

# 신흥국 투자전략

## 중국이 쏘아올린 저금리의 신호탄

### EM, 각자도생(各自圖生)을 위한 기회를 잡아라

중국이 그간 용인하지 않던 포치(破七)의 벽을 허물었다. 이에 기다렸다는 듯이 글로벌 중앙은행들의 금리인하가 본격적으로 단행되고 있다. 지난 7일 뉴질랜드 중앙은행은 50bp 금리 인하를 단행, 시장 예상치인 25bp 상회하는 큰 폭의 금리인하를 단행하였다. 동결을 예상했던 태국 중앙은행과 필리핀 또한 각각 25bp 금리 인하를 단행하였다. 더 놀라웠던 점은 연초 이후 총 3차례 금리 인하를 단행하였던 인도 중앙은행의 공격적인 부양기조였다. 인도 중앙은행 총재는 ‘25bp는 충분하지 않다’는 입장과 함께 35bp 금리 인하를 단행하였다. 2013년 유로존 위기 이후 신흥국들의 재정수지, 단기의 채비율이 일부 국가(터키, 아르헨티나)를 제외하고 낮아진 점을 감안하였을 때, 신흥국 중앙은행들의 금리 인하에 따른 급격한 통화절하 가능성은 제한적일 것이다. 다만 글로벌 경기가 둔화하고 있는 국면에서는, 신흥국도 여타 선진국가들과 마찬가지로 통화정책만으로 경기회복을 도모하기에는 다소 무리가 있다. 한국, 대만, 태국 등 일부 중앙은행의 기준금리는 과거 금융위기 이후 저점레벨에 거의 도달한 상황이다. 또한 부채 구조를 살펴보면 홍콩, 중국, 한국 등 주요 아시아 국가는 가계와 기업부채의 비중이 상대적으로 높기에 통화정책으로 민간소비심리 회복을 도모하는 것은 예전 대비 제약이 많다. 이에 통화정책 뿐 만 아닌, 재정정책 여유가 있는 국가들의 경기 턴어라운드가 좀 더 빠르게 진행될 가능성이 높다고 판단한다. 재정 및 통화정책이 경기에 반영되는 시간을 통상적으로 ‘정책시차’라고 한다. 정책시차는 다시 정책이 수립되기까지 걸리는 시간을 뜻하는 내부시차, 정책효과가 나타나는데 걸리는 시간인 외부시차로 나뉘진다. 통상적으로 재정정책은 정부예산 등이 의회에서 통과되기 전까지 상대적으로 긴 시간이 소요되지만, 정책이 수립되고 나면 총 수요에 직접적인 영향을 미치기 때문에 외부시차가 짧다. 반면 통화정책은 내부시차가 짧지만, 정책 효과가 나타나는데 최소 6개월정도가 소요, 외부시차가 상대적으로 길다.

### 통화와 재정정책 여유가 있는 국가, 인도와 인도네시아

아시아 국가 중에서는 인도와 인도네시아가 상대적으로 통화 및 재정정책 여유가 있다고 판단한다. 두 국가 모두 실질금리와 명목금리의 괴리율이 높은 수준을 보이고 있는 가운데, 금융위기 기준금리 수준과 비교할 시 인도는 100bp, 인니는 140bp 가량 여유가 있다. 재정정책 또한 예산안이 이미 통과된 시점에서, 아직까지 추가적인 재정정책을 펼칠 여유가 있다. 인도는 여타 신흥 국가와 달리 금융위기 이후 오히려 GDP 대비 정부부채가 -8% 감소하였다. 재정건전성에 큰 영향을 미치는 1) 원유가격이 현 수준에서 머물고, 2) 국영기업의 민영화 및 GST(Good and Service Taxes) 세수 확보가 순조롭게 진행된다면, 2020년 인도 재정적자는 오히려 2019년 대비 -0.6% 하락할 것으로 추산된다. 인도네시아는 신흥국 중 부채에 대한 익스포저가 가장 낮다. 신흥국들의 GDP 대비 부채비율은 평균 200%를 상회하지만, 인도네시아는 80% 수준에 그친다. 다만 인도와 달리 인도네시아는 세수 확보가 예년대비 더딘 상황이다. 2018년 세수비율은 GDP 대비 10%였으나, 6월 기준 아직까지 5% 수준에 그치고 있다.

### Investment Strategy

## Equity



신흥국전략 이재선  
02-3771-3624  
jaesun0216@hanafn.com

### Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

올해 4월 이후 G20 또는 OECD 21 개국 가운데 금리를 내린 곳은 12국으로 절반 이상 기록

지난주 금리 인하를 단행한 국가는 뉴질랜드, 태국, 인도 중앙은행

해당 국가 모두 시장예상치를 상회하는 금리 인하 단행

표 1. 상반기 이후 각국 중앙은행 금리 인하 추이

7월	7월	5월/8월	8월	6월/8월	8월
미국	한국	뉴질랜드	태국	인도	필리핀
2.25~2.5	1.75	1.75	1.75	6.0	4.50
↓	↓	↓	↓	↓	↓
2.0~2.25	1.50	1.0	1.5	5.4	4.25
6월/7월	6월/7월	7월	7월	7월	6월
호주	러시아	인도네시아	터키	브라질	칠레
1.5	7.75	6.0	24.0	6.5	3.0
↓	↓	↓	↓	↓	↓
1.0	7.25	5.75	19.75	6.0	2.5

자료: Bloomberg, 하나금융투자

2013년 대비 현재 주요 신용국 실질 금리는 상대적으로 높은 수준

이는 중앙은행들의 완화적 정책에도 불구하고 낮은 물가 상승률에 기인

2013년 평균: -0.04%  
현재 평균: +1.8%

그림 1. 주요국 실질금리는 2013년 대비 낮은 수준



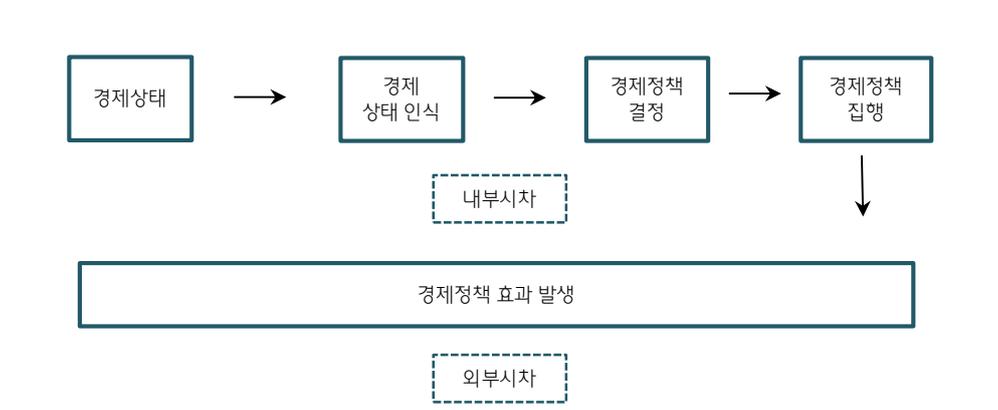
주: CPI는 6월기준  
자료: Bloomberg, CEIC, 하나금융투자

주요국 모두 금리를 동시에 내린다면 금리효과는 상대적으로 미미

또한 통화정책은 경제효과 측면에서 외부시차가 길다는 제약

불황기에는 통화정책이 실시되어도 그 효과는 일반적으로 6개월 이상의 시차를 두고 서서히 발생

표 2. 그러나 통화정책은 외부시차(정책효과 발생)가 상대적으로 길다는 제약이 있음

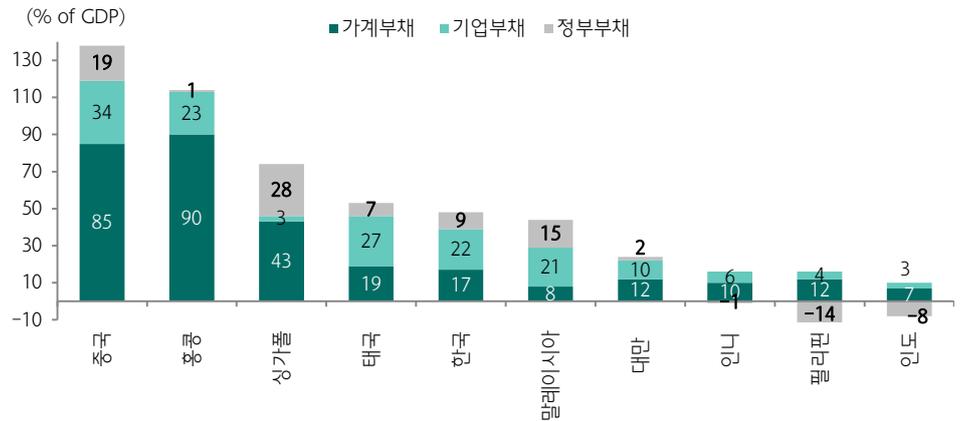


자료: 한국은행, 하나금융투자

그림 2. 2007년 이후 부채 증가 추이; 대부분 신흥국들의 가계 및 기업 부채 증가

통화정책 오롯이 과거 대비 강한 효과를 나타낼 수 있을 지는 의문

2007년 이후 대부분 국가에서 가계 및 기업 부채가 증가했기 때문



자료: Bloomberg, CEIC, 하나금융투자

표 3. 그렇기에 재정 정책이 현 시점에서는 알파[+α]가 되어야 하는 상황

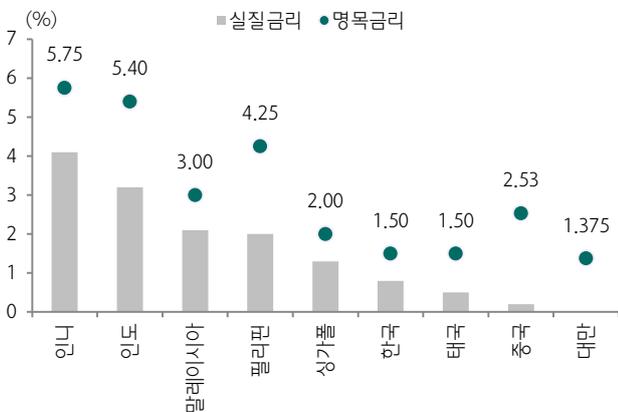
재정 정책과 통화정책 공조가 이루어지는 국가들의 경제 회복이 빠를 수 있는 이유는 재정정책이 총수요에 직접적인 영향을 미치기 때문

인도와 인나는 총선 이후 이미 예산안 편성을 확정해 내부시차 제약이 상대적으로 낮은 국가

		재정정책	통화정책
내부 시차	인식시차	별 차이 없음 *정부지출변화: 추가적인 예산편성필요	별 차이 없음 중앙은행이 독립적으로
	실행시차	*조세변화: 국회 동의가 필요 ⇒ 실행시차가 길다	통화량의 변화 가능 ⇒ 실행시차가 짧다
외부시차		(G, T) ⇒ (총수요) ⇒ 외부시차가 짧다	통화량 ⇒ 이자율 ⇒ 투자 ⇒ 총수요 ⇒ 여러 단계의 전달경로 ⇒ 외부시차가 길다

자료: 한국은행, 하나금융투자

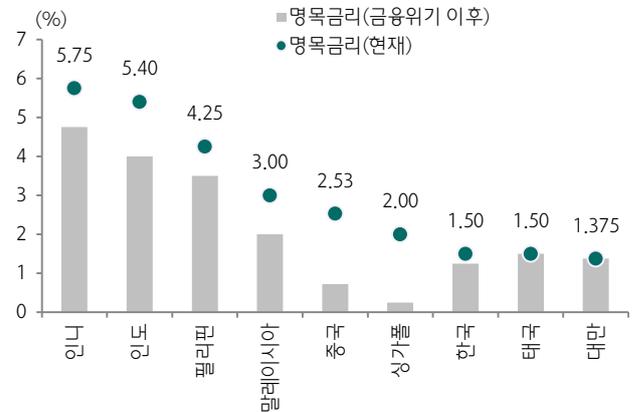
그림 3. 인도와 인니, 실질 & 명목금리 괴리율 각각 165bp, 220bp



주: 중국(7days interbank repo rate), 인니(indONIA rate), 필리핀(Old reverse repo rate adjusted)

자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. 현재 기준금리는 금융위기 이후 기준금리 수준 대비 각각 100, 140bp여유



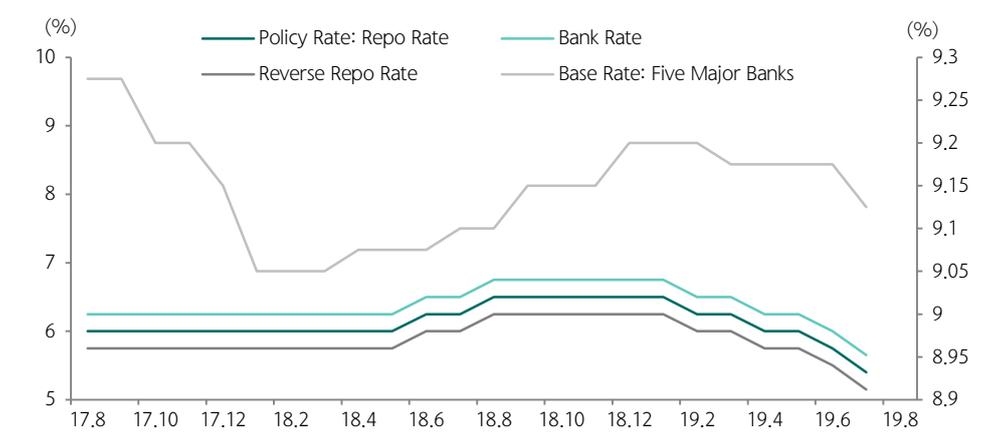
주: 중국(7days interbank repo rate), 인니(indONIA rate), 필리핀(Old reverse repo rate adjusted), 금융위기 이후 가장 낮은 명목 금리 수준 기준

자료: Bloomberg, 하나금융투자

국영기업 Bank of India 는 8월 10일 이후 대출 이자 기준금리(one-year marginal cost-based lending rate (MCLR))를 25bp 낮춘 8.35%로 인하

Union Bank of India 또한 대출 금리를 15 bp 낮춘 8.50%로 인하

그림 5. 인도, 기준금리 추이

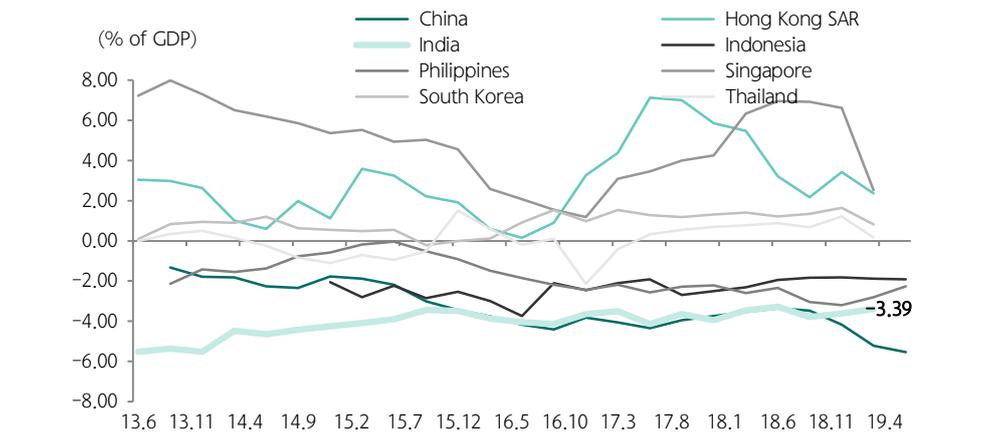


자료: CIBC, 하나금융투자

1분기 인도 재정수지 적자 GDP 대비 -3.3% 기록

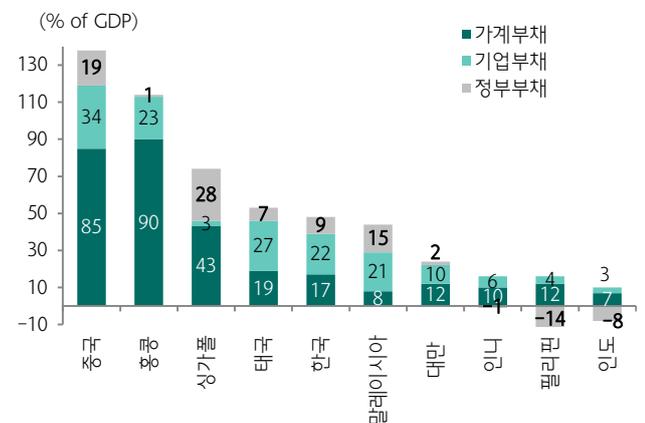
1) 원유가격이 현 수준에서 머물고,  
2) 국영기업의 민영화 및 GST(Good and Service Taxes) 세수 확보가 순조롭게 진행된다면, 2020년 인도 재정적자는 오히려 2019년 대비 -0.6% 하락할 것으로 추산

그림 6. 인도 재정수지는 점차 개선되는 중



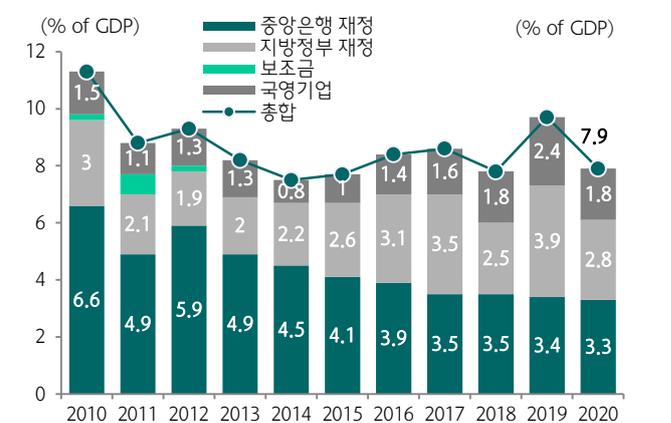
자료: CIBC, 하나금융투자

그림 7. 인도는 여타 신용 국가와 달리 금융위기 이후 오히려 GDP 대비 정부부채가 -8% 감소



주: 2007년 4Q 대비  
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 8. 세수 확보가 순조롭게 진행된다면 2020년 중앙은행 및 정부 재정 적자는 전년 대비 -0.6% 감소 추산



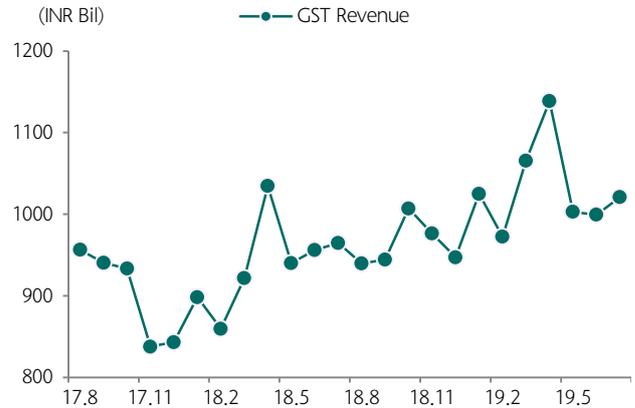
자료: RBI, Union Budget, 하나금융투자

그림 9. 농민 보조금 지급 감소에 따른 2020년 정부지출 증가율은 둔화 될 것으로 전망



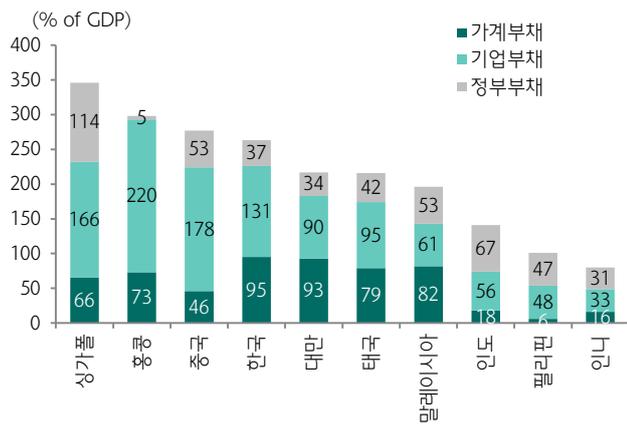
자료: RBI, Union Budget, 하나금융투자

그림 10. GST(Good and Service Taxes) 세수 추이는 6월 이후 반등



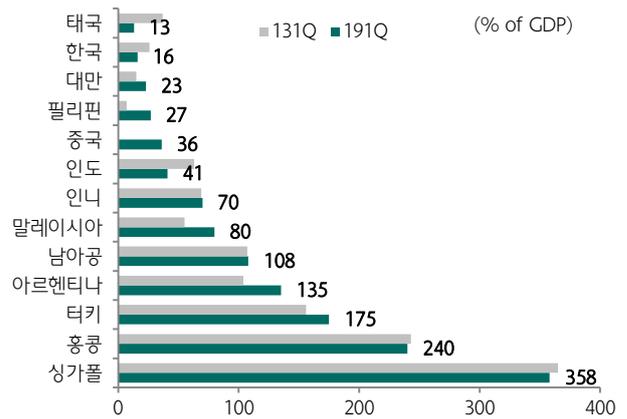
자료: RBI, Union Budget, 하나금융투자

그림 11. 인니, 주요 신용국 중 GDP 대비 부채 비중 가장 낮아



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 12. 외환보유액 대비 단기외채+경상수지적자 비율 또한 낮은 편



주: 중국은 2015년3월 외채 관련 통계를 수정하였기에 2013년 data 부재  
 자료: Bloomberg, CEIC, 하나금융투자