

Global X ETFs 리서치

Global X Emerging Market Bond ETF (EMBD) 소개

작성자:

Rohan Reddy
리서치 애널리스트

날짜: 2020년 6월 30일

주제: **인컴, 국제**



2008년 글로벌 금융위기 이후, 경제 성장 촉진을 위해 금리를 전례 없이 낮은 수준으로 유지하는 글로벌 통화정책이 이어져 왔습니다. 하지만 이러한 정책의 부작용으로 인해 인컴 중심 투자자들은 유의미한 수준의 수익을 창출할 수 있는 투자 대상을 찾기 위해 고군분투해 왔습니다. 정부채, 지방채 및 회사채가 전통적으로 인컴 중심 포트폴리오의 대부분을 구성하여 왔는데 이제는 수익률이 4%를 훨씬 하회하는 것이 보통입니다. 수익률 4%는 필요한 은퇴 인컴을 유지하기 위해 포트폴리오 매니저들이 흔히 목표로 삼는 수준입니다. 따라서, 투자자들은 계속해서 멀리 보고 대체 인컴을 찾아야 합니다. 본 보고서에서는 신흥시장 채권이 투자자의 포트폴리오에 대하여 인컴을 창출하고 다양성이라는 혜택을 제공하는 데 있어 어떻게 중요한 역할을 할 수 있는지 분석할 것입니다.

본 보고서에서 다루는 주제의 내용:

- 신흥시장 채권 자산군의 개요
- 포트폴리오에서 신흥시장 채권의 역할: 고수익과 분산투자
- 신흥시장 채권 분야에 대한 적극적인 접근법을 믿는 이유
- 당사의 전망과 신흥시장 경제 및 현재 거시경제 환경에 영향을 주고 있는 주요 요인

신흥시장 채권은 글로벌 채권 시장의 주요 부분임

글로벌 채권 시장은 약 117조 달러에 이르며, 그 중 신흥시장 발행액은 26조 달러로서 22%를 차지합니다.¹ 이 수치는 주식 부문과 비슷합니다. 글로벌 상장 주식은 2018년 말 기준으로 총 시가총액이 약 75조 달러이며, 그 중 신흥시장 주식은 24%를 차지합니다.² 2009년 이후, 신흥시장 채권은 나머지 글로벌 채권 시장에 비해 3배 성장하였습니다. 이는 중국, 브라질 및 인도와 같은 국가들의 경제가 크게 성장하였고, 이에 필요한 자금을 조달하는 수단으로 채권이 중요한 역할을 하였기 때문입니다.³



국가별 신흥시장 채권(단위: 조 달러)

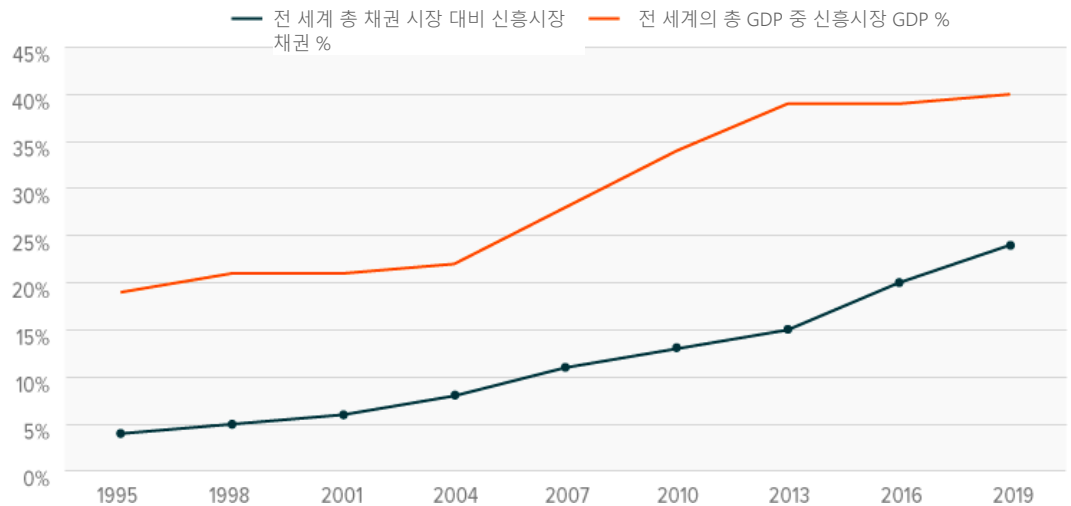
출처: Global X ETFs, 국제결제은행. 2019년 3분기 말 기준 데이터.

- 기타 19%
- 인도네시아 1%
- 대만 1%
- 말레이시아 1%
- 태국 2%
- 러시아 2%
- 멕시코 3%
- 인도 4%
- 한국 7%
- 브라질 8%
- 중국 52%



전 세계에서 신흥시장 채권 및 GDP 가 차지하는 비율(%)

출처: MENAFN, IMF, Bloomberg. 1995년 말에서 2019년 말까지 데이터



글로벌 거시경제 내에서 신흥시장 경제의 존재감이 커지고 글로벌 자본시장 내에서 신흥시장



채권의 비중이 늘어남에 따라 투자자들에게는 신흥시장 채권시장 내의 주요 부문을 이해하는 것이 중요합니다. 태환 통화 채권 대비 현지 통화 채권의 차이점과 정부채 대비 회사채의 차이점이 고려해야 할 두 가지 주요 사항입니다.

미 달러 표시 채권 대 현지 통화 채권

신흥시장 채권은 태환 통화 또는 현지 통화로 발행될 수 있습니다. 태환 통화 채권은 미달러와 같이 주요 통화로 발행되는 반면에 현지 통화 채권은 채권을 발행하는 국가의 통화로 발행됩니다. 오늘날 신흥시장 채권의 83%가 현지 통화로 발행됩니다. 이러한 숫자는 중국의 영향이 큰데, 중국은 신흥시장 채권의 50% 이상을 차지하며 물량의 90% 이상이 현지 중국 위안화로 발행됩니다.⁴ 중국을 제외한 신흥시장 채권은 현지 통화 대비 태환 통화의 비율은 약 7:3 정도입니다.

투자자 입장에서는 미달러 표시 채권과 현지 통화 채권 투자에 대한 선택에 따라 리스크 익스포저가 결정됩니다. 미달러 채권은 원리금을 미달러로 지급하므로 통화 리스크가 미달러 기반 채권자(채권 매수자)로부터 현지 채무자(채권 발행자)로 이전됩니다. 많은 개발도상 시장 통화와 연관된 변동성을 고려할 때 이는 신흥시장 채권에게 매우 중요합니다. 하지만 한 국가의 통화가 미달러 대비 상당히 약세를 띠는 경우, 발행자가 원리금을 지급하기 위하여 미 달러를 매입하는 것이 매우 비싸져 신용 이벤트가 발생할 가능성이 있습니다. 그에 반해, 현지 통화 채권은 원리금을 현지 통화로 지급합니다. 즉, 미달러 기반 채권자(채권 매수자)는 해당 국가 통화의 리스크를 지게 됩니다. 개발도상 국가의 통화가 미달러 대비 절상되거나 절하되면 미달러 기반 투자자의 수익에 영향을 주게 됩니다. 이로 인해 현지 통화 채권은 변동성이 더 심해지고 투자자의 포트폴리오에 있는 기타 인컴 중심 포지션과의 상관관계가 작아지게 됩니다.



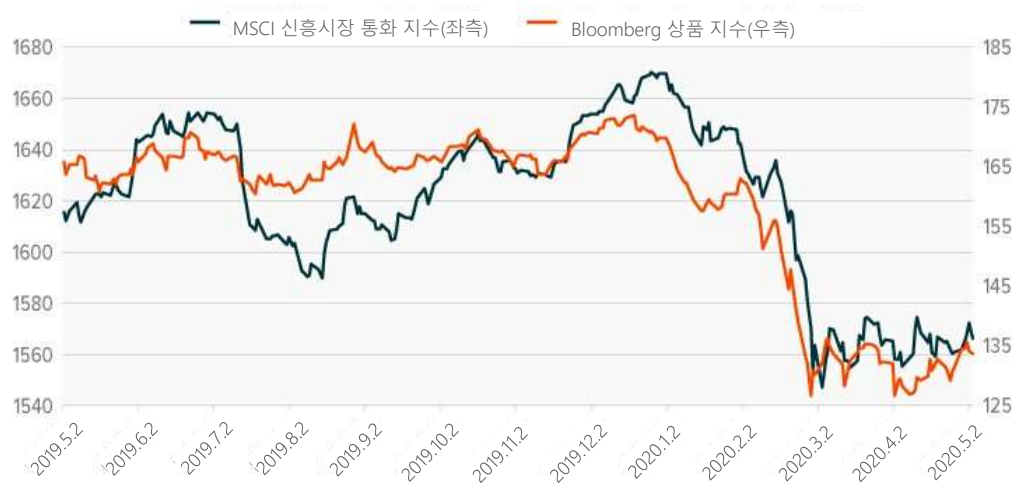
	10 년물 변동성	7~10 년물 미국채 지수와의 상관관계
USD 신흥시장	8.04%	0.23
현지 신흥시장 채권	10.29%	0.08

출처: Bloomberg, 2010.5.28~2020.5.28 데이터. 미달러 신흥시장은 JPMorgan EMBI 글로벌 코어 지수가 대표하며, 현지 신흥시장 채권은 JPMorgan 정부채 지수 신흥시장 글로벌 케어가 대표함.

신흥시장의 통화 가치는 상품 가격, 정치적 안정, 경제력, 인플레이션 및 미국의 통화 정책과 같은

상품 가격에 대한 신흥시장 통화 관계

출처: Bloomberg, 2019.5.22~2020.5.22 데이터.



다양한 요인에 의해 결정됩니다. 역사적으로, 상품 가격은 영향력이 가장 큰 요인 중 하나입니다. 많은 신흥시장이 상품을 수출하며 신흥시장의 경제 및 사회가 원자재 판매에서 나오는 수입에 크게 의존하기 때문입니다. 아래의 그래프는 신흥시장 통화와 상품 가격 사이의 관계를 보여줍니다.⁵ 2009년과 2019년 사이에 신흥시장 통화 지표는 상품 가격과의 상관관계가 0.58이었습니다. 따라서, 현지 통화 채권은 종종 미달러 표시 채권보다 상품과의 상관관계가 더 큼니다.

정부 대비 기업채 발행

신흥시장 채권 발행은 정부 발행 48%, 회사 발행 52%로 대략 비슷합니다.⁶ 정부채는 콜롬비아 공화국과 같은 정부 기관이나 100% 국가 소유 기업과 같은 준정부 기관이 발행합니다. 회사채는 현지의 금융기관, 에너지 회사, 통신사업자 등과 같은 민간 기업이 발행합니다. 선진시장에서와 마찬가지로 신흥시장 정부채는 통상적으로 같은 국가에 있는 기업보다는 신용등급이 높으므로 수익률이 낮습니다.

따라서 신흥시장 회사채는 수익률을 강화하고 다양한 섹터 및 발행자들로부터의 독특한 익스포저를 제공하는 데 도움이 되지만 리스크 역시 추가될 수 있습니다.

정부 대비 기업 발행

신흥시장 채권 발행은 정부 발행 48%, 회사 발행 52%로 대략 비슷합니다.⁶ 정부채는 콜롬비아 공화국과 같은 정부 기관이나 100% 국가 소유 기업과 같은 준정부 기관이 발행합니다. 회사채는 현지의 금융기관, 에너지 회사, 통신사업자 등과 같은 민간 기업이 발행합니다. 선진시장에서와 마찬가지로 신흥시장 정부채는 통상적으로 같은 국가에 있는 기업보다는 신용등급이 높으므로 수익률이 낮습니다.

따라서 신흥시장 회사채는 수익률을 강화하는 데 도움이 되고 다양한 섹터 및 발행자들로부터의 독특한 익스포저가 발생하지만 리스크도 추가될 수 있습니다.

포트폴리오에서 신흥시장 채권의 역할: 고수익 및 분산투자

신흥시장은 선진시장에 비해 리스크가 더 큰 경향이 있다는 점 때문에 통상적으로 투자자들은 신흥시장 채권에 투자함으로써 더 높은 수익을 거둡니다. 아래 도표에서 신흥시장 채권이 현재 가장 높은 수익을 내는 채무증권 자산군 중 하나라는 점을 알 수 있습니다. 신흥시장 채권 전략이 인컴 중심 포트폴리오의 중요한 구성요소가 될 수 있습니다. 특히 선진시장 채권 수익률이 역사상 가장 낮은 수준인 저금리 환경에서는 더욱 그러합니다.

신흥시장 채권 수익률 대비 미국 채권 수익률 부문

출처: Bloomberg. 2020년 5월 22일 기준 데이터. 하이일드는 블룸버그 바클레이 미국 회사채 하이일드 지수로 측정함. 신흥시장 미달러 국채는 블룸버그 바클레이 신흥시장 미달러 종합 지수로 측정함. 우선주는 ICE 고정 배당 우선주 지수로 측정함. 투자등급 채권은 블룸버그 바클레이 미국 회사채 지수로 측정함. 지방채는 블룸버그 바클레이 지방채 지수로 측정함. MBS는 블룸버그 바클레이 미국 MBS 지수로 측정함. 전환사채는 블룸버그 바클레이 미국 전환사채 지수로 측정함. 국채 호가 수익률. 최저 수익률로 측정함 수익률.



인용한 데이터는 과거 실적을 나타냅니다. 과거의 실적이 미래의 결과를 보장하지는 않습니다.

신흥시장 채권은 높은 수익률을 제공할 가능성 외에 특정 분산투자의 이점도 제공합니다. 신흥시장 채권은 과거 미국 국채와 기타 고수익 자산군과의 상관관계가 낮았습니다. 많은 고수익 자산군은 상호간에 플러스 상관관계를 보였으며 미국 금리에 의해 심한 영향을 받았습니다. 신흥시장 채권과 이러한 기타 인컴 중심 자산군과의 낮은 상관관계는 신흥시장 채권이 포트폴리오의 리스크 소스를 다각화하는 데 중요한 역할을 할 수 있음을 보여줍니다.

자산군 상관관계(1 년물)

출처: Bloomberg, 2020 년 3 월 31 일 기준 데이터.

자산군	하이일드 채권	고정 배당 우선주	신흥시장 채권	리츠	회사채	미국 주식	고배당 주식	MLP
하이일드 채권	1.00	-0.54	0.71	-0.61	-0.35	-0.62	-0.62	-0.59
고정 배당 우선주	-0.54	1.00	-0.72	0.73	0.47	0.63	0.60	0.70
신흥시장 채권	0.71	-0.72	1.00	-0.63	-0.58	-0.55	-0.56	-0.65
리츠	-0.61	0.73	-0.63	1.00	0.28	0.88	0.88	0.61
회사채	-0.35	0.47	-0.58	0.28	1.00	0.08	0.11	0.13
미국 주식	-0.62	0.63	-0.55	0.88	0.08	1.00	0.98	0.64
고배당 주식	-0.62	0.60	-0.56	0.88	0.11	0.98	1.00	0.57
MLP	-0.59	0.70	-0.65	0.61	0.13	0.64	0.57	1.00

자산군을 대표하는 지수는 아래와 같습니다. MLP 는 S&P MLP 지수, 하이일드 채권은 블룸버그 바클레이 미국 기업 하이일드 채권 지수, 신흥시장 채권은 J.P. Morgan EMBI 글로벌 코어 지수, 회사채는 블룸버그 바클레이 미국 회사채 지수, 리츠는 FTSE NAREIT All Equity REITs 지수, 고배당 주식은 MSCI USA 고배당 수익 지수, 미국 주식은 S&P 500 지수, 10 년물 국채는 10 년물 정부채 어음, 우선주는 BofA Merrill Lynch 고정 배당 우선주 지수입니다.

분산투자를 통해 이익이 발생하거나 손실이 발생하지 않는다는 보장은 없습니다.

고수익 가능성과 분산투자 이점에도 불구하고 투자자들은 자신의 포트폴리오에 있는 신흥시장 채권을 종종 자산군의 규모에 비해 비중을 적게 둡니다. 앞에서 언급한 바와 같이, 신흥시장 채권의 시장 규모는 26조 달러로서 글로벌 채권 시장의 22%를 차지하지만 하이일드 채권(1조 6천억 달러) 및 선순위 대출(1조 3천억 달러)과 같이 훨씬 작은 규모의 자산군과 유사한 정도의 배분만 이루어집니다.

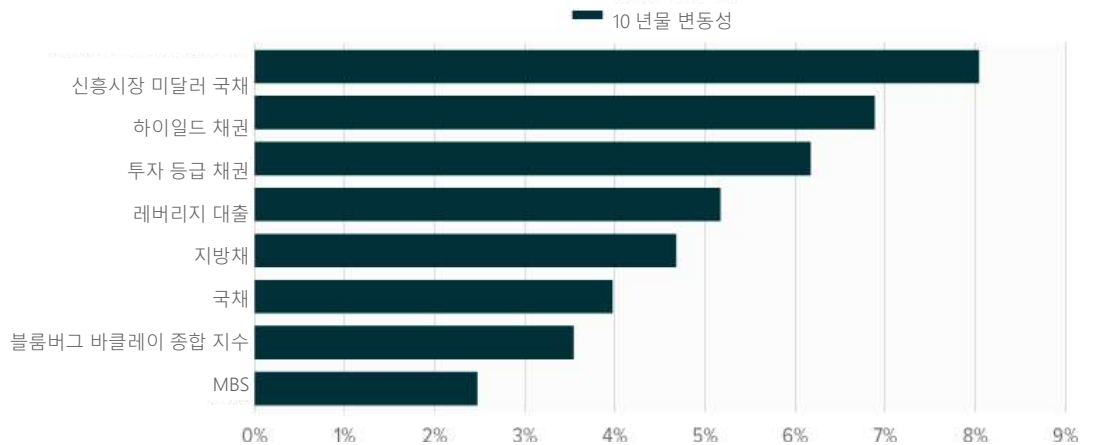


신흥시장 채권의 비중이 적은 이유는 동 자산군이 채권의 다른 부문보다 더 위험한 경향이 있다는 점으로 설명할 수 있을 것입니다. 과거에 신흥시장 채권이 다른 많은 채권 부문보다 변동성이 높았다는 점은 사실입니다. 그렇지만 이 자산군이 기타 주요 채권 부문과의 상관관계가 낮다는 점을 고려하면 포트폴리오에서 이런 변동성의 영향을 훨씬 줄일 수 있습니다.



자산군 변동성

출처: Bloomberg. 2020년 5월 28일 기준 데이터. 데이터는 장기 변동성을 기초로 주 단위로 측정되었음. 하이일드는 블룸버그 바클레이 미국 회사채 하이일드 지수로 측정함. 레버리지 대출은 S&P/LSTA 레버리지 대출 지수로 측정함. 신흥시장 미달러 국채는 JPMorgan EMBI 코어 지수로 측정함. 투자등급 채권은 블룸버그 바클레이 미국 회사채 지수로



신흥시장 채권에 대한 적극적인 접근법을 믿는 이유

신흥시장 채권 자산군의 독특한 특징을 감안하면 투자 프로세스에 다음과 같은 잠재적 가치를 추가할 수 있다고 생각합니다.

- 유동성 모색:** 정부가 발행하든 회사가 발행하든, 많은 신흥시장 채권은 거래가 자주 일어나지 않으므로 투자자는 만기까지 보유할 계획을 세워야 할지도 모릅니다. 또한, 신흥시장 채권 거래는 거래소에서 매매되지 않고 '장외'에서 가격 협상이 이루어집니다. 그러므로 포트폴리오 매니저는 포지션을 매력적인 가격에서 매매하려면 이러한 유동성 제한을 조심스럽게 처리해야 합니다.
- 가격 하락 리스크 완화:** 정상적인 여건 하에서 신흥시장 채권은 일정에 따라 표면 이자를 지급하고 만기에 원금을 반환합니다. 경기 침체 시에는 신흥시장 채권이 연체될 수 있어 투자자들은 투자액의 상당한 부분에서 손실을 볼 수 있습니다. 이렇듯 리스크와 수익간의 왜곡된 상관 관계로 인해 리스크 완화가 매우 중요하며, 포트폴리오 매니저는 광범위한 거시 및 미시 차원의 분석을 통해 신용 이벤트를 회피할 수 있습니다.
- 특이성 이해:** 각 신흥시장 채권은 고유한 특성이 존재합니다. 태환 통화 채권 또는 현지 통화 채권인지 여부, 발행인에 따라 국채, 준국채 또는 회사채인지 여부, 이표일과 만기일을 비롯해 최근 발행된 채권(지표물) 또는 오래 전에 발행된 채권(경과물)인지 여부 등과 같이 고려해야 할 사항이 다양합니다. 각각의 이러한 특성은 리스크와 수익 프로필에 영향을 줄 수 있으므로 반드시 고려해야 합니다.

신흥시장 채권: 주요 요인 및 촉매제

코로나19 팬데믹과 상품가격의 하락, 글로벌 무역 침체로부터 파생된 영향은 변동성을 악화시키고 신흥시장 전반에서 경제적 전망을 어둡게 만들었습니다. 신흥시장 채권은 외부 수요의 변화와 글로벌 시장의 변동성에 더 민감한 경향이 있지만 동일하게 영향을 받지 않습니다. **각 국가는 자신만의 고유한 정치적, 경제적, 인구통계학적 고려사항이 있기 때문입니다.** 그러나 높아진 변동성과 특이한 리스크는 적극적인 운용 접근법을 통해 신흥시장 채권 자산군이 얻을 수 있는 가치를 더 잘 보여줍니다. 리스크와 수익이 국가별로 크게 다르기 때문입니다. 따라서 당사는 다음 요인이 신흥시장 채권 리스크와 수익을 추구하는 데 큰 역할을 할 수 있으리라 생각합니다. 코로나19 팬데믹으로 인해 글로벌 경제와 신흥시장 전반에 불확실성이 생겼다는 점을 주목하는 것이 중요합니다.

장기 성장 가능성: 장기적으로 신흥시장은 젊은이가 많은 인구구조, 중산층의 성장, 풍부한 천연자원 면에서 여전히 매력적입니다. 또한 많은 신흥시장은 수출 주도형 경제에서 소비자 중심 및 서비스 중심 경제로 변화하고 있는 중입니다. 글로벌 인구의 약 85%가 신흥시장에서 살고 있으며, 신흥시장은 글로벌 GDP의 40%를 담당하고 있습니다. 투자자 포트폴리오에 신흥시장을 편입해야 하는 중요성을 과소 평가하면 안 됩니다. 기술 추세, 도시화 및 소비로 인해 성장 기회가 침체된 선진시장에서 더 동적인 신흥시장으로 점점 옮겨가고 있는 중이기 때문입니다. 하지만, 각 국가가 직면한 독특한 기회와 지속적인 성장에 대한 어려움 때문에 신흥시장의 성장률은 크게 다릅니다.

통화정책: 일부 신흥시장 중앙은행은 대외 부채가 많아 통화 및 경제 안정성을 달성하기 위한 수단이 적으므로 통화 움직임에 더 민감합니다. 금리 인하를 고려 중인 신흥시장 중앙은행은 통화 가치 하락과 현지 경제에 대한 부양책 제공의 영향을 저울질해야 합니다. 이러한 상쇄 효과로 인해 중앙은행은 실수를 감당할 수 있는 여유가 없으며, 일부 경우에는 최후의 대출자로서 IMF와 같은 국제기구에 의지해야 합니다. 신흥시장 통화정책은 제한적이지만 중앙은행은 종종 재빠르게 구조적인 개선과 정책적인 개선을 선도하곤 합니다. 몇몇 아시아 경제는 아시아 금융위기 후에 향후 위기 가능성에 대처하기 위해 전체 부채를 줄이고 외환 보유고를 높게 유지하여 그러한 약점을 해결하였습니다.

선진시장의 통화정책이 신흥시장에도 영향을 줄 수 있다는 점을 고려하는 것이 중요합니다. 예를 들어, 미달러를 강화하는 정책은 상품 수출 주도 신흥시장뿐만 아니라 미달러 표시 채권이 많은 신흥시장을 악화시킬 수 있습니다.

정치적 위험 발생: 정치적 위험은 지역, 국가, 심지어 행정부에 따라 다릅니다. 거시 차원에서 미국과 중국 사이의 대립 심화로 인해 많은 신흥시장은 조심스럽게 입장을 선택해야만 합니다. 이는 무역, 투자 및 국방에 영향을 줄 수 있기 때문입니다.

국내 차원에서는 불평등 심화, 의료 비용 상승, 단순 작업의 자동화 추세로 인해 정치적 불안이 더 커질 수 있습니다. 최소한 이러한 부문 전반에서 적절한 다각화를 유지하고 선거와 사회적 추세를 모니터링하는 것은 신흥시장 채권 자산군에 대한 투자 프로세스에서 중요한 역할입니다.

통화 변동성: 금리와 통화가 변동함에 따라 현지 통화도 변동하며 이에 따라 현지 통화 표시 채권의 가치는 더욱 민감하게 변동하기 때문에 채권 투자자들의 수익에 악영향을 미칠 수 있습니다. 글로벌 시장이 큰 변동성을 보이는 기간 동안 현지 통화 표시 부채보다 더 안정적인 경향이 있는



미달러 표시 부채를 주로 활용함으로써 투자자들은 변동성이 높아진 기간 중에도 이러한 리스크 일부를 줄일 수 있습니다. 마찬가지로 신흥시장의 금리 인하는 무역과 관련하여 긍정적인 효과가 있을 수 있습니다. 금리 인하가 경제적 우려를 지울 수 없지만, 통화 가치 절하는 일부 신흥시장이 경쟁력을 더 갖도록 하고 경상계정의 불균형을 개선할 수 있습니다. 규모가 작은 신흥시장의 경우에는 특히 더 그러한데 통화 가치 절하로 수출 가격이 더 낮아지거나, 지역 전반 또는 작은 국가 간에 무역 협정 또는 연합체 체결이 장려됨으로써 무역 협력이 확대되기 때문입니다.



결론

신흥시장 채권은 채권 자산군에서 중요한 위치를 차지하고 있으며 비중이 커지고 있습니다. 신흥시장의 경제가 계속 성장함에 따라 신흥시장 채권은 글로벌 자본 시장에서 점점 역할이 커지고 있습니다. 또한 신흥시장 채권이 제공하는 고수익 및 분산투자의 특징이 인컴 중심 투자자들에게 특히 이점으로 작용할 것입니다.

하지만 신흥시장 채권에 접근하려면 더 많은 주의를 기울여야 한다는 것은 사실입니다. 유동성 제한, 비대칭적인 리스크, 발행 전반에 있어서의 상당한 특이성으로 인해 투자에 대해 완벽하게 조사해야 하고 적극적인 운용을 통해 위험 조정 수익을 향상시킬 수 있는 조건을 만들어야 합니다. 글로벌 거시 경제적 주제, 기본적인 국가 분석, 회사채와 정부채 간 상대적 밸류에이션, 상향식 증권 분석, 포트폴리오의 지속적인 검토를 고려하는 노련한 포트폴리오 매니저는 이 중요한 자산군에 접근할 수 있는 강력한 접근법을 제공하리라 믿습니다.



투자에는 원금 손실 가능성을 포함한 리스크가 수반됩니다. 소셜 커머스 및 관련된 회사는 기술의 급격한 변화, 극심한 경쟁, 제품 및 서비스의 급속한 노후화, 지적재산 보호 상실, 빈번한 신제품 출현에 맞닥뜨릴 가능성이 있습니다. 또한 리스크에는 하드웨어 또는 소프트웨어 고장에 의하여 야기되는 서비스 중단, 제3자에 의한 서비스 중단 또는 지연, 소셜 미디어 회사들이 관리하고 전송하는 특정 개인정보, 민감한 정보, 독점 및 비밀 정보에 관련된 보안 침해, 개인정보보호 관련 우려 사항 및 법률, 인터넷 규제의 진화, 그러한 회사들의 운영을 제한하거나 달리 영향을 줄 수 있는 기타 외국 및 국내의 규정이 포함됩니다. 국제 투자에는 통화 가치의 불리한 변동, 일반회계원칙의 차이, 또는 다른 국가의 경제적 또는 정치적 불안정으로 인해 자본 손실을 입을 리스크가 수반됩니다.

-
1. Bank of International Settlements. 2019년 3분기 기준 데이터.
 2. SIFMA. 2018년 말 기준 데이터.
 3. SIFMA. 2009년 말부터 2018년 말까지 데이터.
 4. Global X ETFs, Bank of International Settlements, Bloomberg.
 5. Bloomberg. MSCI 신흥시장 통화 지수 및 블룸버그 상품 지수로 측정. 2008년 12월 31일부터 2019년 12월 31일까지의 데이터.
 6. Bank of International Settlements. 2019년 3분기 기준 데이터.
 7. PIMCO. 2018년 말 금융 전문가 설문조사 데이터. "Focused or Fuzzy? The Importance of Defining Objectives in Fixed Income Portfolios."
 8. Mirae Asset Global Investments, 2020년 5월 기준.
 9. Mirae Asset Global Investments. 2019년 9월 기준 데이터.

