미 연준의 금리인상 행보가 지속될 공산이 높다는 점은 이머징 위기 리스크를 증폭시키고 있는 것은 분명하다.

당사의 8월 20일자 보고서(방안의 코끼리 (Elephant in the room) 가 있나?)에서도 지적한 바와 같이 이머징 금융불안의 확산, 전염 리스크 확산이 뚜렷해지고 있다. 무엇보다 당사가 이머징 금융불안의 핵심으로 간주되던 중국, 인도 및 인도네시아 중 인도네시아가 금융불안에 전염되는 분위기이다.

만약 아시아 금융시장으로 금융불안이 전이된다면 국내 금융시장도 안전하지 못할 것이다. 국내 경제가 과거와 달리 건전한 펀더멘탈을 보유하고 있어 전염 리스크를 방어할 수 있다고 하지만 아시아 금융불안이 현실화된다면 전염 리스크에서 자유로울 수 없다. 특히, 국내 내수 등 경기둔화 압력이 현실화되고 있음을 감안할 때 아시아 지역 금융불안에 국내 금융시장은 취약할 수 밖에 없다.

이머징 금융 위기 리스크의 현실화의 관건은 결국 이머징 펀더멘탈일 것으로 판단하는데 다행히 취약하지만 심각하게 우려할만한 상황은 아닌 것으로 판단된다.

우선, 이머징 경제 펀더멘탈과 높은 상관관계를 가지고 있는 원자재 가격의 경우 지난 15년말~16년초반에 비해서는 상대적으로 양호하다. 15년말~16년초 이머징 불안이 중국 불안과 더불어 원자재 가격 급락에서 비롯되었지만 다행히 최근 원자재 가격은 15년말 수준을 상회하고 있다.

각종 원자재 가격이 향후 추가로 하락하면서 이머징 경제 펀더멘탈을 더욱 악화시킬 가능성을 배제할 수 없지만 단기적으로 원자재 가격이 급락할 가능성은 낮아 보인다.

이머징 수출 경기 역시 아직 견조하다. 무역갈등 불확실성 확대에도 불구하고 주요 이머징 수출증가율은 양호한 흐름을 유지중이다. 이머징 국가들이 대부분 수출의존도가 높다는 점을 감안할 때 양호한 수출 경기는 이머징 경제와 금융시장의 중요한 버팀목 역할을 할 것이다. 다만, 미중 무역갈등이 장기화된다면 4분기들어 이머징 수출경기가 악화될 가능성은 배제할 수 없다.

물가압력이 높지 않다는 점도 주목할 필요가 있다. 물가불안이 현실화되면서 이머징 국가들이 금리를 인상할 수 밖에 없다면 내수 경기가 급격히 위축되고 경기에도 악영향을 미칠 것이다. 더욱이 금리상승은 주택가격 등 일부 자산가격에도 악영향을 미치면서 이머징 펀더멘탈을 급격히 악화시킬 수 있다. 다행스럽게 <그림11>의 주요 이머징국가의 소비자물가를 보더라도 터키를 제외하고 대부분 안정세가 유지되고 있다. 이머징 국가들이 서둘러 금리 인상을 나설 필요성을 낮추어준다는 점에서 이전 위기 당시와는 차별화되는 부문이다. 그러나 통화 가치 하락 영향이 시차를 두고 물가에 부담을 줄 수 있어 물가 흐름도 예의 주시할 필요가 있다.

마지막으로 중국 정부가 부양기조로 선회하고 있음도 이머징 금융불안 확산을 저지하는데 기여할 것이다.

<그림 9> 미중 무역갈등의 장기화 여부와 이에 따른 달러화 흐름이 이머징 금융불안 확산에 중요 변수



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

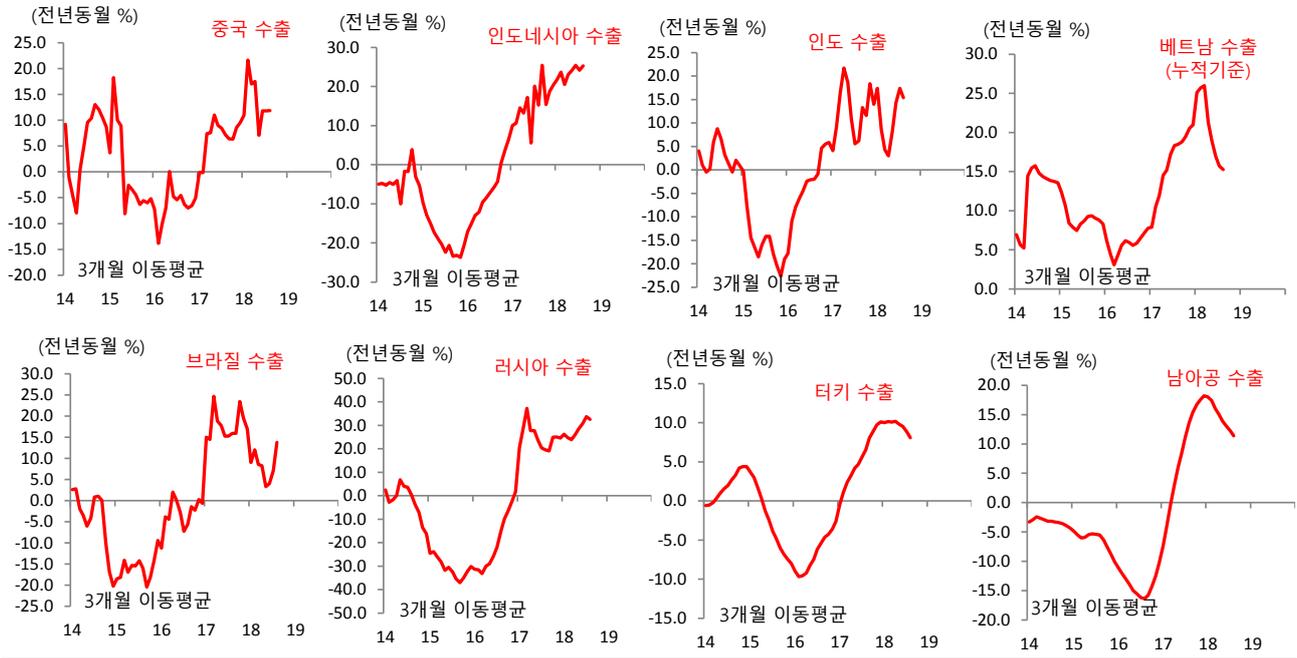
요약하면 이머징 금융불안이 확산되면서 위기 리스크 혹은 전염 리스크가 증폭되고 있는 것은 분명하다. 다만, 이머징 경기가 둔화되고 있지만 전염 리스크에 극도로 취약한 펀더멘탈은 아니다.

결국 미중 무역갈등 리스크 해소 여부와 이에 따른 중국 경기와 달러화 흐름이 이머징 금융불안의 또 다른 위기 전이 여부를 가늠하는 열쇠가 될 전망이다. 또한 미 연준의 금리인상 사이클, 특히 19년 금리인상 강도가 이머징 금융불안 확산에 중요 변수일 것이다.

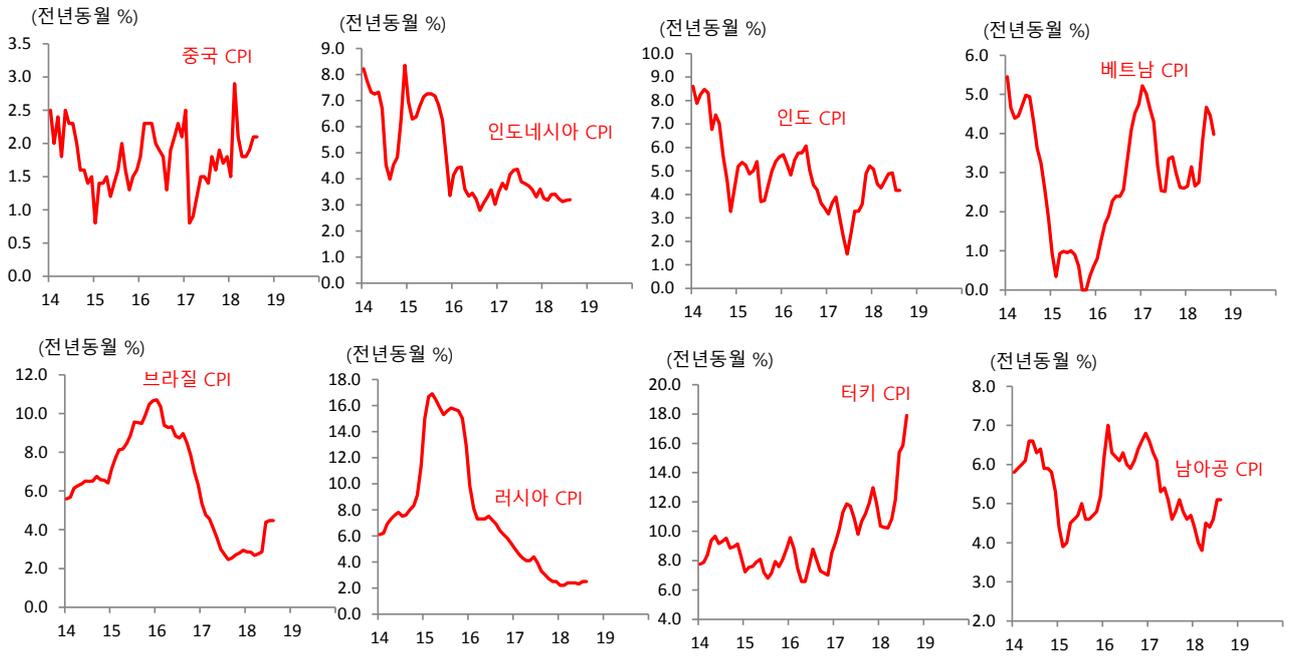
이머징 금융시장이 단기적으로 흔들리는 현상이 이어질 공산이 높지만 아직 쓰러질 상황은 아니라는 생각이다. 다만, 11월 미 중간선거 이후에도 미중 무역갈등이 지속되고 19년 미 연준의 금리인상 기대감 역시 강화된다면 이머징

경제와 금융시장이 또 다른 위기에 봉착할 가능성이 있다.

<그림 10> 주요 이머징 국가의 수출경기는 양호한 수준을 유지중. 미중 무역갈등 영향이 이머징 수출 경기에 시차를 두고 영향을 미칠 지를 주목



<그림 11> 터키 등 일부 국가를 제외하고 대부분의 이머징 국가들의 물가는 안정세 유지중



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

▶ **Compliance Notice**

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.