

Strategy Idea



▲ 경제분석  
Analyst 이승훈  
02. 6454-4891  
seunghoon.lee@meritz.co.kr

## 취약 신흥국 위험: 원인과 향후 전염여부

- ✓ 신흥국 취약성 원인: 1) 자원가격 급락(브라질, 콜롬비아, 칠레, 러시아), 2) 재정건전성 악화(남아공, 브라질, 멕시코), 3) 외채 위험(남아공, 터키)
- ✓ 외채위험 해당국은 부도 가능성 있음; 다른 국가는 취약성 제공 원인 해소 필요
- ✓ 취약신흥국 위험이 구조적 경상흑자 신흥국으로 전염될 가능성은 낮음

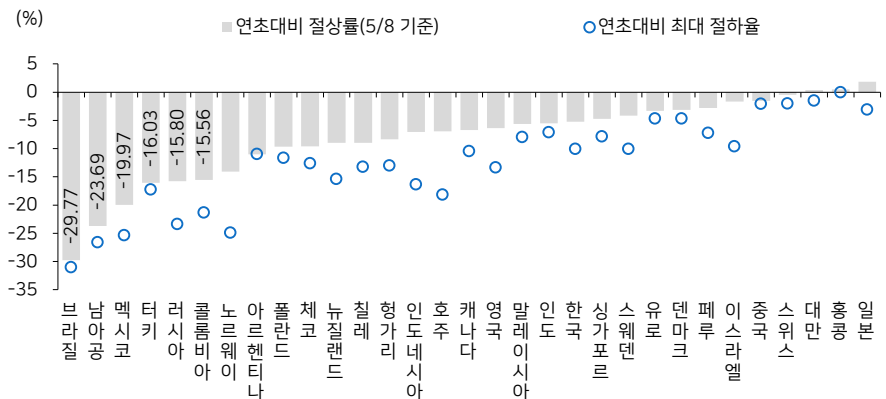
### 일부 신흥국 통화가치의 하락이 이어지는 이유는 무엇일까?

달러화 지수 하락 전환에도 취약 EM 통화는 추가 절하 진행

3월 23일 연준의 무제한 QE선언과 각종 신용시장 지원책이 맞물리면서 직전까지 진행되었던 달러화의 일방적 강세는 진정되었다(3월 20일~5월 8일 달러화 지수 -3.1%). 그럼에도 불구하고 5월 초 들어 브라질 헤알화가 달러화 대비 5.7을 상회하고, 터키 리라화가 2018년 9월 외환위기 당시 6.28을 크게 상회한 7.1까지 절하되는 등 일부 취약신흥국의 약세가 더욱 심화되는 모습이다. 연초 이후 통화 가치 변화율을 보면, 브라질(-30%), 남아공(-24%), 멕시코(-20%), 터키(-16.0%), 러시아(-15.8%), 콜롬비아(-15.6%) 통화가치의 하락이 두드러졌다.

어떠한 요인들이 이들 국가의 취약성을 부각시켰을까? 오늘 전략공감2.0에서는 1) 이들 통화가치 급락의 원인과 2) 취약신흥국 위험의 글로벌 시스템 리스크로 전이 가능성을 다루어 보도록 한다.

그림1 연초대비 주요국의 통화가치 변화율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

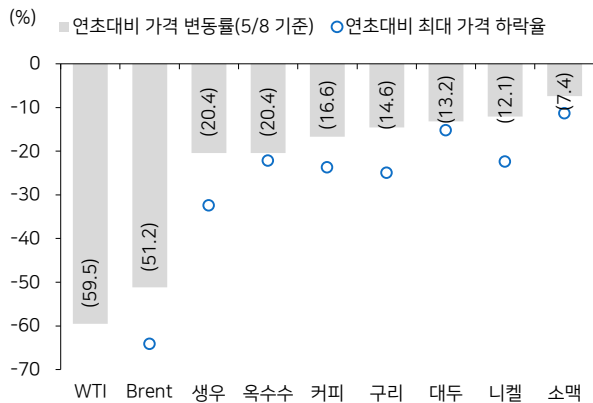
### 원인 1. 원자재 가격 급락

원자재 가격 급락에 따른 취약성 부각: 브라질, 칠레, 콜롬비아, 러시아

첫 번째 원인은 자원가격의 급락이다. 원자재 가격의 급락은 비단 국제유가에 그치지 않고, 주요 산업재(구리 -14.6%, 니켈 -12.1%)과 농산물(생우 -20.4%, 커피 -16.6%, 대두 -13.2%)에까지 다양하게 나타나면서, 이들 원자재 수출국의 경상적자가 예상되었던 것 이상으로 악화될 수 있다는 우려로 확산되었다.

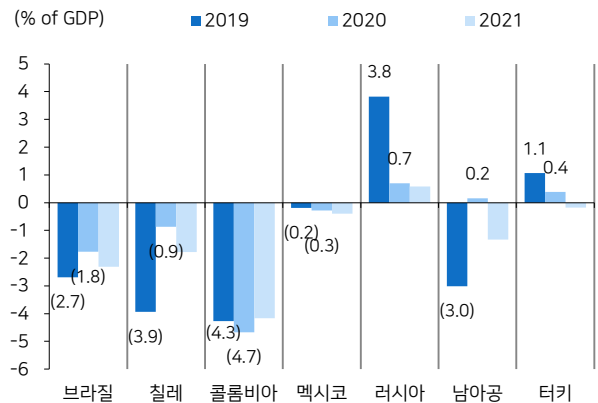
여기에 해당되는 국가는 브라질, 칠레, 콜롬비아, 러시아로, 2018년 수출액 중 원자재 수출비중이 각각 58.8%, 47.2%, 46.6%, 39.0%에 달하는 국가들이다. 브라질은 농산물 가격 하락에(농산물 수출비중 34.5%), 러시아와 콜롬비아는 연료 가격 하락(연료 수출비중 52.7%와 57.9%)에 취약하다는 것이 특징이다. 칠레는 농산물과 광물 가격 하락에 민감하다. IMF 세계경제전망에 따르면, 이들 세 국가는 작년에 이어 올해 경상적자를 시현하지만, 내수 부진 때문에 경상적자 폭이 대체로 줄어들 것으로 예상되는 나라였다. IMF의 원자재 가격 전망(예: 유가 -41%, 대두 -0.8%, 옥수수 -4.8%)에 비해 가격 하락폭이 현재까지 크게 나타나고 있어, 수출 위축에 따른 경상적자의 추가 확대가 불가피해 질 수 있다.

그림2 연초 이후 주요 원자재 가격 변동률



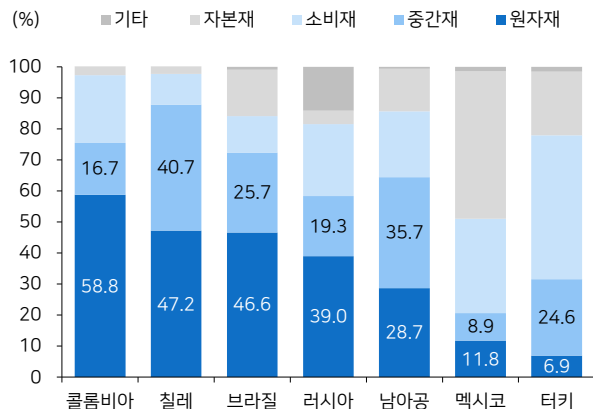
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 주요국 경상수지 전망



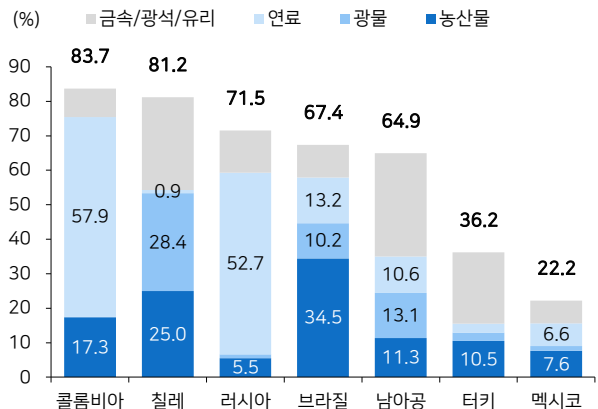
자료: IMF World Economic Outlook (2020년 4월), 메리츠증권 리서치센터

그림4 수출구조 (1): 품목성질별 (2018년 기준)



자료: World Bank WITS, 메리츠증권 리서치센터

그림5 수출구조 (2): 산업분류별 (2018년 기준)



자료: World Bank WITS, 메리츠증권 리서치센터

**원인 2. 재정건전성 악화 우려**

재정건전성 악화에 따른 취약성  
부각: 남아공, 브라질, 멕시코

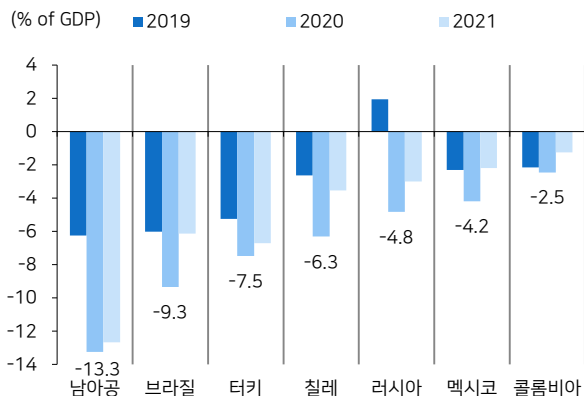
두 번째 원인은 재정건전성 악화 우려이다. 여기에 해당되는 국가는 남아공, 브라질, 그리고 멕시코이다.

**남아공:** 남아공은 과거 5년(2015~19년) 간의 평균 실질 성장률이 1.0%에 그칠 정도로 신흥국 내에서 저성장이 고착화되는 국가였다. 최근 CoVID-19로 인한 손실에 대응하기 위해 남아공은 GDP의 10% 내외에 준하는 5,000억 랜드(=260억 달러) 규모의 부양책을 발표하면서, IMF에 대출을 요청하였다. IMF에 지원을 요청할 정도로 재정이 취약하다는 점과 고착화된 저성장이 결국 국가채무 비율의 급상승(2019년 62.2%→2020년 77.4%→2021년 85.6%, IMF 4월 전망)으로 귀결될 수 있다는 점이 뒤에서 언급할 과잉외채 우려와 맞물리며 통화가치 절하가 나타났다.

**브라질:** 브라질을 둘러싼 우려는, CoVID-19 대응 과정에서 지난 해 연금개혁(연금수급 연령 상향 및 납부기한 확대로 10년간 8,000억 헤알 절감 vs 2019년 GDP는 7.2조 헤알)으로 겨우 확보해 놓은 재정건전성 토대가 훼손될 수 있다는 점이다. 더불어, 부양책을 둘러싼 부처간 의견차이로, 연금개혁을 주도했던 시카고 대학 출신 파울로 게지스(Paulo Guedes) 경제부 장관의 낙마 가능성(이에 따른 연금개혁 동력 약화)까지 부각되는 중이다.

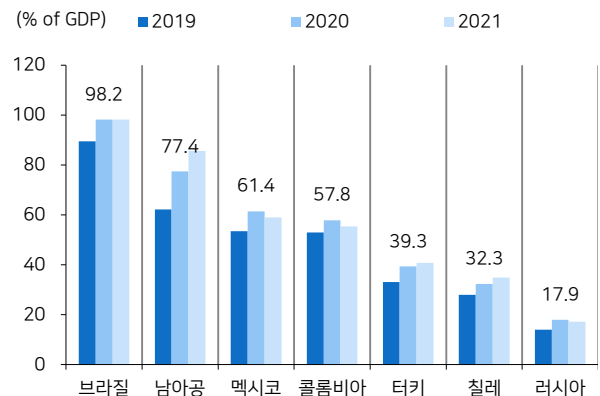
**멕시코:** 멕시코는 앞서 언급한 두 나라에 비하면 올해 GDP대비 재정적자(-4.2% vs 남아공 -13.3%, 브라질 -9.3%)와 국가채무 비율(61.4% vs 남아공 77.4%, 브라질 98.2%) 측면에서 모두 양호하다. 그럼에도 불구하고 멕시코 폐소화가 연초 이후 20% 이상 급락한 것은, 1) 2분기 극심한 경기침체를 겪게 될 미국경제 의존도가 커서 멕시코 역시 5% 이상의 역성장을 기록할 위험이 부각된 점, 그리고 2) 저유가의 장기화가 전체 재정수입의 5% 내외를 담당하는 석유재정 수입을 더욱 악화시킬 수 있다는 우려가 반영되었기 때문이다. 세수 악화가 가중될 수 있다는 것이 우려의 본질이다.

그림6 신흥국 재정수지 추이 및 전망



자료: IMF Fiscal Monitor (2020년 4월), 메리츠증권 리서치센터

그림7 신흥국 국가채무 추이 및 전망



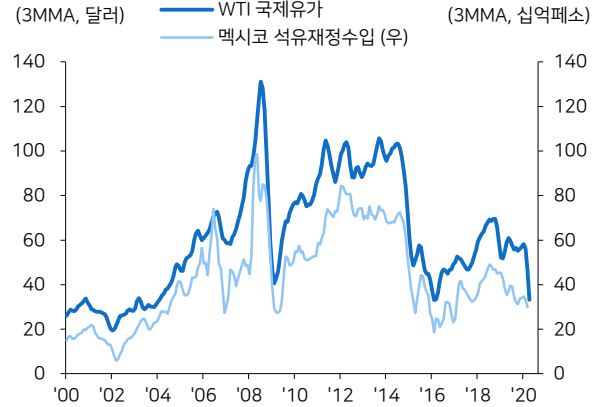
자료: IMF Fiscal Monitor (2020년 4월), 메리츠증권 리서치센터

그림8 브라질: 전체 재정지출 중 사회보장 지출 비중



자료: Central Bank of Brazil, 메리츠증권 리서치센터

그림9 멕시코: WTI 국제유가와 석유재정 수입



자료: Mexico Secretariat of Treasury & Public Credit, 메리츠증권 리서치센터

원인 3. 과잉외채와 채무불이행 위험

외채 상환 불이행 위험 부각:  
남아공, 터키

세 번째 원인은 취약신흥국 이슈가 제기될 때마다 등장하는 과잉외채와 채무불이행 위험이다. 해당되는 국가는 터키, 남아공, 칠레이다. 이들 국가는 GDP대비 외채비율과 외환보유액 대비 단기외채 비율이 50%를 넘는다. 외채상환 문제에 있어서는 칠레보다 남아공/터키가 훨씬 더 취약한 상태에 있다. 이는 1) 외환보유액 대비 단기외채 비율이 2015년 이후 계속 상승하고 있으며, 2) 비율 자체도 남아공 75.0%, 터키 160.4%로 상당히 위험한 상태에 있기 때문이다.

남아공은 이미 IMF대출에 의존하게 되면서 사실상 구제금융에 준하는 상태에 진입하였다. 터키는 더욱 심각하다. 2019년 말 771억 달러 수준에 있었던 외환보유액이 올 3월 592억 달러로 급감하였다. 만약 올해 2월 기록했던 단기외채 규모(1,225억 달러)가 3월까지 그대로 유지되었다면, 외환보유액 대비 단기외채 비율은 206.4%로, 2018년 9월 외환위기 당시의 184.1% 마저도 크게 상회하게 된다.

표1 주요 신흥국의 외채현황

(기말)		2014	2015	2016	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
GDP대비 외채 (%)	브라질	14.4	18.6	18.1	15.4	15.8	15.3	15.9	17.0	17.4	17.4	17.6	17.6
	칠레	58.4	65.9	65.8	65.1	63.3	59.2	59.8	61.8	63.4	66.9	67.5	70.1
	콜롬비아	26.7	37.9	42.5	40.0	39.8	38.7	38.3	39.5	40.2	41.2	42.1	42.7
	멕시코	21.7	25.3	29.2	28.7	28.3	28.1	28.0	28.0	28.1	28.3	28.1	28.2
	러시아	28.9	37.9	39.7	32.9	32.0	29.7	28.2	27.3	28.6	29.4	28.4	28.8
	남아공	41.3	38.9	48.0	49.5	50.5	46.0	45.5	46.7	49.0	51.4	50.6	52.7
	터키	43.6	46.6	47.4	53.3	52.9	52.1	54.2	57.0	60.5	61.7	59.1	58.0
단기외채/ 총외채 (%)	브라질	16.4	15.3	17.3	16.2	21.4	19.8	19.7	20.8	21.7	23.3	22.5	24.5
	칠레	14.2	9.7	10.2	10.9	10.1	10.5	10.7	11.0	10.3	10.5	10.4	11.1
	콜롬비아	14.7	14.5	12.3	13.2	14.3	14.1	14.7	15.4	15.2	15.4	16.0	16.6
	멕시코	14.3	12.7	10.6	10.3	9.8	10.1	10.8	13.0	14.0	14.5	12.8	13.5
	러시아	10.5	9.4	10.0	10.8	11.4	13.2	12.3	11.9	11.5	13.3	12.2	13.9
	남아공	23.5	23.4	20.9	19.0	18.3	20.1	18.5	21.3	20.9	20.6	19.0	18.6
	터키	33.6	26.3	24.8	26.5	27.0	27.3	26.8	26.5	26.3	26.9	27.3	28.3
단기외채/ 외환보유액 (%)	브라질	16.3	14.7	15.8	14.0	18.5	16.1	16.3	18.3	18.9	19.9	20.0	22.9
	칠레	55.6	41.9	42.4	51.9	50.1	52.0	53.2	52.4	51.0	53.0	53.7	55.8
	콜롬비아	33.2	36.1	33.0	36.1	40.0	39.5	41.4	44.0	41.8	41.9	43.4	45.3
	멕시코	22.1	22.4	19.8	20.8	20.1	20.7	22.1	26.9	28.3	29.3	26.2	28.1
	러시아	19.2	15.7	16.6	16.1	16.2	17.6	15.6	14.6	13.9	15.8	14.0	15.7
	남아공	82.0	74.7	74.6	77.0	80.2	80.6	72.9	84.4	88.6	90.6	73.4	75.0
	터키	130.1	115.2	111.8	145.7	151.6	169.8	184.1	164.9	159.7	164.4	160.2	160.4

자료: 각국 통계청/중앙은행, World Bank, IMF Financial Statistics, 메리츠증권 리서치센터

### 요약 및 결론

외채 위험 높은 국가들의 부도 현실화 가능성 있음

현재 상태가 지속될 경우, 남아공과 터키 등 외채의존도 높은 국가들은 IMF구제금융 신청 등 외채 불이행과 국가부도에 직면할 수 있다. 이들 국가는 3월 19일 연준의 G7 이외 국가대상 스왑라인(호주, 한국, 멕시코, 싱가포르, 스웨덴, 덴마크, 노르웨이, 뉴질랜드)에서도 제외되어 있어 외채에 대한 취약성이 특히 크다.

다른 나라의 부도 가능성은 상대적으로 낮지만, 취약성 요인 완화 전까지는 환 변동성 클 것

브라질, 멕시코 등 다른 이유로 취약성이 부각되는 국가의 부도 가능성은 낮다. 그러나 이들 국가의 취약성을 부각시킨 요인이 본격적으로 완화되거나 달러화 약세가 급격히 진행되지 않는다면, 각국 외환시장 변동성이 매우 높을 것임을 유의해야 한다.

표2 신흥국 취약성의 각기 다른 원인 요약

	원자재 가격 하락	재정건전성 위험	외채 문제/국가부도
브라질	0	0	
남아공		0	0
멕시코		0	
콜롬비아	0		△
터키			0
칠레	0		△
러시아	0		

자료: 메리츠증권 리서치센터

### 경상흑자국으로 전염 가능성은 낮다

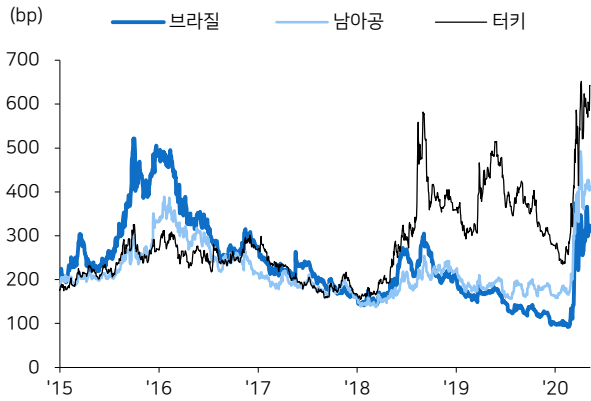
취약신흥국과 경상흑자국의 CDS 프리미엄 차별화

광범위한 지역에서 각기 다른 이유로 신흥국 위험이 부각되고 있지만, 이는 이들 국가에 한정된 이슈일 가능성이 높다. 필자가 이러한 이슈를 제기할 때마다 강조하는 것은 "구조적 경상흑자" 라는 안전판이 있는 국가로 일부 신흥국의 취약성이 전염될 가능성은 극히 낮다는 것이다. 이는 CDS프리미엄의 흐름을 통해서도 잘 드러난다. 5월 8일 기준 브라질(318bp), 남아공(403bp), 터키(642bp) 등 취약성이 드러나는 국가들의 CDS 프리미엄이 계속 상승하는 반면, 구조적 경상흑자국인 중국(50bp), 한국(34bp), 태국(64bp)의 CDS프리미엄은 현저히 낮은 수준을 유지 중이다. 물론 이들 아시아 신흥국도 3월 하순 Fed의 대응이 본격화되기 전까지 통화가치 하락을 경험하며 CDS 프리미엄이 100bp에 근접한 바 있었으나 이내 안정화되었다.

그리고 경상흑자/적자 여부에 따른 통화가치의 장기 차별화

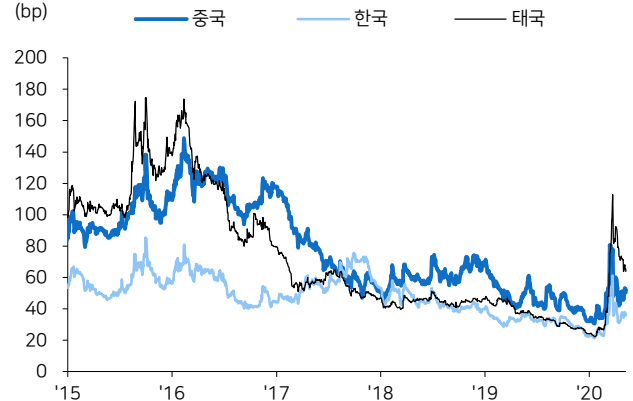
신흥국 통화를 접근할 때 항상 염두에 두어야 하는 것은 경상수지의 구조적 흑자/적자 여부에 따라 달러대비 통화가치가 장기에 걸쳐 차별화된다는 사실이다. 금융위기 이전과 이후에 공통되는 이야기이다. 일례로 경상흑자군이 주로 포진되어 있는 아시아 달러화 지수는 2010년 말 대비 13% 하락했다(5월 8일 기준). 반면 터키/러시아/남아공/브라질 등이 포함된 신흥국 통화지수는 49%, 라틴 아메리카 통화지수는 64% 하락하면서 극심한 차별화를 보여 주고 있다. 원화가 전형적으로 위험선호를 반영하는 통화이지만, 이러한 국지적 이슈로부터는 안전하다.

그림10 취약신흥국 CDS 프리미엄



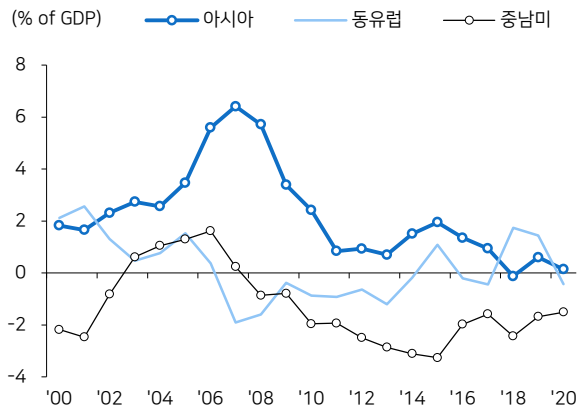
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림11 경상흑자국 CDS 프리미엄



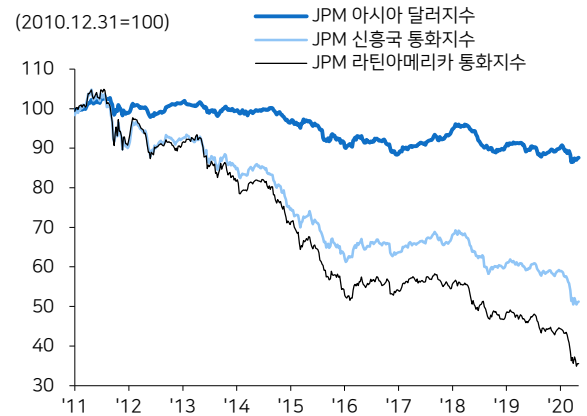
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림12 신흥국의 지역별 경상수지/GDP 비율



자료: IMF World Economic Outlook (2020년 4월), 메리츠증권 리서치센터

그림13 주요 지역별 달러대비 통화가치



자료: JPMorgan, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.