NH투자증권

외환(FX)

2년래 가장 약세인 홍콩달러(HKD)의 이면

홍콩달러 급락은 2018년, 2022년과 달리 가파른 자금유입(IPO, 주식)으로 인한 Hibor 급락 영향. 중국 경기 저점 확인과 대만달러 강세도 유효. 미국의 유동성 개선에 글로벌 캐리 트레이드 수익률 양호. 아시아 통화 가치에 우호적 환경 전망

권아민 (외환)
02)768-7505, ahminkwon@nhqv.com

엄서진(해외채권 Jr. /외환)
02)768-7021, eumsj@nhqv.com

2년래 최저치 홍콩달러(HKD), 또 시작된 HKD 페그제 폐지 논의?

홍콩달러(HKD)가 페그 범위 상단을 터치하며 2 년래 최저 수준으로 하락했다. 과거 페그 상단 터치는 페그제 폐지 가능성 및 아시아 통화 전반에 대한 우려로 이어졌다. 2018 년, 2022 년이 대표적인데, 두 시기에는 모두 Fed 의 금리인상과 강달러 기조가 나타났다.

지금은 다르다. 연초 이후 홍콩의 IPO 규모가 급증하고 본토로부터 주식시장 자금 유입이 가속화됐다. 풍부한 시중 유동성에 Hibor 금리가 급락하며 미국과 홍콩간 금리 차가 크게 벌어졌다. 과거 HKD 약세 시기와 비교해 미국과 홍콩간 금리 차이가 더 확대됐는데, 현재 홍콩 외환보유고 감소폭은 제한적이다. 무엇보다 약달러 기조가 이어지는 중이다. 홍콩은 페그제 유지를 고수하고 있는 만큼 6 월말에 이어 7 월초에도 시장 개입에 나섰다.

CNY, TWD 강세 전망. 캐리 트레이드 매력 확대와 Asia 통화 반등 유효

1) 중국 위안화(CNY): 과거 홍콩달러 변동성 확대는 부진한 중국 경기와 연관이 깊었으나, 최근 위안화는 안정세다. 중국은 지난 5 월, 7 개월 만에 대출우대금리(LPR)를 인하했다. 연말연초 트럼프 트레이드로 위안화 약세가 심화될 때 하지 못한 통화완화를 위안화 안정 확인 후에 나선 것으로 판단한다. 상대적으로 중국 펀더멘털, 위안화 가치가 방어된다고 보면, 홍콩달러에도 페그제 폐지와 같은 시나리오가 발생할 가능성은 낮다.

2) 대만 달러(TWD): 대만달러는 달러 대비 3 년래 최고치다. 5 월초 대만은 자국 통화 강세 용인설을 공식 부인한 반면 한국은 '환율' 이 대미 협상 의제에 포함됐다고 밝혔다. 그러나 GDP 대비 대미 상품수지 흑자 규모는 대만(9.3%)이 한국(3.5%)을 크게 웃돈다. 보험사 헤지 이슈와 순대외자산, 경상수지 레벨을 고려하면 대만달러 강세 베팅이 여전히 유효하다. 연초 이후 원화는 달러 지수, 위안화보다 대만달러와의 연동이 가장 강하다.

글로벌 캐리 트레이드 수익률 지수는 7 년래 최고치를 기록 중이다. 다만 양상은 변했는데, 전통적 조달통화인 엔화/프랑화 조달-달러 캐리 트레이드 수익률은 올해 들어 큰 폭 마이너스(-)인 반면 홍콩달러 조달-달러 캐리 트레이드 수익률은 플러스(+)다. 글로벌 약달러 기조하 고금리 EM 으로의 캐리 트레이드 매력이 확대된 것으로 볼 수 있다. non-US 통화, 그리고 아시아 지역 통화가치에 우호적 환경으로 판단한다.

2년래 가장 약세인 홍콩달러(HKD)의 이면

2년래 최저치로 떨어진 HKD(홍콩달러)

2년래 최저치 HKD, 페그제 상단 터치 중

최근 홍콩달러가 페그제 상단에 근접, 2년래 최저 수준으로 하락했다. 홍콩통화청(HKMA)은 홍콩달러 가치의 추가 하락을 방어하고자 6월 26일 12억달러 상당의 홍콩달러 매수에 나섰다고 밝혔다. 해당 방향으로의 환시 개입은 2023년 5월 이후 처음이다. 7월 2일에도 약 26억달러 수준의 홍콩달러 매수 개입이 단행됐다.

홍콩통화청(HKMA)의 통화정책 목표는 "통화가치의 안정(currency stability)"이며, 연계환율제도(Linked Exchange Rate System)를 채택 중이다. 달러 대비 환율을 7.75~7.85 홍콩달러에 고정, 달러와 홍콩달러 간의 완전한 태환성을 보장한다. 환율이 레인지 상단에 오면(HKD 약세) 홍콩달러 매입/미 달러 매도로, 레인지 하단(HKD 강세)에 오면 홍콩달러 매도, 미 달러 매입으로 페그제를 유지 중이다.

일반적으로 페그 상단 부근에서 홍콩달러 약세 방어를 위한 개입 시, 홍콩달러 매수를 위한 외환보유고 감소가 가파르게 나타난 경험이 있다. 다만 과거 홍콩달러 약세 시기(2018~2019년, 2022~2023년)과 비교해볼 때 현재 홍콩의 외환보유고 감소폭이 크지는 않으며, 대외적으로는 미 달러화 약세 기조가 이어지고 있다는 점이 다르다.

그림1. 페그 상단에 근접한 홍콩달러 환율(홍콩달러 약세)

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

과거 페그 상단 터치는?

과거 HKD 약세 당시 Fed 긴축이 동반된 미-홍 금리 차 확대. 지금은?

과거 홍콩달러가 유의미하게 페그 상단에 근접하며 페그제 폐지 논의가 불거졌던 시기는 다음의 두 차례로 볼 수 있다.

1) 2018~2019년 홍콩달러 약세 시기

Fed의 금리 인상 시기다. 당시 미국의 금리 인상에 홍콩 역시 기준금리를 동시에 올렸지만, 중국 본토에서 유입된 풍부한 유동성이 시중금리를 낮춘 바 있다. 이에 미국과 홍콩간 금리 차가 크게 확대되며 홍콩달러 약세가 진행됐다. 무엇보다 당시에는 2018년부터 격화된 미중 무역분쟁, 2019년 홍콩 송환법 반대 시위 등으로 위안화 블록 및 홍콩 시장에 대한 신뢰가 약화된 것도 자금 이탈 요인 중 하나였다.

2) 2022~2023년 홍콩달러 약세

러-우 전쟁 이후 에너지발 인플레이션 심화 국면에서 Fed의 '자이언트 스텝' 인상이 단행됐다. 홍콩은 연준의 금리정책을 자동적으로 반영하지만 풍부한 유동성 영향으로 Hibor가 미국 금리보다 후행적으로 상승하며 홍콩달러화 약세 압력이 지속됐다. 당시 상대적으로 낮은 홍콩금리로 홍콩달러를 차입해 고금리 USD 자산에 투자하는, 캐리 트레이드 움직임이 활발히 지속된 것도 홍콩달러 환율의 추가 상승 압력에 일조했다.

그림2. 미국과 홍콩간 금리 스프레드는 지난 홍콩달러 약세 시기보다 더욱 크게 확대?

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

지금 페그 상단 터치는?

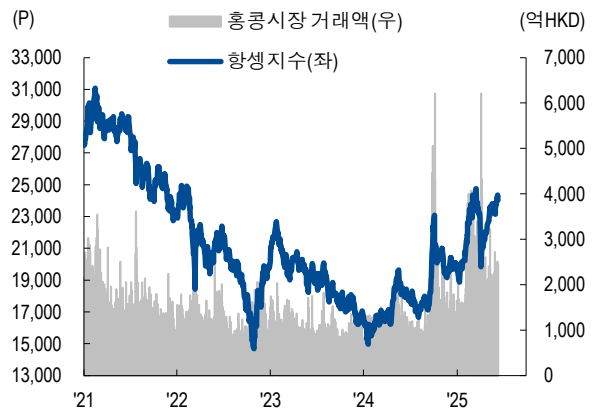
IPO 활황,
주식 수급 유입
Hibor 급락에 기인

연초 이후 총 34개 상장 기업을 통해 930억 홍콩달러 이상의 자금이 조달되며 홍콩은 세계 최대 IPO 시장이 됐다. 막대한 유동성 유입에 홍콩달러 강세 기조가 지속되자 5월초 HKMA는 페그제 유지를 위한 홍콩달러 매도에 나섰다. 풍부해진 시중 유동성 영향으로 Hibor 금리는 5월 이후 4.5% 수준에서 빠르게 급락했다.

만약 과거와 같은 강달러 기조라면, 당국 개입 여력에 대한 우려와 연동, 홍콩 은행들의 달러 매입에 차질이 생길 수 있다. 미국이 중국을 압박하는 방법 중 하나로, 홍콩은행에 달러 공급을 제한할 수 있다는 시나리오도 제기된 바 있다. 실제 시중은행들이 달러로 환전하지 못할 경우 홍콩달러 폭락과 맞물린 중화권 자금이탈 가능성도 있다.

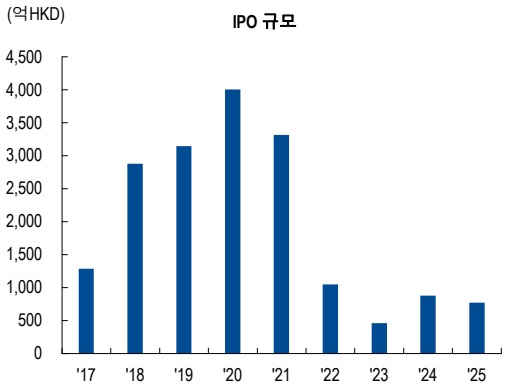
그러나, 현재 홍콩달러 약세는 분위기가 다르다. 홍콩은 공식적으로 페그제 유지 의사를 밝히고 있는데, 최근 홍콩금리 급락은 자금유입 가속화와 이에 따른 시장개입 영향으로 봐야할 것이다. **홍콩달러 매입으로 HKMA가 다시 개입할 가능성이 여전한 만큼 급락했던 Hibor는 소폭 반등할 여지가 있다고 판단된다.**

그림3. 올해 홍콩 주식시장 거래량 우상향 지속



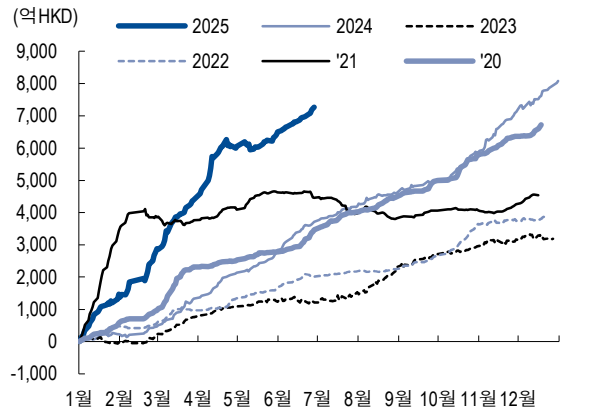
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림4. 2025년 IPO 규모 급증(2025년은 5월까지 데이터)



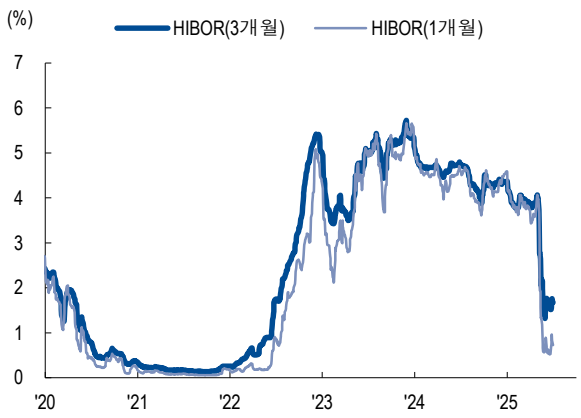
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림5. 본토 자금의 홍콩주식 누적 순매수액



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림6. Hibor 금리 급락, 이후 소폭 반등



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

CNY-HKD와의 디커플링. 오히려 CNY는 안정

CNY 안정 HKD와는 이례적 디커플링

홍콩의 환율제도로 그동안 홍콩은 중국 경기 펀더멘털과 연동되나, 금융시장은 미국에 연동되었던 상황이다. Fed가 금리를 조정하면, HKMA는 추가 재정거래(arbitrage)가 발생하지 않도록 관련 금리를 즉각 조정하게 된다. 이는 자국의 펀더멘털 악화 및 부동산 경기 부진에도 불구하고 미국을 따라 금리를 올릴 수밖에 없어 홍콩 내수 경기 회복이 어려웠던 부작용으로도 꼽힌다.

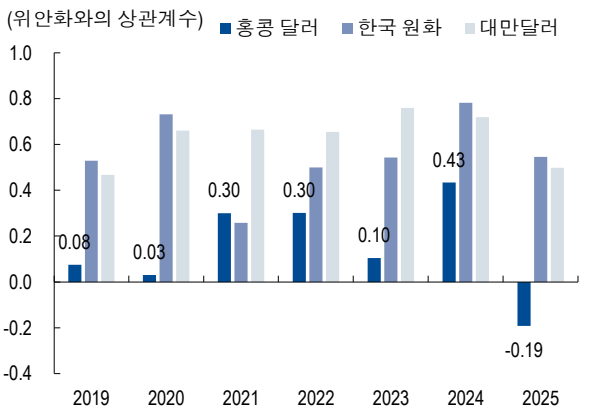
지금은, 오히려 중국 상황이 홍콩달러의 환율 변동성을 제어할 요인으로 볼 수 있다. 미중 갈등에도 최근 위안화는 안정된 흐름이다. 중국은 5월말 대출우대금리(LPR)를 인하했는데, 이는 지난해 10월 이후 7개월 만이다. 트럼프 당선 직후 위안화 약세가 심화될 때 하지 못한 통화 완화를, 위안화 안정 확인 후에 바로 나선 것으로 판단된다. 미국의 경우에도 2018년, 2022년과 달리 기준금리 인하 기대가 지속되고 있다.

약달러 기조가 유효하고, 상대적으로 중국 경기, 위안화 가치가 방어된다고 보면, 홍콩 달러 역시 페그제 폐지와 같은 시나리오 발생 가능성은 낮다.

그림7. 2018~2019년, 2022~2023년과 다른 디커플링

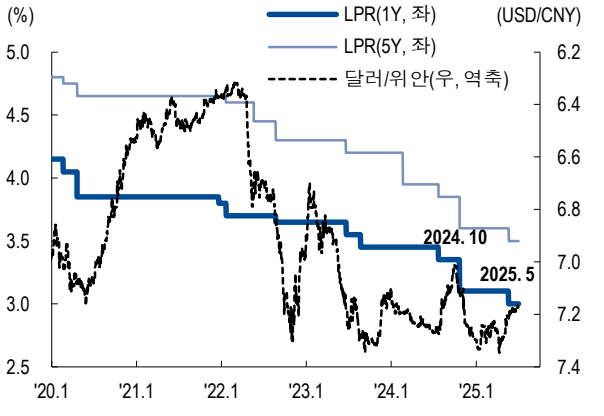
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림8. HKD, CNY와 7년만에 역(-)의 상관계수를 기록



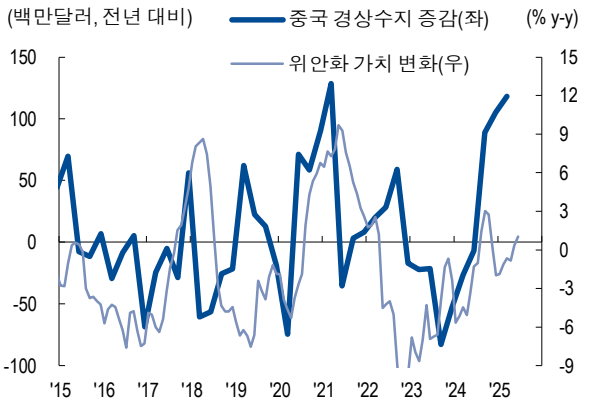
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림9. 중국, 환율 안정 확인 후 신중한 통화 완화 행보



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림10. 경상수지 회복 추이 고려하면 위안화 안정 지속 전망



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

대만달러(TWD), 추가 강세 기조 유효

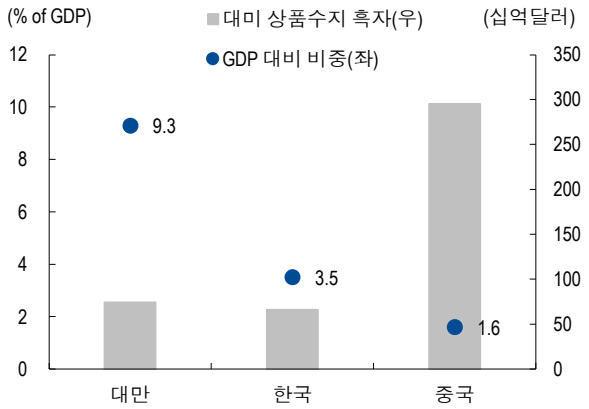
TWD 강세 정치로도, 수급으로도 강세 기조 유효

연초 이후 아시아 통화 강세폭 상위는 단연 대만달러(TWD)다. 연초 이후 12%가량 급등해 달러 대비 3개월래 최고치다. 5월초 대만달러의 가파른 강세 당시, 대만 총통과 중앙은행 총재 모두 통화강세 용인설에 대해 공식적으로 부인하고 나섰다. 오히려 한국이 유일하게 '환율' 이슈가 미국과의 무역협상 의제에 포함됐는데, 사실 GDP 대비 대미 상품수지 흑자 비중은 대만(9.3%)이 한국(3.5%)을 크게 상회한다.

트럼프발 관세 협상 불확실성이 현재진행형 인만큼 대만 역시 정치적 논의에서 자유롭지 못할 것으로 보인다. 보험업권 헤지 이슈도 여전한데, GDP 대비 순대외자산 규모를 보면, 대만과 한국이 각각 195%, 59%다. 해외자산 투자 규모는 물론 경상수지의 절대 레벨로 봐도 향후 대만달러 강세 베팅 및 이에 따른 환헤지 수요가 상존한다.

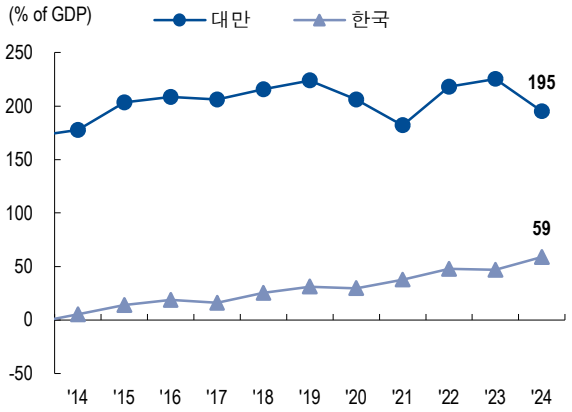
연초 이후 원화는 달러, 위안화보다 대만달러와의 연동이 강하다. 원화가 대만달러의 프록시 헤지 역할을 하는 만큼 대만달러 추가 강세 베팅은 원화 가치에 우호적이다.

그림11. GDP 대비 대미 상품수지 흑자, 대만이 한국의 세 배



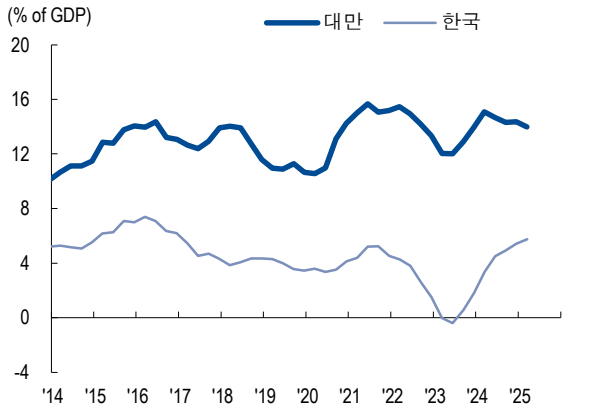
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림12. GDP 대비 순대외자산 비중



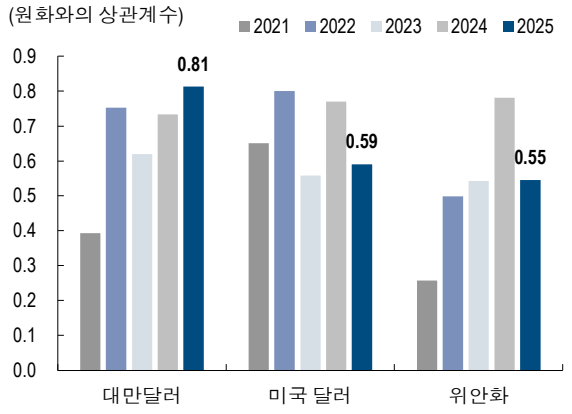
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림13. GDP 대비 경상수지 비율



자료: 미 재무부, NH투자증권 리서치본부

그림14. 올해 원화는 대만달러와 가장 강하게 연동 중



주: 30일 이동평균 상관계수 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

수익률 추구하는 캐리 트레이드 활성화? 바탕은 약달러

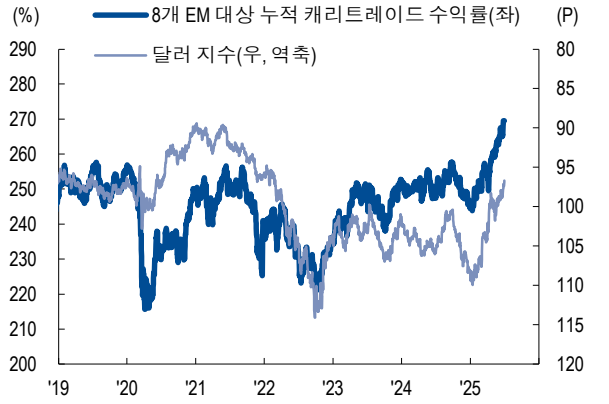
조달 통화는 변화
캐리 트레이드 수익률 개선? 약달러와 미국 발 유동성 개선 기대

결국, 최근의 홍콩달러 약세를 위안화 블록 통화의 Risk-off 시그널로 보기 어렵다고 판단한다. 블룸버그 집계 8개 신흥국 대상 캐리 트레이드 수익률은 7년래 최고치를 기록 중이다. 양상에 차이는 있는데, 연초 이후 전통적 조달 통화인 일본 엔화(JPY), 스위스 프랑화(CHF)가 강세를 보이며 해당 통화로 조달한 캐리 트레이드 수익률은 큰 폭 마이너스(-)다. 반면 홍콩달러 조달 캐리 트레이드 수익률은 플러스(+)다.

종합하면, 1) 홍콩달러 약세는 견조한 유입과 시장 개입 영향이며, 최근에는 조달통화로써의 매력이 커진 것도 이유다. 무엇보다 페그 상단에서 개입이 꾸준히 나오고 있다. 2) 중국 위안화는 당국 경기 부양과 경상수지 회복 흐름에 안정적 강보합 기조가 예상된다. 3) 대만달러는 유동성, 정치적 이해관계 및 환헤지발 추가 강세 가능성이 있다.

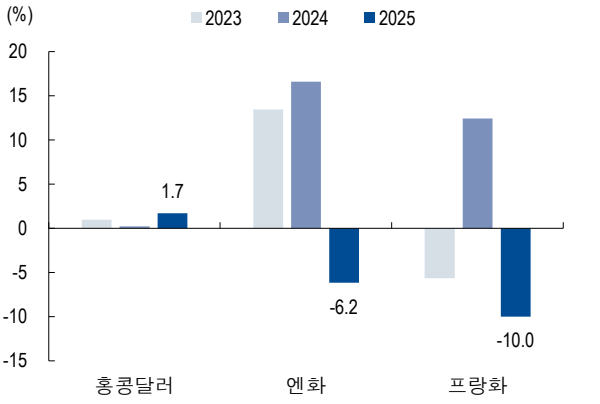
약달러 기조하 고금리 EM으로 캐리 트레이드 매력이 확대된 만큼, non-US 통화, 그리고 아시아 통화가치 반등 국면이 여전히 유효하다고 판단된다.

그림15. 미국 경상수지 비율 적자 폭 확대, 여타국 흑자폭 확대



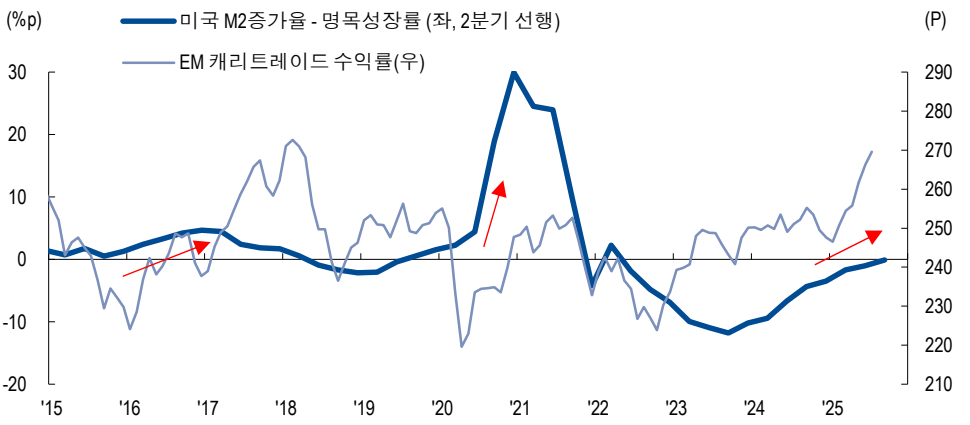
주: 브라질, 멕시코, 인도, 인니, 남아공, 튀르키예, 헝가리, 폴란드로 구성
료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림16. 조달통화 매력? 엔화, 프랑화 ↓, 홍콩달러 ↑



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림17. 미국발 유동성 개선 시, 캐리 트레이드 수익률 상승



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

NH투자증권 외환(FX) 보고서 발간 목록

작성일	종류	작성자	제목
2025-06-30	Note	권아민	지금, 중요한 건 탈달러?
2025-06-09	Weekly Comment	권아민	그들이 보는 우리가 중요(Feat. 환율보고서)
2025-05-27	**Outlook**	**권아민**	**[2025 하반기 FICC 전망 / 외환] 역전은 없다**
2025-05-07	Weekly Comment	권아민	1,300원대 원/달러 환율? 제 갈 길 가는 중
2025-04-28	Weekly Comment	권아민	한·미 협상 테이블에 올라온 '환율', 무엇을 볼까?
2025-04-15	FICC Collaboration	강승원, 권아민	[FICC Collaboration] 전술적 원화 강세하 환헤지 전략
2025-04-14	Weekly Comment	권아민	경로(Dollar smile)를 이탈한 달러 지수(DXY)
2025-04-09	Weekly Comment	권아민	Worst로 흐르는 갈등의 양상, 주목할 세 가지
2025-04-07	Weekly Comment	권아민	무역전쟁 재현? 호주달러(AUD)가 힌트
2025-03-31	Weekly Comment	권아민	대내 불확실성 장기화, 원/달러 환율 부담 가중
2025-03-17	**Outlook**	**권아민**	**[2분기 FX(외환) 전망] 이미 기운 무게 추**
2025-03-10	Weekly Comment	권아민	웃는 유럽과 그렇지 못한 한국
2025-02-24	Weekly Comment	권아민	교역국을 때린다고 달러가 강해질까?
2025-02-17	Weekly Comment	권아민	원/달러 환율과 한국 금리인하의 선 긋기
2025-02-06	In-depth	권아민 외 5인	[NH/일본 투자 Collaboration] 일본 엔화(JPY) 강세 시 수혜주 찾기
2025-02-03	Weekly Note	권아민	예상된 수준의 트럼프 관세, 그 너머로 볼 것들
2025-01-16	Weekly Note	권아민	엔화(JPY)- 원화(KRW), 우리 사이 무슨 사이?
2025-01-06	Weekly Comment	권아민	미국 달러로의 쏠림 현상이 지속
2024-12-30	Spot	권아민	대외보다 대내 변수가 결정할 단기 1,500원
2024-12-23	Weekly Note	권아민	트럼프 2.0, 위안화(CNY) 약세가 답일까
2024-12-19	Spot	권아민	단기 강달러 환경 지속, 상반기 원/달러 환율 전망 상향
2024-12-02	Weekly Comment	권아민	쉽지 않은 분위기 속 체크해 볼 연말 재료
2024-11-13	**Outlook**	**권아민**	**[2025년 FICC 전망/외환(FX)] 달($)도 차면 기운다**
2024-10-22	Spot	권아민	너무 급했던 원화
2024-10-14	Weekly Comment	권아민	기쁘다, WBGI 편입! 다만 수급은 '양방향'
2024-10-07	Weekly Comment	권아민	장마(침체)는 피했는데, 소나기(유가, 엔화)가…!!
2024-09-26	**Outlook**	**권아민**	**[4분기 FX(외환) 전망] 원래 중간을 하기가 어렵다**
2024-09-02	Weekly Note	권아민	한미 금리차 개선 기대…? 더 봐야하는 것들

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자 상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.