

Economy Brief

24년 8월(엔 캐리 트레이드 청산)과 다르다

Economy Brief

[경제] 박상현 2122-9196 shpark@imfnsec.com

Check Point

24년 8월과 같은 엔 캐리 트레이드 청산발 증시 급락이 재연될 가능성은 낮음: 엔 강세 폭 제한적, 미 고용시장은 'No hire, No fire' 국면 유지, AI 과열 리스크는 이미 주가 선반영

현 시점에서 걱정해야 할 리스크는 슈퍼 엔저 현상 복귀에 따른 일본 국채 금리발 충격 혹은 또 다른 의미의 엔 캐리 트레이드 청산임

높아진 미 연준의 금리동결 가능성으로 인해 달러화 약세와 이에 따른 위험자산 선호 현상 강화 기대

다시 소환되는 24년 8월: 엔화 강세+미 고용지표 부진 = 나스닥 급락

7월 미국 고용지표가 예상보다 부진했다. 비농업일자리수가 전월대비 2.3만건 감소했고 5~6월 일자리 증가폭도 하향 수정되었다. 미국내 일자리수가 사실상 제자리 걸음 중이다. 일자리수 감소에도 불구하고 실업률은 전월대비 0.1%p 하락한 4.2%를 기록했다. 실업률은 하락은 경제활동참가율 하락에 기인하고 있다는 점에서 긍정적 지표로 해석하기 어렵다.

7월 고용지표 부진으로 엔 캐리 트레이드 청산 우려가 글로벌 증시 등 자산시장을 강타했던 24년 8월 악몽이 소환되고 있다. 24년 7월 31일 일본은행의 기준금리 0.25% 인상과 미국 고용지표 부진 그리고 나스닥 과열 우려가 맞물리면서 엔 캐리 트레이드 청산 우려발 일본 증시 및 나스닥지수 급락 사태가 발생했다. 공교롭게 최근 상황이 유사해졌다. 미일 외환시장 공조로 달러-엔 환율이 급락했고 미국 고용지표 부진이 동반되었다. 여기에 AI 투자 논란까지 24년 8월과 유사한 분위기가 조성되었다.

결론적으로 24년 8월과 같은 엔 캐리 트레이드 청산발 증시 급락이 재연될 가능성이 낮다고 판단한다. 그 이유는 다음과 같다.

첫째, 엔화 강세폭이 제한적이다. 7월 10일 161.69엔 수준이었던 달러-엔 환율은 일본은행의 금리인상과 24년 9월 미 연준의 금리인하 등의 여파로 9월 중순에는 140.6엔까지 하락, 즉 엔화 가치가 약 13% 상승했다. 가파른 엔 강세 현상이 엔 캐리 트레이드 청산으로 일부 이어졌다. 그러나 현재 엔화 가치는 고점대비 약 3.7%(8월 7일 기준) 상승에 그치고 있다. 달러-엔 환율이 추가 하락, 즉 엔화 가치가 추가 상승할 수 있지만 일본의 취약한 재무건전성을 고려할 때 달러-엔 환율이 24년 8월 당시와 같이 급락(=엔화 가치 급등)할 가능성은 낮아 보인다. 달러-엔 환율 급락발 엔 캐리 트레이드 청산 압력은 크지 않다는 의미다.

둘째, 미국 고용시장은 여전히 'No hire, No fire' 국면을 유지 중이다. 7월 비농업일자리수가 감소했지만 미국 고용시장이 추세적인 부진 국면에 진입했다고 판단하기 이르다. 비농업일자리수, 즉 신규 취업은 부진하지만 실업이 크게 늘지 않고 있어 미국 고용시장은 다소는 불안한 듯한 균형상태를 유지 중이다. 미국 주간 신규실업수당청구건수는 19만건으로 1969년 이후 가장 낮은 수준이다. 신규고용과 실업 추이를 고려할 때 미국 고용시장은 악화되고 있기 보다는 정체 국면에 있다. 24년 8월 실업률, 일자리수 그리고 주간 신규실업수당건수가 모두 악화되었던 흐름과는 다른 고용시장 흐름이 현재 전개되고 있다.

셋째, AI 투자 과열 리스크가 주가에 선반영되었다. 24년 8월 당시에도 나스닥지수가 급락한 것은 당시 나스닥 지수의 과열론도 한 몫했다. 최근에도 AI 투자를 두고 논란은 있지만 반도체를 중심으로 나스닥지수는 이미 지난 7월에 조정이 이루어진 상황이다. 일단 AI 투자발 과잉 우려가 상당부분 해소되었다.

요약하면 24년 8월 당시와 비교해 표면적으로 유사한 현상이 나타나고 있지만 내용적으로 다르다. 따라서, 엔화 추가 강세 등으로 인한 엔 캐리 트레이드 청산발 주가 급락 등 자산시장 충격이 재연될 가능성은 낮다.

오히려 현 시점에서 걱정해야 할 리스크는 엔 추가 강세발 엔 캐리 트레이드 청산이 아닌 슈퍼 엔저 현상 복귀와 이로 인한 일본 국채 금리발 충격 혹은 또 다른 의미의 엔 캐리 트레이드 청산이다. 미일 공조에도 불구하고 달러-엔 환율이 다시 이전 수준 혹은 이전 수준보다 더욱 높은 환율 흐름을 보인다면 일본 정부 입장에서는 외환시장 개입을 더욱 공세적으로 하거나 일본계 자금의 본국(=일본 자산) 투자를 독려할 수 있다. 이는 24년 8월과 다른 의미의 엔 캐리 트레이드 청산으로 이어질 것이다. 또한 슈퍼 엔저 현상이 되살아난다면 일본 국채 금리의 추가 상승도 불가피해 일본 국채 금리발 금리발작 현상이 가시화될 위험이 크다.

그러나, 미일간 공조가 때 마침 이루어지고 있음을 고려할 때 슈퍼 엔저 재연에 따른 엔 캐리 트레이드 청산 리스크가 현실화될 확률 역시 낮아 보인다.

높아진 미 연준의 금리동결 가능성

7월 고용지표 부진으로 9월 미 연준의 금리인상 확률은 크게 낮아졌다. 9월 FOMC 회의에서 금리인상 확률은 고용지표 발표 이후 44.4%로 낮아진 반면 동결 확률은 55.6로 동결 확률이 인상 확률을 역전했다. 물론 추가적으로 물가 지표를 확인해야 하지만 현재 데이터를 중시하는 케빈 워시 의장에 7월 고용지표가 큰 힘을 실어준 것은 분명하다. 따라서 오는 12일 발표되는 7월 소비자물가 상승률이 시장 예상치에 부합한다면 9월 금리 동결은 더욱 탄력을 받을 것이다. 일단 물가에 가장 큰 짐이 되고 있는 유가도 안정세를 보이고 있고 서비스물가에 큰 영향을 미치는 임금상승률도 7월 전년동월 3.2%로 6월(3.4%) 대비 0.2%p 하락하는 등 완만한 둔화세가 이어지고 있음은 물가에 긍정적 시그널이다. 당사가 강조한 디스인플레이션이 일부 가시화되고 있는 것이다.

공교롭게 앞서 언급한 24년 8월 엔 캐리 트레이드 청산 우려발 금융시장 동요와 미국 고용시장 부진으로 미 연준은 24년 9월 50bp의 금리인하를 단행하면서 금리인하 사이클에 진입하 바 있다. 이번 경우 미 연준의 금리인하는 기대하는 것은 어렵지만 고용시장 부진이 최소한 미 연준의 금리인상 우려를 해소시키는 시발점이 될 여지가 커졌다.

미 연준의 금리동결 기대감 강화가 글로벌 자금의 위험자산 선호 현상 강화시킬 수 있고 이는 달러화의 추가 압력으로 이어질 것이다. 이에 따라 1,400원대 초반대까지 하락할 달러-원 환율이 예상보다 일찍 1,300원대 진입할 가능성도 한층 커졌다.

그림1. 24년 8월 엔화 가치 급등 및 미 고용시장 부진 등으로 엔 캐리 트레이드 청산 우려가 추가 급락으로 이어진 바 있음

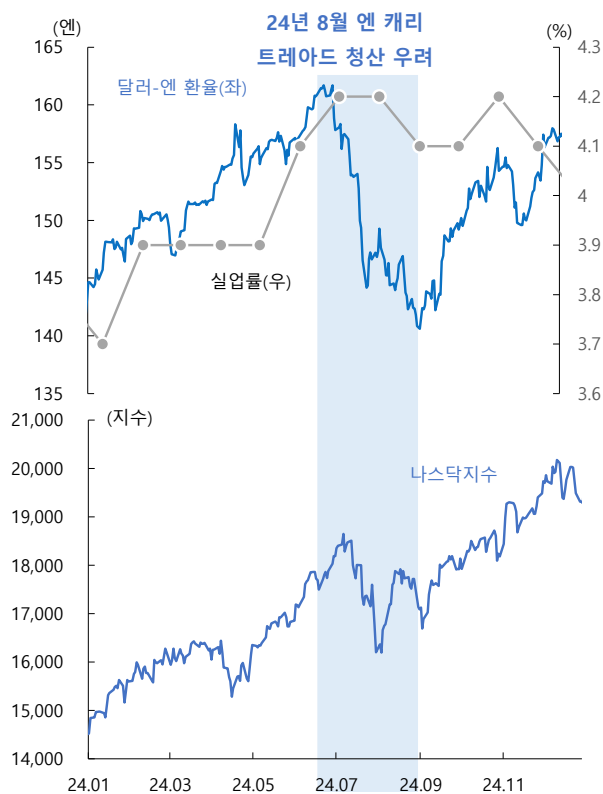
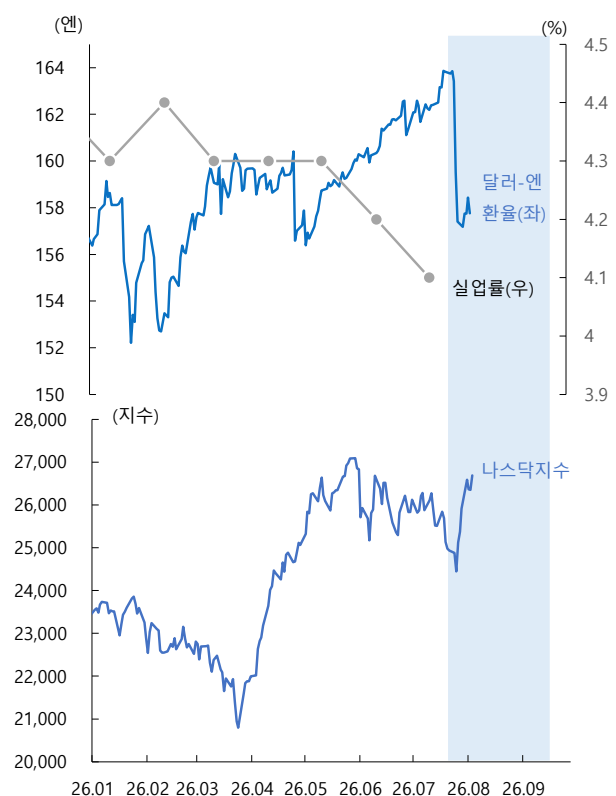
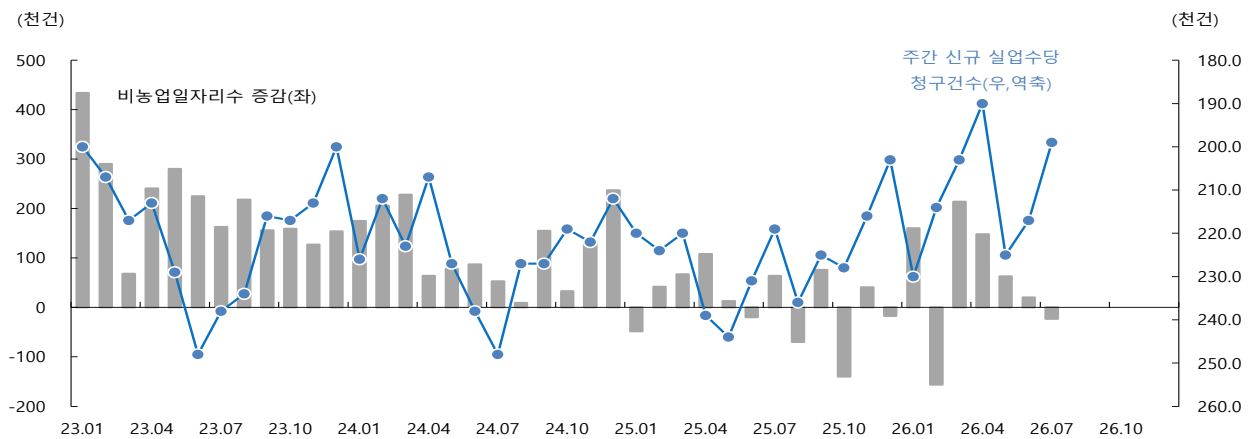


그림2. 24년 8월과 유사한 엔화 및 미국 고용시장 흐름이지만 24년 8월과 같은 사태가 재연될 가능성은 낮음



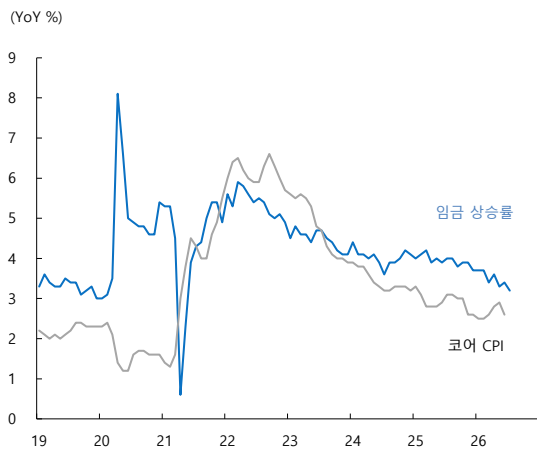
자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림3. 'No hire, No fire'국면이 유지되고 있는 미국 고용시장



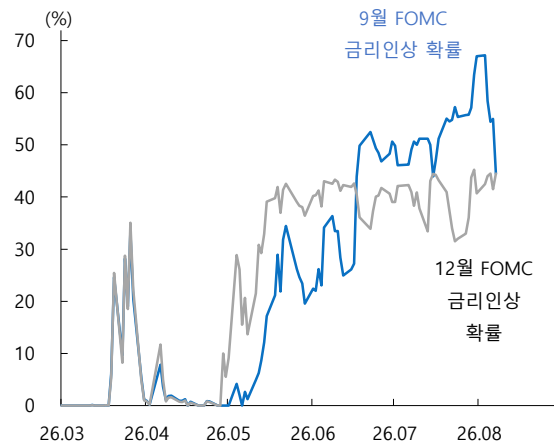
자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림4. 임금 상승률 둔화도 물가 안정에 기여할 것임



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

그림5. 7월 고용지표 부진으로 9월 금리인상 확률이 큰 폭으로 하락하는 등 금리동결 기대감이 한층 강화됨



Compliance notice

· 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

· 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (박상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.