

엔캐리 트레이드 청산 영향 점검



Economist

하건형

☎ (02) 3772-1946

✉ keonhyeong.ha@shinhan.com

BOJ 정책 정상화 속 엔캐리 트레이드 청산 경계 부상

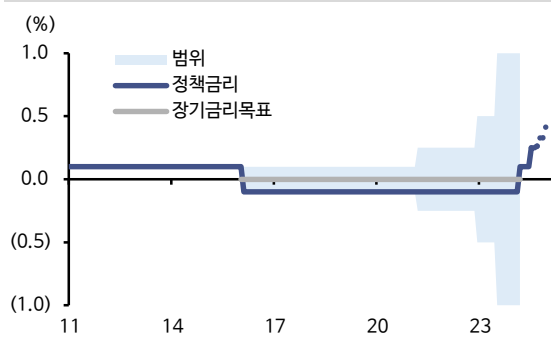
일본중앙은행(BOJ)이 7월 통화정책회의에서 깜짝 긴축에 나섰다. 시장의 동결예상을 깨며 단기 정책금리를 연 0~0.1%에서 0.25%로 인상했다. 국채 매입 축소 계획을 구체화했다. 기존 월 6조엔 규모에서 2026년 3월까지 3조엔 내외로 매입 규모를 점진적으로 줄여 유동성 공급 속도를 늦추기로 했다.

최근 엔화 약세에 따른 부정적 영향을 상쇄하기 위해 시장 예상을 뛰어넘는 정책 정상화에 나선 것으로 판단된다. 지난 3월 17년 만의 금리 인상 이후에도 엔화는 달러화 대비 추가 7% 가까이 절하됐다. 엔화 가치 절하는 수입물가 상승을 야기한다. 경기 개선이 동반되지 않은 만큼 임금 상승률을 상회한 물가 상승은 구매력 훼손을 초래한다. 작년 상반기 중 전년 대비 6% 증가했던 소매판매는 금년 상반기 2% 중반 증가에 그쳤다.

우에다 총재는 기자회견에서 낙관적 경제 전망에 근거해 긴축을 지속할 것을 예고했다. 2006~07년 기준금리 인상 사이클의 정점이었던 0.50%가 금리 인상에 있어 주요 장벽(=상단)이 아니라고 언급했다. 금융시장은 예상보다 빠른 금리 인상 가능성을 반영하기 시작했다. 0.3%에 머물렀던 금년 12월 단기 선물금리는 BOJ 회의 이후 0.4%까지 상승해 하반기 추가 1~1.5번의 금리 인상을 반영했다.

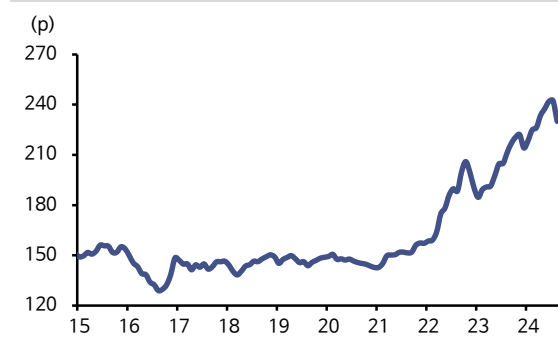
미국은 7월 FOMC 회의에서 '물가 안정' 일변도의 정책 목표를 '최대 고용'까지 함께 고려하기로 하며 9월 금리 인하 기대를 키웠다. 2022년부터 시작된 미국과 일본 간 통화정책 차별화 축소가 예상된다. 미-일 금리 차 축소 속에 엔/달러 환율도 하락하며 엔캐리 수익률을 의미하는 트레이드 지수 역시 속락했다. 캐리 매력도가 약화되며 엔캐리 트레이드 청산에 따른 불확실성이 높아졌다.

일본 기준금리와 선물금리



자료: Bloomberg, 신한투자증권

엔캐리 트레이드 지수



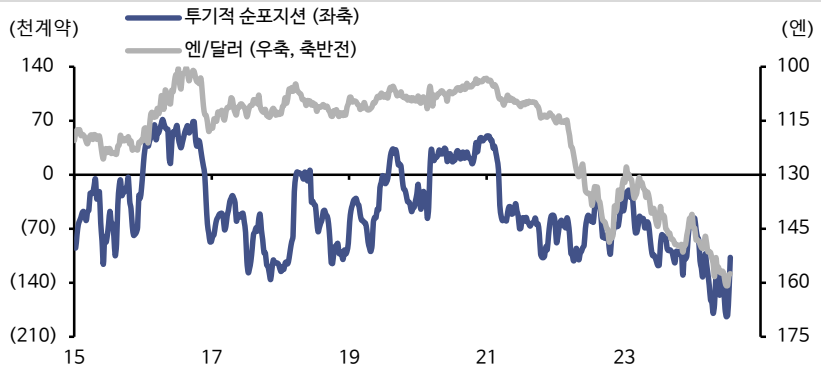
자료: Bloomberg, 신한투자증권

엔캐리 트레이드 청산 영향 부문별로 차별적

엔캐리 트레이드의 정확한 규모를 파악하기 어렵다. 통화 선물거래 포지션이나 국제수지표에서 집계된 거주자의 해외증권투자, 외은지점의 엔화차입과 본점 송금액 규모 등을 통해 간접적으로 트레이드 규모를 추정할 수 있다.

시카고상품거래소에서 집계한 비상업 엔화선물 순매도 포지션은 2022년말 3.8만 건계약에 불과했다. 하지만 이후 지속적으로 확대돼 엔/달러 환율이 160엔을 상회했을 때 18.4만계약까지 늘며 금융위기 전후와 비슷한 수준을 기록했다. 7월 초 이후 미국 금리 인하 기대가 강화된 가운데 BOJ 정책 정상화가 이뤄지면서 엔화선물 순매도 포지션은 7월 23일 기준 10.7만계약으로 축소됐다.

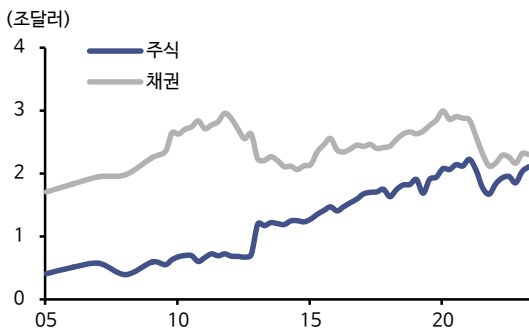
일본 엔화선물 포지션 및 엔/달러 환율



자료: Bloomberg, 신한투자증권

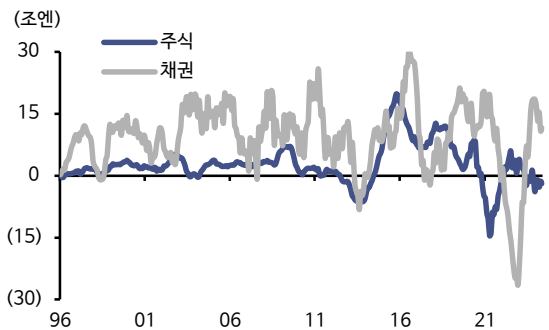
엔화 투기적 매도와 달리 자산시장에서는 엔캐리 트레이드의 증가가 제한됐다. 국제투자대조표 상 일본 거주자가 보유한 해외 주식과 채권 규모는 금년 1분기 기준 각각 2.1조달러, 2.3조달러다. 코로나 이전보다 주식은 늘었으나 채권 규모는 오히려 감소했다. 장기 시계열을 확인할 수 있는 국제수지표에서의 일본 거주자의 해외 주식과 채권 통계를 살펴보면 주식은 매도로 전환됐으며 채권은 작년 보유 규모를 늘렸으나 금년 들어 매입 강도가 약화되고 있다.

일본 거주자 해외증권투자 잔액



자료: CEIC, 신한투자증권

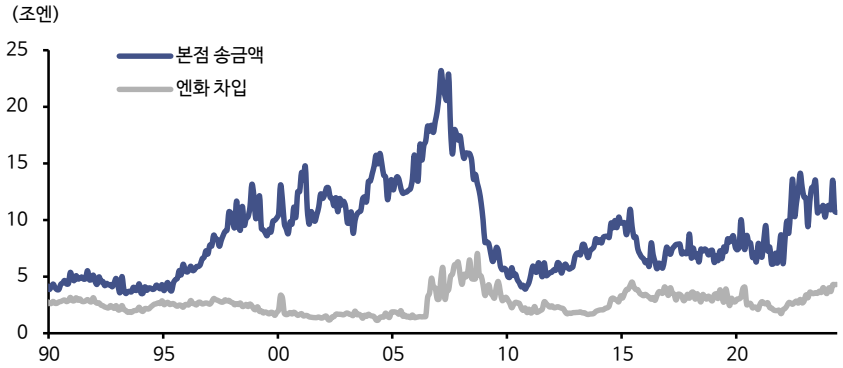
일본 거주자 해외증권투자 순매입



자료: CEIC, 신한투자증권

일본에 진출한 외국인 일본지점(외은지점)의 본지점간 송금액을 통해 외국인들의 엔캐리 트레이드 규모를 추정해볼 수 있다. 2005~07년 중 20조엔을 상회했던 외은지점의 본점 송금액은 2010년 이후 5~10조엔 수준에 머물렀다. 이후 연준의 금리 인상이 시작된 2022년 3월 이후 2022년말 14조엔까지 확대됐으나 이후에는 추가로 증가하지 않고 10~15조엔 규모에서 등락을 이어가고 있다.

일본 외은지점 본점 송금액



자료: CEIC, 신한투자증권

엔캐리 트레이드 양상을 살펴보면 단기에 급증한 엔화선물 매도 포지션을 제외하고 거주자 증권투자, 외은지점 본점송금액 등에서 엔캐리 트레이드 규모는 코로나 이후 증가가 제한됐다. 2000년대와 달리 엔캐리 트레이드가 외환시장에 집중돼 이뤄졌을 뿐 자산시장과 연계는 제한된 것으로 추정된다.

일본과 여타국 간 금리 차 확대에도 2022년 이후 미국 등 선진국의 급격한 금리 인상 이후 고물가, 고금리 장기화 경계 속에 위험 선호 약화가 엔캐리 트레이드를 제한한 것으로 판단된다. 2000년대와 달리 일본 주식시장의 강세로 상대 수익률 측면에서 해외투자 유인이 약화시켰다.

미국과 일본 간 통화정책 차별화가 완화될 경우 엔캐리 트레이드 청산이 이뤄질 가능성이 높다. 다만 이는 엔화 가치 변동에 집중돼 이뤄질 것으로 판단되며 주식과 채권 등 여타 자산까지의 가격 변동성 확대는 제한적으로 판단된다.

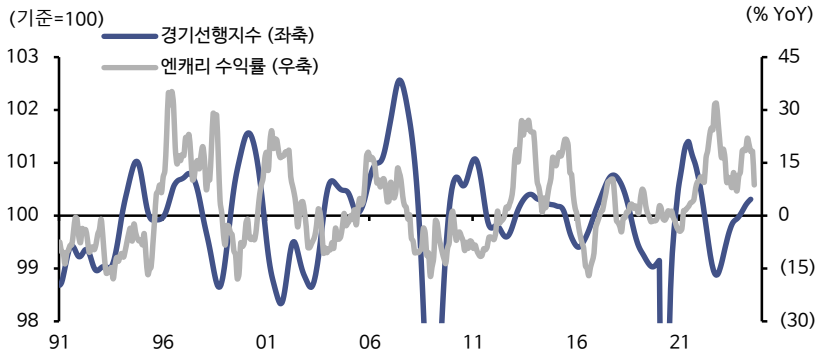
엔캐리 트레이드 청산에 따른 불확실성 확대 조건

자산시장과 연계된 엔캐리 트레이드가 단기에는 제한됐으나 1990년대 이후 누적된 규모가 상당하다. 구조적 투자 메커니즘이 훼손될 경우 캐리 트레이드의 무질서한 청산 가능성도 상존한다. 이에 과거 엔캐리 트레이드의 가파른 청산으로 금융시장 변동성이 확대된 사례를 통해 불확실성이 확대될 조건을 살펴봤다.

1990년대 이후 엔캐리 트레이드의 무질서한 청산은 크게 3차례 있었다. 1) 1998년, 2) 2001년, 3) 2006~08년이 대표적이다. 1998년은 러시아 모라토리움 속에 LTCM 파산 등 대외 불확실성이 원인이었다. 2001년은 닷컴 버블 붕괴에 대응한 연준의 급격한 금리 인하로 캐리 트레이드가 청산됐다. 2006~08년은 일본이 금리 인상에 나선 가운데 2007년 미국 서브프라임 사태 이후 연준의 제로 금리 인하가 동반되며 캐리 트레이드가 청산됐다.

즉, 대외 충격과 함께 미국의 금리 인하가 동반될 경우 캐리 트레이드 청산이 확대되며 금융시장 변동성을 키웠다. 현재 연준은 제약적 통화정책 완화를 시사하며 금리 인하를 예고한다. 경기 연착륙 기대 속에 물가 안정으로 금리 인하를 예상한다. 예상과 달리 경기 급랭 속에 급격한 금리 인하가 이뤄질 경우 엔캐리 트레이드의 추가 청산으로 금융시장 변동성 확대가 동반될 가능성도 잔존한다.

OECD G20 경기선행지수와 캐리 수익률 추정



자료: Thomson Reuters, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성사: 허건형).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.