true friend 한국투자 증권

투자솔루션
이슈

2024. 9. 2

캐리 폭풍이 지나간 후

엔 캐리 트레이드 점검

캐리 트레이드 환경에 대한 점검

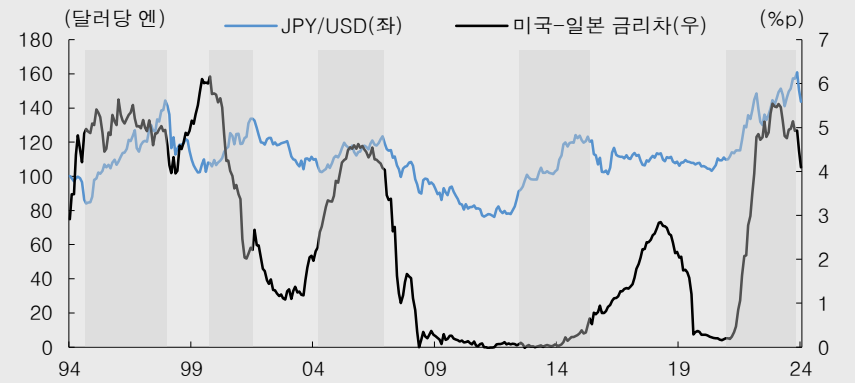
8월 초 주식과 외환자산 가격에 큰 충격을 가했던 블랙먼데이의 배경 중 하나로 통화 캐리 트레이드의 청산이 꼽혔다. 이후 추가적인 캐리 트레이드의 청산을 경계하는 목소리 속에서도 자산시장은 안정을 찾아가는 모습이다. 캐리 청산의 폭풍은 일단 지나간 듯 보이지만 캐리 트레이드의 청산 배경과 남아있는 위험 등을 점검해 보았다.

엔화 편입 통한 포트폴리오 헤지

캐리 트레이드의 정확한 청산 규모는 파악하기 힘들지만 한가지 확실한 점은 9월 예상되는 미국의 통화정책 변곡점이 다가오면서 캐리 트레이드의 매력은 점차 줄어든다는 점이다. 선진국과 신흥국, 미국과 일본의 금리차는 점차 감소할 것이다. 과거 사례를 볼 때 일본과 미국의 단기금리차가 벌어져 있을수록 캐리 청산으로 인해 엔화 가치가 급등할 가능성이 높아진다.

하반기 남은 기간 동안 경기사이클의 하방위험이 커지면서 위험선호도 약화, 자산가격 조정이 진행된다면 캐리 트레이드의 추가적인 청산과 엔화 강세 흐름이 재개될 수 있다. 올해 남은 기간 동안 정치적 불확실성(9월 일본 총리 선거, 11월 미국 대선), 글로벌 경기의 하방위험, 기술주의 모멘텀 약화 등에 대한 위험을 헤지하기 위해 포트폴리오에 일부 엔화를 편입하는 것이 효과적이라 판단한다.

미국-일본 금리차와 엔화 환율 추이



주: 미국과 일본 1년물 금리차, 음영은 엔화 약세 시기
자료: Factset, 한국투자증권

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

목차

I. 되짚어 보는 캐리 트레이드 1
캐리 트레이드란?
II. 캐리 트레이드의 특징 3
1. 캐리 트레이드의 특징
2. 캐리 트레이드의 규모는?
III. 캐리 트레이드 수익과 리스크 8
1. 캐리 트레이드의 수익과 리스크
2. 금리의 캐리 트레이드 영향
3. 캐리 수익률에 영향을 미치는 변수는?
IV. 시사점 17
1. 캐리 트레이드 환경에 대한 점검
2. 엔화 편입 통한 포트폴리오 헤지

정현종, CFA
hyeonjong.jung@koreainvestment.com

I. 되짚어 보는 캐리 트레이드

캐리 트레이드란?

통화 캐리 트레이드는 저금리 통화 차입 후 고금리 통화에 투자

캐리(Carry)는 금융 거래를 통해 확보하는 일정한 수익의 흐름이다. 캐리 트레이드는 일정 리스크를 떠안고 꾸준한 인컴을 확보하는 거래로 정의할 수 있다. 넓게 보면 정기적인 보험료를 받고 보험 서비스를 제공하는 보험 상품이나 마진을 활용한 주식 거래, 풋 옵션 매도 포지션 등을 포함하는 개념이다.

금융시장의 변화가 크지 않거나, 변화가 있더라도 확보한 수익 이상으로 손실이 확대되지 않는다면 캐리 트레이드는 수익을 거두지만, 투자환경이 바뀌거나 자산가격이 급변하는 경우에는 큰 폭의 손실 위험에 노출된다. 예를 들어 보험사는 보험가입자에게서 보험료(프리미엄)를 수취하고, 주가연계증권(ELS) 투자자는 중도상환이나 만기 시점에 정해진 원금과 쿠폰을 받는다. 그러나 보장 매도자는 보장에 대한 이벤트가 발생할 때, ELS 투자자는 기초자산이 KI(낙인 레벨)을 하회할 때 큰 폭의 손실을 겪을 수 있다.

일반적으로 금융시장의 캐리는 외환 시장에서 이뤄지는데 저금리 통화로 자금을 차입해 고금리 통화에 투자하는 것이 통화 캐리 트레이드다. 통화 캐리 투자자는 금리차에 해당하는 수익에 더해 환차익을 얻는다. 반면 고금리 통화가 저금리 통화 대비 가치가 절하되는 리스크가 존재한다. 이 때 투자대상 자산의 통화 가치가 하락하고 상환해야 하는 조달 통화의 가치가 오르기 때문에, 금리 스프레드를 초과해 자본 손실이 발생할 수 있다. 주요 글로벌 조달 통화는 달러, 엔, 스위스프랑, 유로 등이다. 주요 투자 통화는 브라질 헤알, 호주 달러, 터키 리라, 중국 위안 등이다.

통화 캐리 트레이드는 일반적인 투자전략의 하나로 이론과 달리 장기적으로 수익 기록

이론적으로 볼 때 경제가 균형인 상태에서 캐리 트레이드의 수익률은 0이어야 한다. 고금리는 높은 물가에 대한 기대를 반영하며, 저금리는 낮은 물가 기대를 나타내기 때문에, 시간이 지나면서 물가와 금리 차이를 반영해 고금리 통화의 가치가 낮아져야 하기 때문이다. 고금리 통화 가치가 하락하는 부분을 반영해, 선물환율은 현물환율보다 낮아지게 된다. 따라서 저금리 자금 조달, 고금리 투자에 나서는 통화 캐리 트레이드 자금이 현재 시점의 미래 계약 환율인 선물환으로 헤지한다면 수익이 사라진다.

헤지하지 않는 경우라면 이론적으로 미래의 현물환율이 조정되면서 국내 자산의 기대수익률과 외화자산의 기대수익률과 같아지게 된다. 그러나 이론과 달리 캐리 트레이드는 장기간에 걸쳐 성과를 내는 경우가 많았다. 캐리 자금이 지속적으로 유입되면서 투자대상 자산의 통화가치가 오르기 때문이다. 리스크 관점에서 보면 이러한 캐리 트레이드의 수익은 극단적인 가격 하락 리스크에 대한 보상이다.<해설도우미 '유위험 이자율 평형이론' 참조>

<해설도우미> 유위험 이자율 평형이론

이자율 평형이론(Interest rate parity)이란 국내이자율과 외국 이자율의 차이가 환율의 예상된 변화와 같다는 가설이다. 이자율 평형이론이 위배되면 국가간에 수익률이 낮은 국가에서 수익률이 높은 곳으로 급격한 자본이동이 발생해 결국 이자율 평형이론이 성립하게 된다는 재정거래(Arbitrage)에 근거한다. 국내 자산의 기대수익률이 환율 조정 외화자산의 기대수익률과 같다는 것을 의미한다.

환율 위험을 통화선물 계약으로 헤지하지 않는 상태에서의 균형이 유위험 이자율 평형이론(Uncovered Interest ate Parity, UIP)이다. 이 경우 국내 자산이나 해외 자산의 수익률이 차이가 나지 않도록 환율이 조정돼 차익거래의 기회가 사라지게 된다. 다음 산식에서 보듯 국내 자산의 투자 수익과 국내 통화로 표시한 해외 자산 투자 수익이 같을 때 균형이 이뤄진다. 국내 이자율(i_d)과 해외 이자율(i_f)간의 차이는 현물환율(S_t)의 기대 변화율에 따라 조정되어 어느 곳에 투자하든 기대수익은 무차별하다.

$$(1 + i_d) = \frac{E_t(S_{t+1})}{S_t}(1 + i_f)$$

이와 같은 평형이론이 적용된다면 저금리로 자금을 조달해 고금리에 투자하는 캐리 트레이드의 수익은 이론적으로 0에 수렴할 것이다. 그러나 양국 간 이자율 차이로 환율의 움직임을 예측하는 것은 실증적으로는 잘 맞지 않고, 캐리 트레이드는 장기간에 걸쳐 수익을 내는 경우가 많다. 이론적으로 설명이 힘든 캐리 트레이드의 수익을 리스크 관점에서는 극단적인 가격 하락 리스크에 대한 보상으로 설명하기도 한다.

II. 캐리 트레이드의 특징

1. 캐리 트레이드의 특징

캐리 트레이드는 변동성 매도 포지션과 유사

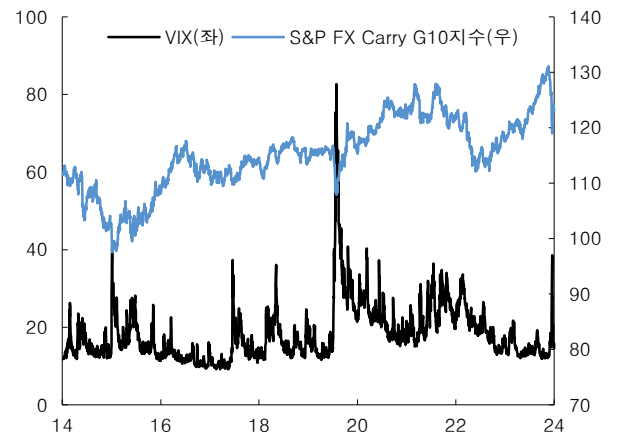
"칠면조 한 마리가 있다. 주인은 매일마다 먹이를 가져다 준다. 날이 갈수록 칠면조는 이러한 일상에 익숙해 진다. 매일 같은 시각에 먹이를 가져다 주는 주인을 기다린다. 그러나 추수감사절을 앞둔 어느 날 친절했던 주인의 손은 칠면조의 목을 비틀게 된다".

이 이야기는 과거 경험에 근거한 인간의 합리적 예측이 얼마나 취약한지 경고하는 내용이지만 캐리 트레이드의 상황과 맞아 떨어진다. 캐리 트레이드의 주요한 특징을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 캐리 트레이드는 기본적으로 변동성 매도 포지션이다. 콜이나 풋 옵션 매도와 같이 수익구조가 위로 볼록한(convex) 형태를 띤다. 옵션 매도 포지션은 기초자산의 고점 매도, 저점 매수를 통해 복제해 낼 수 있다. 이 과정에서 캐리 트레이드는 시장에 유동성을 공급하는 시장 조성자와 유사한 역할을 하게 된다.

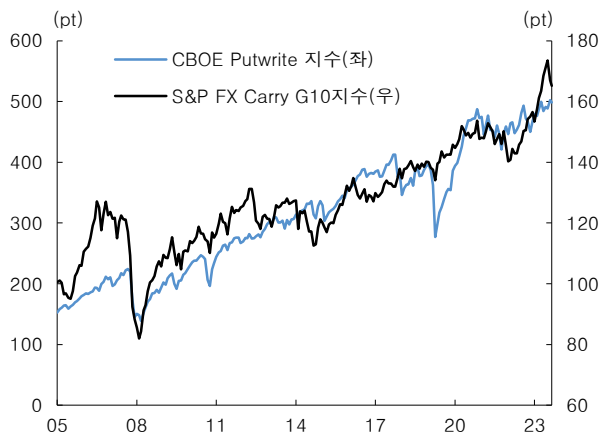
변동성 매도 포지션은 기초자산이 큰 폭으로 하락하지 않으면 안정적 수익을 거둔다. 캐리 트레이드도 금융자산 가격의 변동성이 줄어들 때 높은 성과를 얻는 반면, 시장의 변동성이 커지는 시점에 캐리 지수의 성과는 낮아진다. 작은 이익이 오랜 기간 누적되지만 투자자들은 위기 시점에 큰 손실을 겪는다. 앤 캐리 트레이드의 성과는 주식 자산의 기대변동성과 역의 관계를 나타내며, 풋옵션 매도 전략과 유사한 흐름을 나타낸다.

[그림 1] VIX와 엔 캐리 성과 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 풋옵션 매도 전략과 엔 캐리 성과 추이



주: CBOE Russell2000 Putwrite 지수
자료: CBOE, 한국투자증권

캐리 트레이드, 레버리지 동반해 청산 시 가격 변동성 증폭시키는 역할

둘째, 캐리 트레이드는 레버리지를 동반한다. 차입을 통해 자금을 조달하기 때문에 자본금을 초과한 손실이 발생하면 포지션 청산 압력이 커진다. 캐리 트레이드는 청산될 때 대규모 매도를 동반하며 가격 변동폭을 확대시킨다. 레버리지가 클수록 환율과 자산가격의 작은 변동에도 자본 손실로 이어지기 때문에 청산이 촉발되고, 자산 매도와 포지션 청산은 추가적인 매도의 악순환으로 이어져 가격 변동성을 증폭시킬 수 있다.

셋째, 캐리 자금은 저금리로 자금을 차입해 고금리 국가에 유동성을 공급하는 역할을 한다. 캐리 트레이드가 증가한다는 것은 완화적 통화환경에서 유동성 공급과 신용이 확대된다는 의미다. 반대로 캐리 트레이드의 청산은 유동성을 위축시킨다. 캐리 트레이드는 무한정 지속될 수 없기 때문에 경제성장이나 기업이익 증가와 같은 펀더멘털에 기반하지 않은 자산가격 상승이 지속될수록 캐리 청산 시 발생 가능한 위험은 커지게 된다. 심한 경우 자산가격 급락으로 인한 금융위기가 겹치면, 캐리 대상국의 통화가치가 급락하며 달러 채무를 보유한 기업들이 유동성과 신용위기를 겪을 수도 있다.

최근 엔화의 움직임은 캐리에 우호적인 매크로 환경이 지속되다가 통화정책 기대감이 변화하면서 충격이 일시적으로 커진 사례다. 7월 일본은행(BOJ)은 기존 0.0~0.1%였던 정책 금리를 0.25%로 인상하고, 국채 매입 프로그램 규모도 2026년 1분기까지 현 수준의 절반으로 줄이기로 했다. BOJ의 통화정책 변경으로 캐리 조달 통화(엔화)는 7월 10일 달러당 161엔에서 140엔 대로 급격한 강세로 반전됐다.

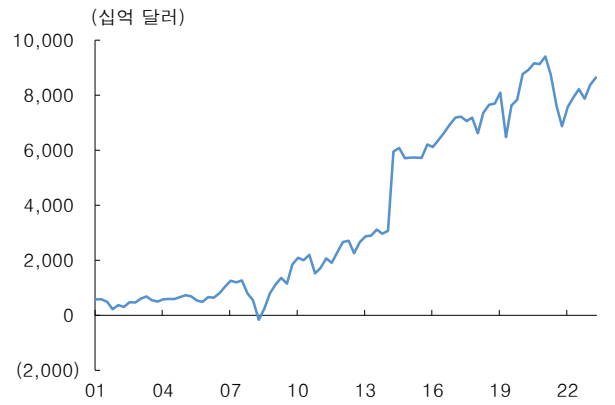
2. 캐리 트레이드 규모는?

캐리 규모, 위기 시마다 줄지만 장기적으로 해외 보유자산의 규모는 늘어나

주요한 글로벌 조달 통화는 달러, 엔, 스위스프랑, 유로 등인데 이들 통화를 대상으로 한 정확한 캐리 트레이드 규모는 파악하기 힘들다. 과거 사례를 보면, 2007~2009년 금융위기 이후 초저금리 상황에서 달러로 조달한 캐리 트레이드가 증가했었는데, 당시 엔화, 달러 등을 포함한 총 통화 캐리 트레이드 규모는 3조 달러 수준으로 추산된다.

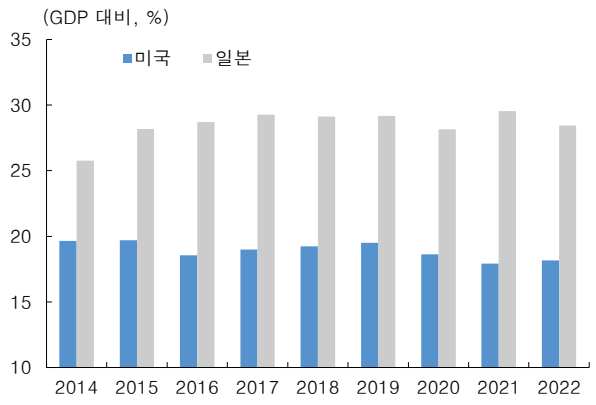
미국 금융기관의 순 해외자산 규모 추이를 통해 달러 조달 캐리 트레이드 규모를 대략적으로 추정해 볼 수 있다. 미국 금융기관의 순 해외자산 규모는 위기 시점마다 줄었지만, 장기적으로 늘어나는 추세를 보인다. 금융위기 전 1조달러 대였던 순 해외자산 규모는 금융위기 때 0을 기록했다가 이후 초저금리 상황에서 캐리 트레이딩 규모가 다시 빠르게 확대되었다. 지난해 말 기준 미 금융기관의 순 해외자산 규모는 8.4조 달러 수준으로 불어났다.

[그림 3] 미국 금융기관의 순 해외자산 규모 추이



자료: IMF, 한국투자증권

[그림 4] 미국과 일본 저축률(GDP 대비)

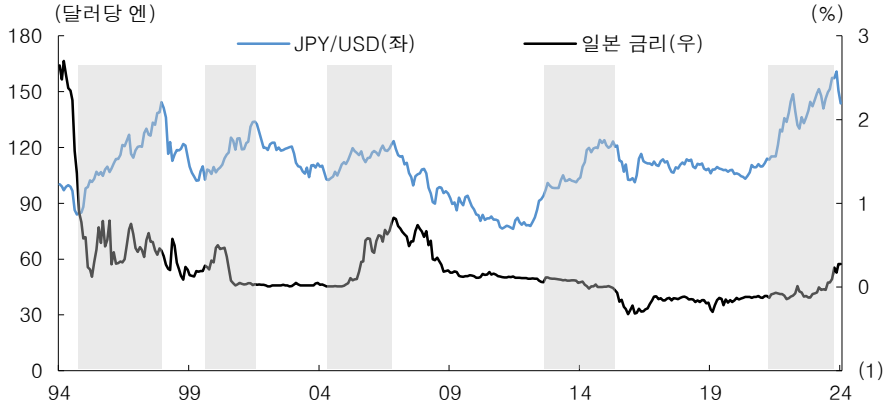


주: 총저축률(GDP 대비 %)
자료: World Bank, 한국투자증권

일본은 90년대 자산버블 붕괴 이후 초저금리 상황을 맞아 해외자산 투자에 대한 유인이 커졌다. 미국보다 저축률이 높은 부분도 캐리 트레이드가 발생하기 유리한 환경이다. 90년 대 이후 엔 캐리 트레이드는 여러 차례 걸쳐 확장과 청산의 시기를 겪었다. 엔 캐리 트레이드 확장 시점마다 엔화는 달러 대비 약세를 보였고, 엔 캐리의 청산 시점에는 엔화가 강세를 반복했다.

엔 캐리 트레이드의 청산은 97년 동아시아 위기, 2008년 글로벌 금융위기 등 주요한 위기와 기간이 겹친다. 가장 최근 엔 캐리 트레이드가 확대된 시점은 2021년 이후이다. 코로나 대응의 후유증으로 미국의 물가가 두 자릿수를 기록하면서 미 연준은 2022년 3월부터 가파른 금리인상을 진행했는데, 이에 따라 미국과 일본의 금리차는 빠르게 확대됐고 엔 캐리 트레이드도 늘어난 것으로 보인다. BIS에 따르면 일본 시중은행의 해외 대출 규모는 올해 1분기 말 기준 2021년 보다 21% 늘어난 1조 달러를 기록했다. <해설도우미 '엔 캐리 트레이드의 짧은 역사' 참조>

[그림 5] 일본 금리와 엔/달러 환율 추이



주: 일본 1년물 국채 금리 기준
자료: 일본 재무부, 한국투자증권

<해설도우미> 캐리 트레이드에 대한 짧은 역사

초기에 등장한 통화 캐리 트레이드는 엔화 기반의 캐리 트레이드였다. 1990년대 초 부동산과 주식시장 붕괴 이후 일본은 유례없는 초저금리를 겪는다. 1995년 고베 대지진 발생 직후 일본은행이 정책금리를 1%로 인하하면서 첫 번째 캐리 확대 국면이 시작되었다. 캐리 트레이드는 1990년대 동아시아 국가의 국내 은행 시스템을 거쳐 이뤄졌다. 그러나 당시 태국 등 일부 아시아 국가는 경제규모(GDP) 대비 경상수지 적자 폭이 과도했으며, 달러에 연동된 태국 바트화가 약세 압력을 받게 된다. 외환 자금 유출을 통한 캐리 자금의 역전은 인도네시아, 한국 등으로 확대되며 아시아 경제 위기를 초래했다. 1998년 10월 아시아와 러시아의 위기, 헤지펀드(LTCM)의 도산까지 이어지며 일본 엔화가 급등하는 현상이 나타났다. 엔화 가치는 1998년 10월초 달러 대비 15% 급등하게 된다.

1998년 캐리 크래시(Crash) 상황에서 당시 연준 의장이었던 그린스펀은 크레딧 스프레드의 확대를 우려해 기준금리를 금리를 3차례 인하하는 등 통화 완화 정책을 시행했다. 투자자들은 캐리 청산 경험에도 불구하고 변동성이 커지면 중앙은행이 뒷받침해주는 경험을 통해 다시 캐리 트레이드를 늘리게 되고 오히려 캐리 버블을 키우는 계기가 된다.

2002년 일본의 단기금리는 사실상 제로금리였는데 엔화 가치가 상승하게 된다. 일본은행은 일본 수출기업의 경쟁력을 위해 가파른 엔화 가치 상승을 막고자 엔화 매도, 달러 매수를 통해 환율을 안정시키는 노력을 한다. 제로 금리 상황에서 중앙은행이 외환시장에 개입해 엔화 가치 상승을 막는 모습을 보이자, 엔화 기반 캐리 트레이드가 다시 늘게 된다. 엔 캐리 트레이드가 늘수록 엔화 가치는 하락하고 경상수지는 늘었다.

2007~2008년 엔 캐리 트레이드는 고점에 도달했는데 글로벌 금융위기와 기간이 겹친다. 당시 총 통화 캐리 트레이드 규모는 3조 달러 수준으로 추산된다. 엔화와 달러가 주요 자금 조달 통화로 스위스 프랑, 유로화도 자금조달을 위해 이용됐다. 리만 브라더스가 파산하기 직전인 2008년 통화 캐리 트레이드는 정점을 기록한 후 급격하게 청산되는 과정에서 환율의 급변동을 야기했다. 2008년 캐리 크래시로 캐리 트레이드 규모는 일부 조정됐지만, 이후 다시 늘어나기 시작한다.

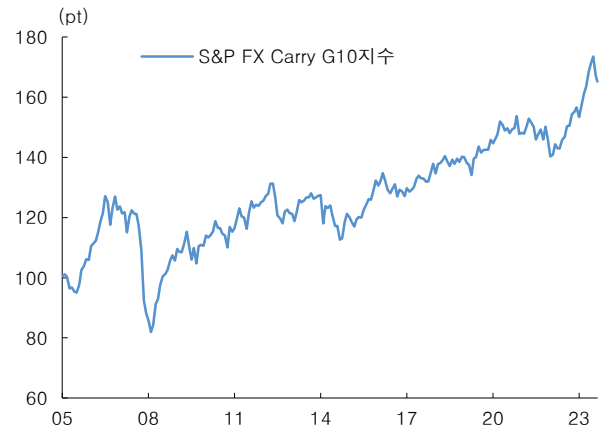
III. 캐리 트레이드 수익과 리스크

1. 캐리 트레이드의 수익과 리스크

일정 수준의 변동성에서 양의 수익 기록하지만, 변동성 커지면 손실폭 커져

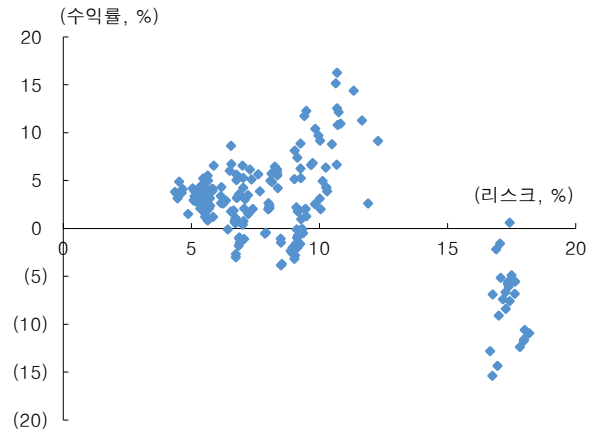
장기적인 관점에서 통화 캐리 트레이드의 수익과 리스크를 살펴보았다. 먼저 글로벌 주요국 10개 통화를 대상으로 한 롱숏 캐리 성과는 연평균 2.7%, 표준편차 9.2%를 나타낸다. 레버리지 정도에 따라 캐리 트레이드의 성과는 크게 차이가 날 수 있다. 캐리 트레이드는 위기 시점에 큰 폭의 drawdown이 발생한다. 캐리 트레이드 전략은 수익률 분포의 치우친 정도를 나타내는 왜도가 −1.3으로 왼쪽 꼬리가 길게 나타난다. 캐리 전략에 큰 규모의 하락 위험이 존재함을 의미한다. 일정 수준 이내의 변동성 하에서 양의 수익을 거두지만, 청산이 급격하게 이뤄지는 시점에 캐리 지수의 변동성이 커지고 10% 내외의 손실을 기록한 것으로 나타난다.

[그림 6] 캐리 지수의 장기 추이



주: S&P Risk Premia FX Carry G10 Index는 G10 국가 통화 롱숏 포지션 성과 반영
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 7] 캐리 지수의 수익과 리스크



주: S&P Risk Premia FX Carry G10 지수, 2년 롤링, 연환산 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

엔화, 유로 등 주요국 캐리 조달 통화의 캐리 트레이드 성과를 보다 자세히 살펴보았다. 다음 산식에서 z_{t+1}는 월간 캐리 수익률을, i_t^*는 3개월물 해외 금리를, i_t 는 미국 3개월물 금리를, Δs_{t+1}는 외환 변동률을 각각 의미한다. 해외 금리가 높을수록, 달러가 약세를 나타낼수록 캐리 수익이 높아짐을 의미한다. 일반적으로 엔화 등 저금리 통화로 자금을 조달해 호주달러와 같은 고금리 통화에 투자하지만, 여기서 캐리 수익률은 달러로 자금을 조달해서 해외 통화에 언헤지로 투자할 때의 캐리 수익률을 가정해 조달 통화 별 캐리 트레이드의 특징을 살펴보았다.

$$z_{t+1} = \left(i_t^* - i_t\ \right) - \Delta s_{t+1}$$

2000년 이후 월간 데이터를 기준으로 살펴보면, 주요 조달 통화 가운데 일본의 단기 시중금리가 가장 낮아 캐리에 유리했다. 평균적으로 일본 금리는 미국 대비 2%p 이상 크게 낮다. 유위험 이자율 평가 모형(UIP)에 따르면 금리차와 관계없이 미래 환율이 조정되며 캐리 수익률은 장기적으로 0에 수렴해야 한다. 그러나 달러 펀딩 기준으로 캐리 수익률은 -3.4%, 반대로 엔화 펀딩 기준으로 볼 때 연평균 3.4%의 캐리 수익이 발생했다.

<표 1> 통화 별 캐리 트레이드 통계치

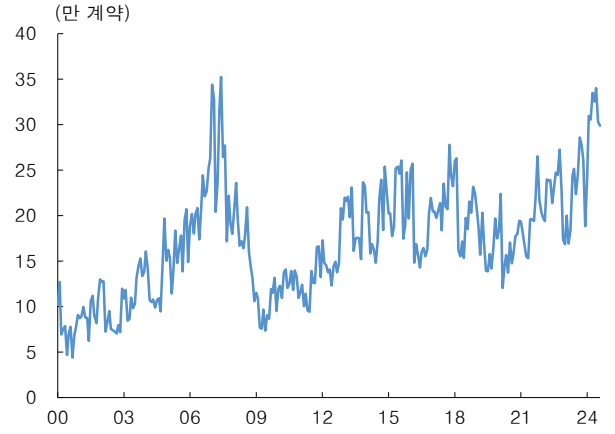
	JPY	CHF	GBP	EUR
금리차(연환산, %)	(2.1)	(1.6)	0.4	(0.6)
환율 변동(연환산, %)	1.3	(2.6)	1.0	(0.5)
캐리 수익(연환산, %)	(3.4)	1.0	(0.6)	(0.1)
미결제약정(만건)	17.1	5.4	14.3	33.0
선물 순포지션(만건)	(2.8)	(0.7)	(0.7)	0.6
조정 순포지션 비중	(0.12)	(0.09)	(0.03)	0.03
내재 변동성(%)	9.76	9.35	8.88	9.22
왜도	0.13	0.10	0.05	(0.02)

주: 금리차는 (해당국 - 미국 금리), 환율 변동은 달러 대비 각 통화 가치의 변화, 내재변동성은 1개월물 등가격 옵션에서 산출
자료: Bloomberg, Factset, JP Morgan, 한국투자증권

8월 초, 엔화의 투기적 숏 포지션 빠르게 청산

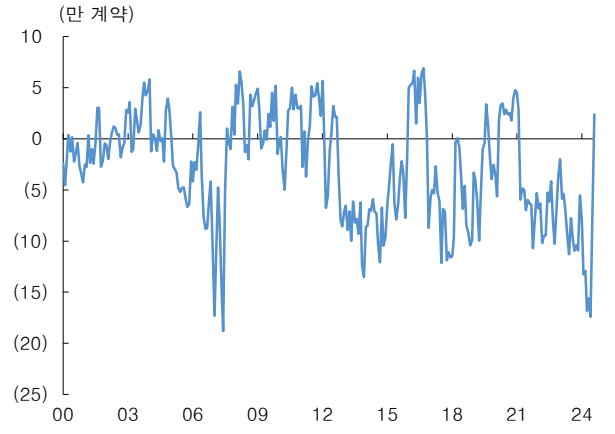
캐리 트레이드의 투기적 거래 정도는 CFTC(Commodity Futures Trading Commission)의 선물 포지션 데이터를 사용했다. 여기서 순 포지션은 헤지 목적이 아닌 투기적 거래(Non-commercial trade)에 따른 선물 매수와 매도 포지션의 차이다. 장외에서 거래되는 외환 거래가 많고 투기적인 목적의 거래를 구분하는 것이 쉽지 않지만 전반적인 캐리 트레이드의 추세를 보여준다. 엔화 선물 미결제약정은 2020년 이후 지속적으로 늘어나 30만건 수준까지 증가했다. 엔화 선물 숏 포지션은 7월 중순 20만건 가까이 늘어나 금융위기 직전인 2007년 7월 이후 가장 높았다. 일본의 금리인상과 미국의 경기침체 우려 확산, 중동 위기감 고조 등이 복합적으로 작용하며 8월 초 블랙먼데이에 엔화에 대한 투기적 숏 포지션은 급격하게 청산되는 흐름을 보였다.

[그림 8] 일본 엔화 선물 미결재 약정 추이



자료: CFTC, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 9] 일본 엔화 선물 투기적 거래 순매수 포지션 추이

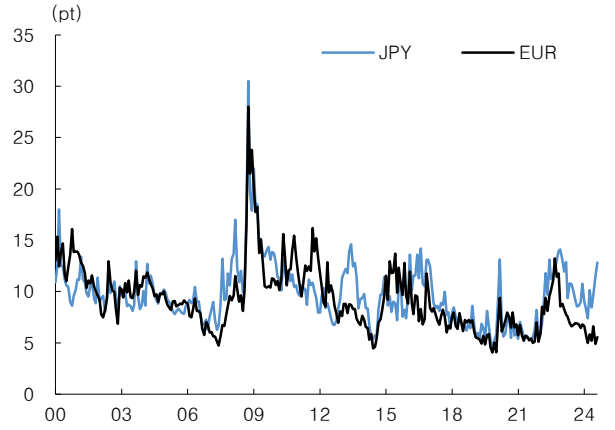


주: 3개월 이동 평균
자료: CFTC, Bloomberg, 한국투자증권

리스크 리버설, 8월 이후 엔화 강세에 대한 기대가 커졌음을 나타내

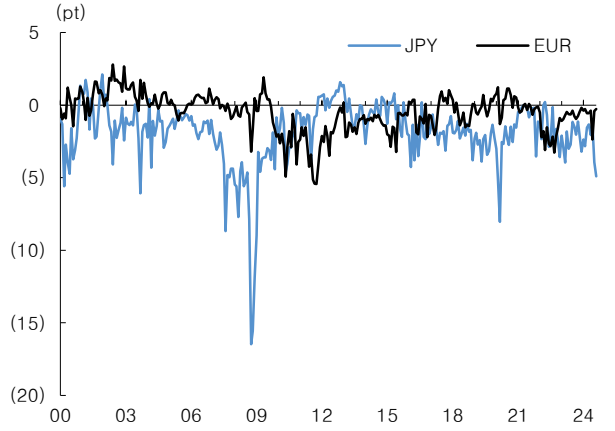
통화의 내재 변동성은 1개월물 ATM(등가격) 통화옵션의 내재 변동성을 의미한다. 리스크 리버설(Risk reversal)은 외가격(OTM) 통화 콜옵션의 내재 변동성에서 풋옵션의 내재 변동성을 차감해서 계산한다. 리스크 리버설은 캐리 리버설(reversal) 또는 캐리 크래시(crash)에 대한 보험 비용을 의미한다. 환율 움직임의 분포가 대칭적이라면 콜과 풋 가격이 상쇄돼 리스크 리버설은 0에 가까울 것이다. 반면 투자자들이 달러 강세 기대가 커질수록 리스크 리버설이 상승하고, 반대로 달러 약세 기대가 높을수록 리스크 리버설은 하락한다. 여기서는 10% 델타 리스크리버설을 사용했는데, 동일 만기의 10% 델타 콜옵션 내재변동성에서 10% 델타 풋옵션 내재변동성을 뺀 값을 의미한다. 유로와 달리 엔화 기초자산 통화 옵션의 내재 변동성이 8월 이후 큰 폭으로 상승했는데, 풋옵션의 내재 변동성이 커져 엔/달러 하락, 엔화 강세에 대한 투자자들의 기대가 갑작스레 커졌음을 나타낸다.

[그림 10] 엔화와 유로화 통화 옵션의 내재 변동성 추이



주: 1개월물 통화 옵션의 내재변동성 기준
자료: JP Morgan, 한국투자증권

[그림 11] 엔화와 유로화, 리스크 리버설 추이

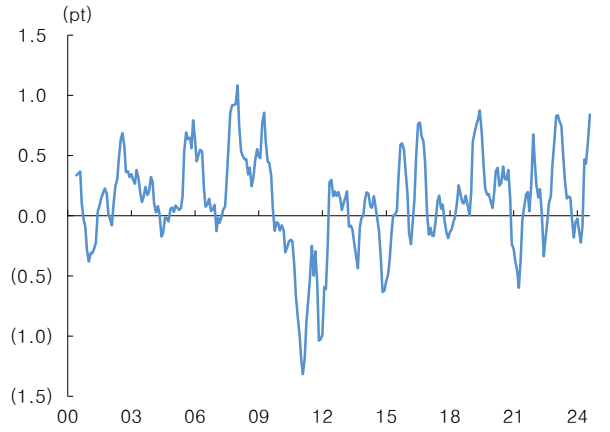


주: 리스크 리버설 = 외가격(OTM) 통화 콜옵션 내재 변동성 – 풋옵션 내재 변동성
자료: JP Morgan, 한국투자증권

엔화는 안전자산으로 위기 시점에 큰 폭의 강세 움직임 나타내

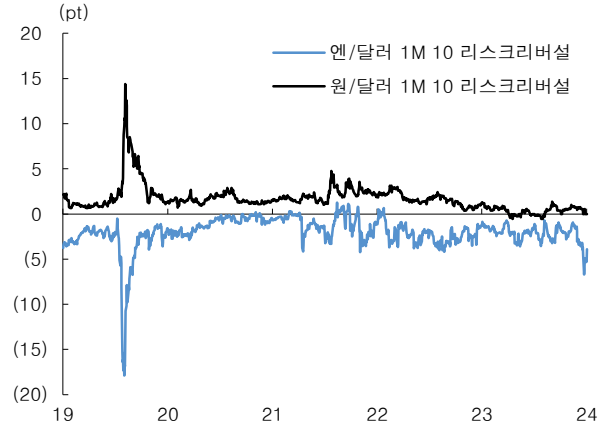
왜도(Skew)는 직전 40 거래일 동안 엔화 환율 실제 변동률의 왜도값을 의미한다. 환율의 변화가 상하방으로 대칭적으로 움직일 때 왜도값은 0이다. 여기서는 통화의 수익률 분포가 달러 대비 큰 폭의 강세를 보이는 경우가 많을수록, 양의 왜도를 가진 것으로 나타냈다. 엔화는 다른 조달 통화보다 왜도가 높아 위기 시점에 큰 폭의 강세를 보임을 나타낸다. 위기 시점에 환율이 급등하는 원화와 달리, 엔화는 안전자산의 지위를 갖고 있어 환율 움직임에 차이가 난다. 투자자들이 리스크 이벤트가 발생할 때 원화와 엔화의 성격과 가격 움직임에 대한 기대가 상반되기 때문이다.

[그림 12] 엔/달러 환율의 왜도 추이



주: 6개월 이동평균
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 13] 원화와 엔화의 리스크 리버설 추이



자료: JP Morgan, 한국투자증권

2. 금리의 캐리 트레이드 영향

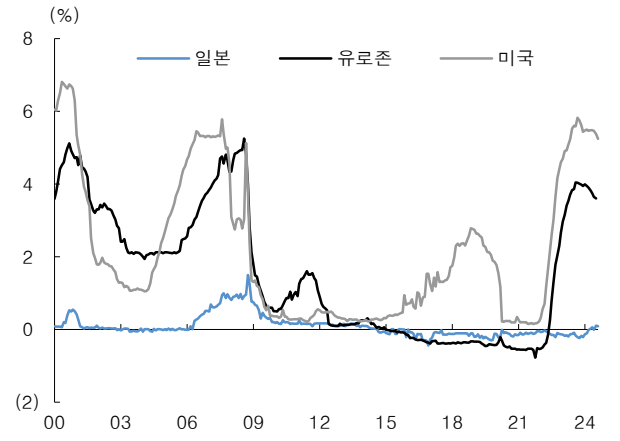
금리차가 엔 캐리 트레이드에 미치는 영향을 확인해 보자. 먼저 주요 국가의 달러 대비 금리차는 서로 연동되는 모습을 보인다. 미국의 통화정책이 변경될 때 유로존과 영국의 단기금리는 서로 밀접하게 움직이며 글로벌 통화정책이 동조화되어 있음을 반영한다(상관계수 0.8). 반면 장기간 제로금리 정책을 유지해 온 일본은 다른 주요국과 통화정책 사이클이 일치하지 않는다.

<표 2> 글로벌 단기 금리차의 상관도

금리차	JPY-USD	GBP-USD	EUR-USD
JPY-USD	1		
GBP-USD	0.17	1	
EUR-USD	0.53	0.82	1

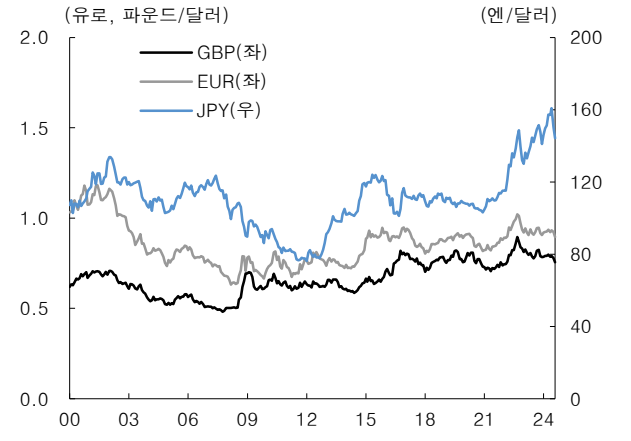
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 14] 주요국 단기 금리 추이



주: 3개월물 예금금리 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 15] 주요국 환율 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

일본-미국 금리차 클수록, 투기적 숏 포지션 늘고 엔화 약세 기대가 높아져

2022년 이후 일본과 미국 간 금리차 확대는 캐리 자금 조달처로서 엔화의 매력을 끌어 올렸다. 과거 일본과 미국의 금리차가 1개월의 시차를 두고 투기적 순 포지션, 리스크 리버설, 캐리 수익률의 왜도에 어떤 영향을 미쳤는지 살펴보았다. 관찰 시점은 2000년 이후로 월간 데이터를 기준으로 했다.

양국간 예금 금리차(일본-미국 금리)가 투기적 매수 조정 순 포지션에 미치는 영향은 의미있는 양의 계수를 갖는다. 일본 금리와 미국 금리간 역전폭이 클수록 투기적 엔화 숏 포지션이 늘어난다는 의미다. 일본 금리가 미국보다 낮으면 낮을수록, 투자자들은 저금리 엔화의 가치가 추가로 낮아질 것으로 예상해 엔화 선물 숏 포지션을 늘리게 된다. 리스크 리버설 역시 유의미한 양의 계수를 나타내는데, 금리차가 클수록 달러 강세(엔화 약세)에 대한 투자자들의 기대가 커짐을 나타낸다.

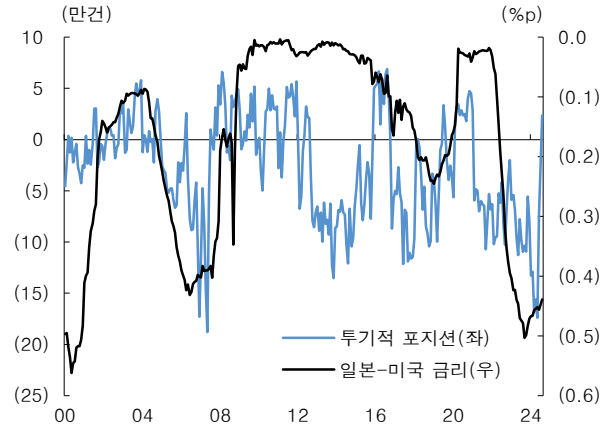
<표 3> 금리차가 미치는 영향 회귀분석

	계수	t값	P값
조정 순포지션	0.46	4.91	0.00
리스크 리버설	2.69	3.46	0.00
왜도	(0.93)	(3.67)	0.00

주: 금리차는 3개월물 일본 예금금리 –미국 예금금리, 조정 순포지션은 순포지션/미결제약정, 리스크 리버설은 콜옵션 내재변동성 – 풋옵션 내재변동성을 의미
자료: Bloomberg, Factset, JP Morgan, 한국투자증권

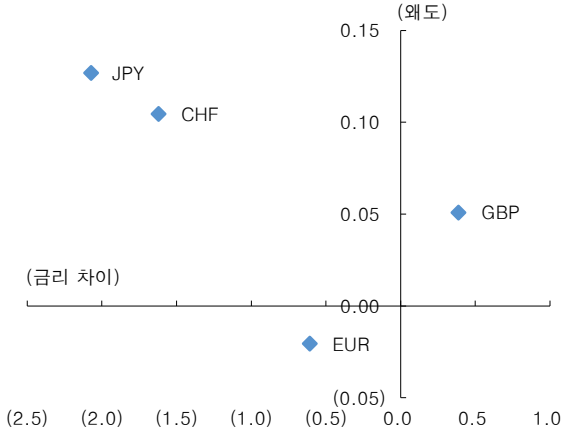
외환 변동률의 음의 왜도는 캐리 전략의 '크래시 리스크'를 반영한다. 금리차가 왜도에 미치는 영향을 살펴보면 유의미한 음의 계수를 확인할 수 있다. 미국 대비 일본 금리가 낮을수록, 위기 시점에 캐리 청산이 이뤄지며 엔화가 큰 폭의 강세를 띠게 된다는 의미다. 이러한 안전자산으로서의 특성은 스위스 프랑과 엔화에서 강하게 나타난다. 이들 통화를 조달해 투자하는 캐리 트레이드 전략은 꾸준하게 수익을 내다가 청산될 때 급격한 손실을 겪을 수 있음을 시사한다.

[그림 16] 금리차와 투기적 포지션



자료: Bloomberg, CFTC, 한국투자증권

[그림 17] 금리차와 왜도 간의 역의 관계



자료: Bloomberg, 한국투자증권

3. 캐리 수익률에 영향을 미치는 변수는?

금리차, 투기적 포지션, 투자자 기대 등이 캐리 수익률에 미치는 영향 분석

엔 캐리 트레이드 수익률에 어떤 변수가 영향을 미치는지 확인하기 위해 추가적인 회귀분석을 실시했다. 동일한 관찰 기간 동안 금리차(일본-미국 금리), 투기적 순 포지션, 리스크 리버설, 왜도 등이 엔 캐리 트레이드 전략에 미치는 영향을 분석했다.

$$z_t = \beta_0 + \beta_1(i^*_{t-1} - i_{t-1}) + \beta_2 NetPosition_t + \beta_3 Reversal_t + \beta_4 Skew_t$$

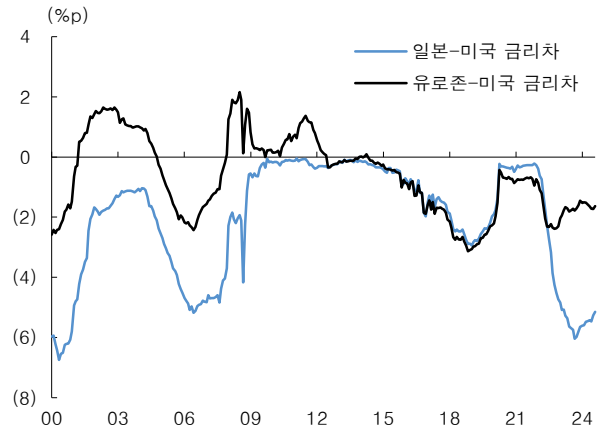
<표 4> 엔 캐리 성과에 영향을 미치는 변수

	계수	t 값	P 값
일본-미국 금리 차이($i^*_t - i_t$)	1.62	1.71	0.09
조정 순포지션 ($NetPosition$)	2.18	3.72	0.00
리스크 리버설($Reversal$)	(0.46)	(6.15)	0.00
왜도($Skew$)	0.49	2.39	0.02

주: 금리차는 3개월물 일본 예금금리 - 미국 예금금리, 조정 순포지션은 순포지션/미결제약정, 리스크 리버설은 콜옵션 내재변동성 - 풋옵션 내재변동성을 의미
자료: Bloomberg, Factset, JPMorgan, 한국투자증권

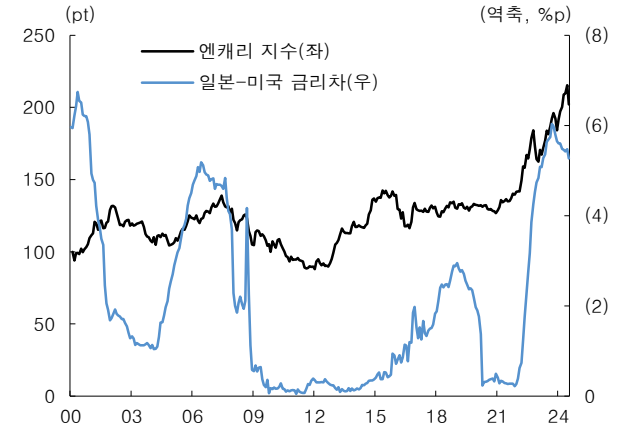
캐리 트레이드 수익률(z_t)은 미국 달러로 자금을 조달해 일본 엔화에 매수 포지션을 가져갔을 때의 성과를 반영한다. 엔화 조달의 경우, 변수가 캐리 트레이드 수익에 미치는 영향을 반대로 해석하면 된다. 기본적으로 미국과의 금리 역전 폭이 클수록 엔 캐리 트레이드는 높은 성과를 나타낸다. 현재 미국과 일본의 3개월물 금리는 각각 연 5.1%, 0.1% 수준이다. 일본과 미국의 단기 금리차는 5%p 이상으로 2000년대 초 이후 가장 큰 폭으로 확대되어 있어 캐리 트레이드에 우호적이다.

[그림 18] 미국-일본, 미국-유로존 금리차



주: 예금금리 3개월물 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 19] 금리차와 앤 캐리 지수 성과 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

엔화에 대한 조정 순포지션이 줄어드는 것(숏 포지션)은 엔화 약세 베팅이 커진다는 의미다. 숏 포지션이 늘수록 엔 캐리 트레이드의 성과는 높아진다. 달러 강세(엔화 약세)에 대한 투자자들의 기대(리스크 리버설)가 높을수록 엔 캐리 성과는 강해진다.

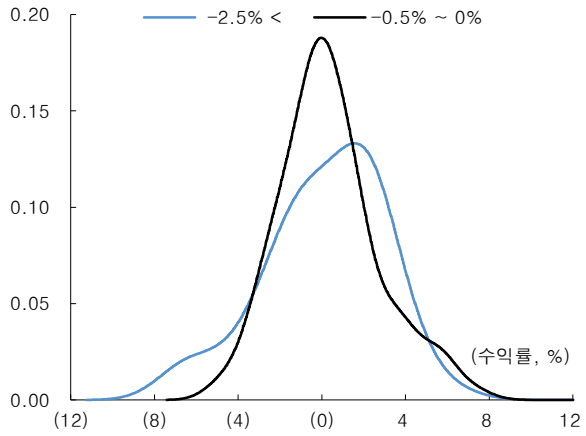
엔 캐리 성과는 캐리 자금 유입과 투기적 숏 포지션에 영향 받아

마지막으로 엔/달러 환율 수익률 분포가 한쪽에 치우칠수록 캐리 수익률은 낮아진다. 엔 캐리 트레이드가 진행되면서 청산에 따른 엔화의 급격한 강세 가능성이 점차 높아지게 되는데, 금리차가 큰 상황에서 이러한 극단적인 가격 움직임 가능성도 커진다. 대외 금리차를 3개 구간으로 나눠 엔/달러 환율의 수익률 분포를 살펴보았다. 일본과 미국간 금리 차이를 3개의 그룹으로 구분하면 −2.5%p 이하, −2.5%p ~ −0.5%p, −0.5%p 이상으로 나눌 수 있다. 다음은 금리차가 가장 크게 나타난 경우와 가장 적게 나타난 시기의 엔화 환율 수익률 분포이다. 일본 금리가 미국과 비교해 2.5%p 이상 크게 낮은 경우 그 다음달 엔화 환율의 변동 분포는 왼쪽 꼬리가 길게 나타난다.

금리차가 클수록 엔/달러 현물환율의 수익률 분포가 대칭적이지 않고 왼쪽 꼬리가 길다는 것은, 캐리 트레이드가 매력적이지만 투기적 수요가 많은 탓에 캐리 트레이드가 급격히 청산(엔화 강세)될 수 있음을 시사한다.

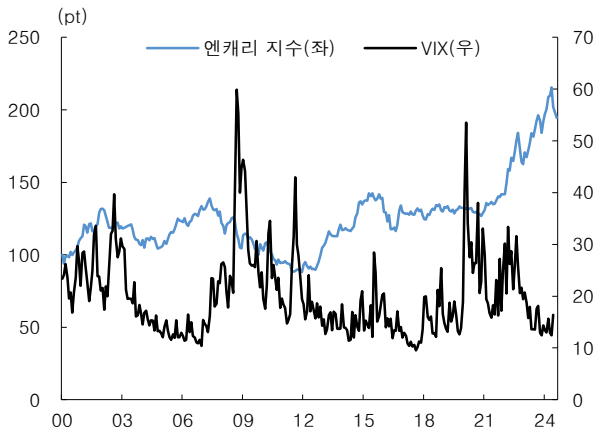
정리하면 앤 캐리 트레이드의 성과는 조달 통화(엔화) 금리보다 투자 통화의 금리가 높을수록, 투기적 수요가 높아 엔화 약세에 대한 시장의 기대가 클수록 높은 수익률을 기록한다. 높은 금리차와 투기적 수요의 집중은 유리한 캐리 트레이드 환경을 만들어 내지만, 반대로 급격한 통화정책 전환이나 위험선호도 하락으로 인한 캐리 트레이드 청산 압력을 높인다. 아직 일본의 대외 금리차가 높은 수준이라 우호적 캐리 여건이지만, 통화정책 변경 초기에 위치한 만큼 추가적인 엔화 강세 전환에 따른 청산 리스크는 여전히 높다고 볼 수 있다.

[그림 20] 금리차에 따른 엔/달러 수익률 분포 차이



주: 과거 일본과 미국의 금리차 수준에 따라 3분위로 시기로 나눈 현물환율 수익률 분포
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 21] VIX와 엔 캐리 성과 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

IV. 시사점

1. 캐리 트레이드 환경에 대한 점검

경제여건의 변화 예상될 때 캐리 트레이드는 포지션 구축에 걸린 시간보다 빠른 기간 내에 청산

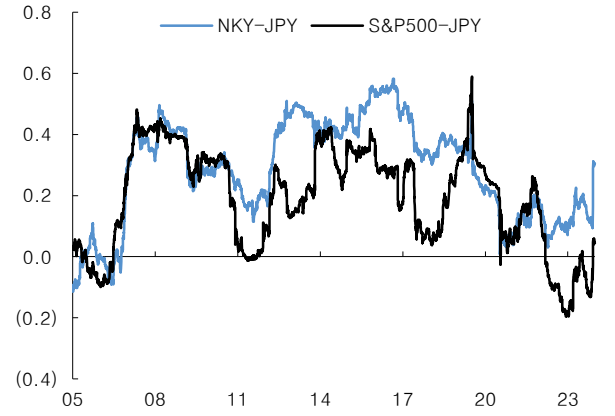
캐리 트레이드는 자본이 풍부한 나라에서 매력적인 투자처로 자본이동을 의미하며 생산요소의 효율적 배분과 투자를 촉진시킨다. 또한 금융 시장에 유동성을 공급하는 긍정적 역할을 한다. 캐리 트레이드 여건이 형성되면 추가적인 투자금이 지속적으로 유입되고 캐리 대상국가 환율의 평가절상과 자산가격 상승이 나타나면서 캐리 트레이드 전략은 장기에 걸쳐 수익을 거두게 된다. 위기 시점마다 최종 대부자로서 외환 변동성을 낮추는 중앙은행도 캐리 트레이드에 유리하게 작용한다.

그러나 캐리 트레이드는 양날의 검과 같아 유동성이 위축되고 시장의 변동성이 커지는 시점에 부정적인 영향을 가한다. 지난 8월 초 엔 캐리 트레이드의 청산은 환율과 주가를 급격하게 변동시키는 요인으로 작용했다. 캐리 트레이드에 나섰던 투자자들이 증거금 요청으로 기계적 매도에 나섰고 외환시장을 뒤흔들었다. 캐리 트레이드 청산은 단순히 외환 변동성 확대에 그치는 것이 아니라, 주식 등 다른 위험자산의 급등락에 영향을 미칠 수 있는데 엔화 환율 변동과 주가지수 수익률 간의 상관계수는 최근 빠른 속도로 높아졌다.

투자자들의 주된 관심사는 캐리 트레이드 청산이 마무리된 것인지, 추가적인 위험이 남아있다면 어떻게 헤지할 것인가이다. 캐리 트레이드는 글로벌 통화정책의 사이클에 맞춰 구축과 청산이 이뤄진다. 일반적으로 경제여건의 변화나 충격이 예상되거나 발생하는 경우 캐리 트레이드는 포지션 구축에 소요된 시간보다 빠른 기간 내에 청산되는 특징을 보인다. 과거 아시아 외환위기 이전의 엔 캐리 트레이드는 3년에 걸쳐 구축된 반면 청산은 1년 반 남짓한 기간 동안 이뤄졌다.

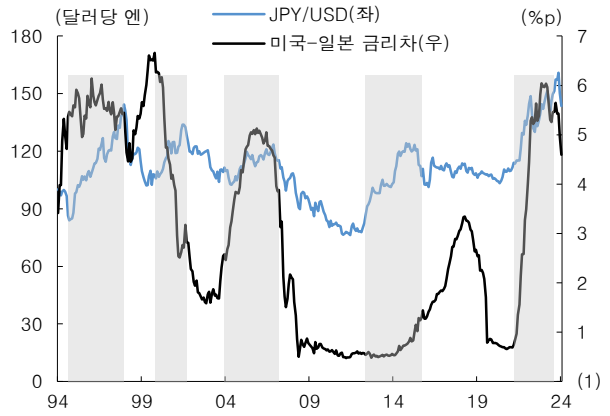
선물 시장의 투기적 포지션 변화를 볼 때, 엔화 숏에 대한 단기 투기자금 규모는 크게 줄었지만 청산 흐름이 마무리 됐다고 보기는 일러 보인다. 헤지펀드 등에 의한 비상업적 투기 선물 거래 외에도 해외 개인이나 기업에 의한 엔화 차입 경로를 통해 캐리 트레이드가 일어난다. 또한 일본 국내 개인과 기관 투자가에 의한 해외증권 투자와 외화예금 등은 청산이 이뤄질 때 상대적으로 오랜 시간이 걸린다는 점도 고려해야 한다.

[그림 22] 닛케이225-엔/달러, S&P500-엔/달러 상관계수



주: 지수 수익률의 1년 롤링 상관계수 추이
자료: Factset, 한국투자증권

[그림 23] 엔/달러 환율과 미국-일본 금리차 추이



주: 미국과 일본 1년물 금리차, 음영은 엔화 약세 시기
자료: Factset, 한국투자증권

2. 엔화 편입 통한 포트폴리오 헤지

미국의 통화정책 변곡점 다가오면서 캐리 트레이드 매력은 점차 줄어들 것

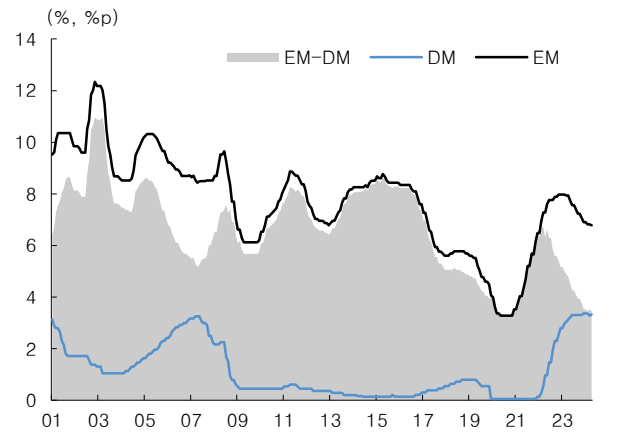
글로벌 금융위기 때 단기금리는 빠르게 내려오고 오랜 기간 뉴노멀 환경에서 낮게 유지되었는데, 글로벌 국가 간 금리차가 좁은 상황에서 캐리 트레이드는 수익을 거두기 힘들었다. 그러나 코로나 위기 이후 미국을 중심으로 한 글로벌 긴축 통화정책과 일본의 제로금리 정책 간의 엇박자가 심화되면서 엔 캐리 트레이드는 매력적인 투자 기회로 빠르게 부상했고 엔 캐리 투자는 2022년 고물가 고금리 환경에서 높은 수익을 거둘 수 있었다.

저금리 엔화로 자금을 조달해 달러에 투자하는 캐리 트레이드를 가정해 보면, 투자자는 미국과 일본의 금리차 2.1%에 달러가치의 상승 1.3%를 더해 관찰기간 동안 평균 연 3.4%의 캐리 성과를 거둔 것으로 나타난다. 레버리지가 동원되기 때문에 실제 수익은 더 커질 수 있다.

역사적으로 볼 때 많은 경우 캐리 버블의 청산은 경제와 금융 위기를 동반했다. 캐리 트레이드의 자금 유출입은 금융시장 유동성에 큰 영향을 미칠 수 있다. 캐리 자금 유입에는 주식이나 채권 등에 대해 환차익까지 염두에 둔 투기적 수요가 존재하고 금융시장이 불안 양상을 보일 때 언제든 빠른 속도로 청산하고자 하는 움직임이 나타나기 때문이다.

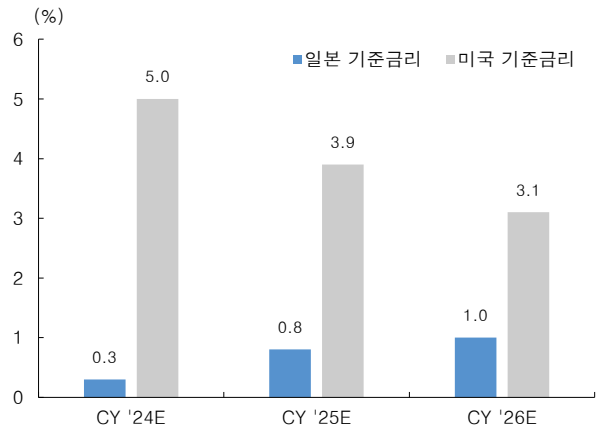
캐리 트레이드의 정확한 청산 규모를 파악하기 힘들지만 한가지 확실한 점은 9월 예상되는 미국의 통화정책 변곡점이 다가오면서 캐리 트레이드의 매력은 점차 줄어들 것이라는 점이다. 선진국과 신흥국, 미국과 일본의 금리차는 점차 축소될 것이다. 과거 사례를 볼 때 일본과 미국의 단기 금리차가 큰 상황은 엔화 가치의 급등 위험을 높인다. 하반기 남은 기간 동안 경기사이클의 하방위험이 커지면서 위험선호도 약화, 자산가격 조정이 진행된다면 또 다시 캐리 트레이드의 급격한 청산과 엔화 강세 흐름에 노출될 수 있음에 유의해야 한다.

[그림 24] 선진국과 신흥국 기준금리 추이



주: EM(중국, 브라질, 인도), DM(미국, 유럽, 일본) 기준금리 단순 평균 계산
자료: Factset, 한국투자증권

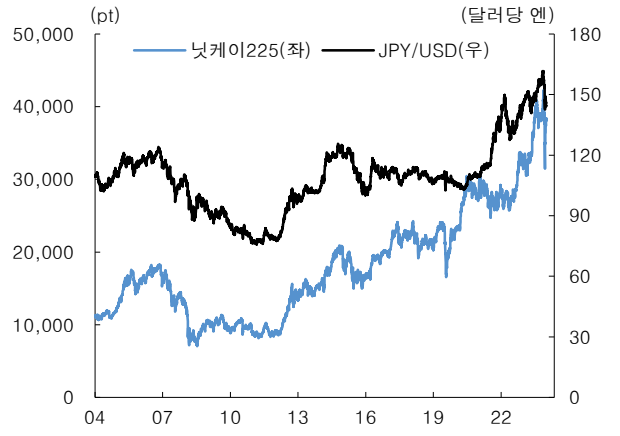
[그림 25] 미국과 일본 기준금리 전망치 비교



자료: Factset, 한국투자증권

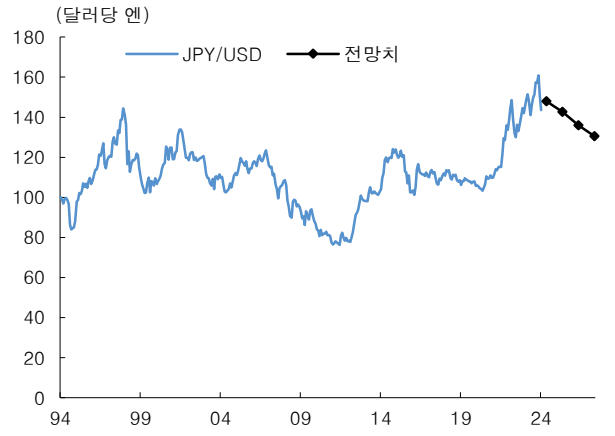
2024년 글로벌 주요 주가지수는 최고점 수준에 가깝게 상승했는데, 연준의 피벗에 대한 기대감은 상당 부분 가격에 반영되었을 수 있다. 미국 연준의 금리인하 움직임도 단순히 시장의 호재로만 받아들이기 힘들다. 미국과 일본의 금리 차 축소는 캐리 트레이드의 매력을 떨어뜨려 청산을 유도하기 때문이다. 올해 남은 기간 동안 미 대선을 둘러싼 정치적 불확실성(9월 일본 총리 선거, 11월 미국 대선), 글로벌 경기의 하방위험, 기술주의 모멘텀 약화 등에 대한 위험을 헤지하기 위해 포트폴리오에 엔화를 일부 편입하는 것이 효과적이라 판단한다.

[그림 26] 일본 닛케이225 지수와 엔/달러 환율 추이



자료: Factset, 한국투자증권

[그림 27] 엔/달러 환율 전망치



자료: Factset, 한국투자증권

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.