# 엔 캐리 트레이드 현황 점검

Analyst 최예찬 | 원자재/외환
02-3779-3519
yc.choi@sangsanginib.com

QR코드로 간편하게
상상인증권
투자전략팀 채널

## 다시금 주목받는 엔 캐리 트레이드 청산

최근 BOJ의 금리 인상 가능성이 높아지면서 발생한 엔 캐리 트레이드 청산 우려가 주목받고 있다. 캐리 트레이드란 일본처럼 저금리 통화를 차입해 그 자금으로 상대적으로 금리가 높은 해외 자산에 투자함으로써 금리차 수익과 환차익을 동시에 추구하는 전략을 의미한다. 캐리 트레이드는 차입 통화의 약세 지속과 낮은 금리를 기반으로 세우는 전략이기에, 이러한 전제가 흔들릴 경우 포지션이 빠른 속도로 되돌려지는 특징이 있다. 특히 엔 캐리 트레이드는 BOJ의 금리 인상 신호 등 정책 불확실성이 확대될 때, 혹은 엔화가 강세를 보일 때 시장은 차입 통화의 조달 비용이 단기간에 높아질 수 있다는 우려를 반영하며 엔 차입 포지션을 축소한다. 보통의 엔 캐리 청산 트리거는 BOJ의 깜짝 긴축이나 시장이 예상하지 못한 정책 전환과 같이 서프라이즈 성격의 이벤트에서 주로 발생하는 편이다.

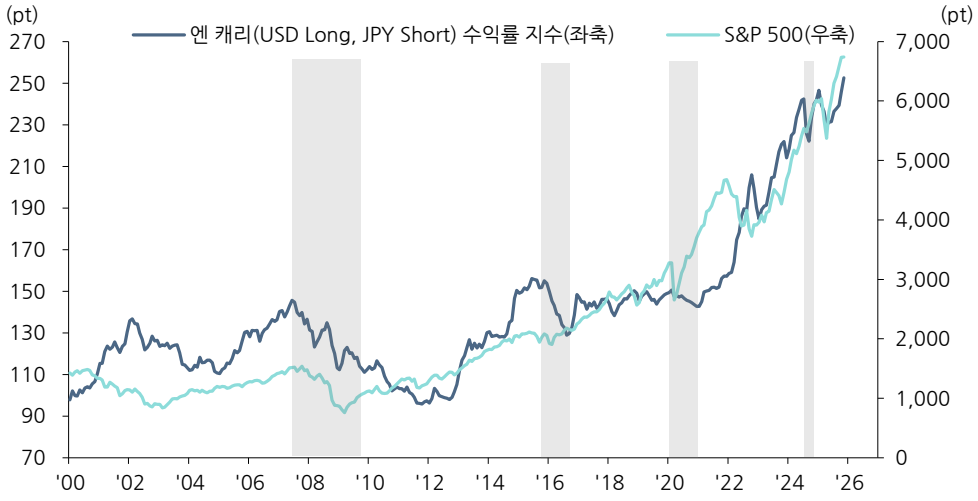
## 엔 캐리 트레이드 청산은 자산 전반의 조정을 동반

과거 대표적 청산 사례로는 2008년 금융위기와, 2020년 코로나 팬데믹 당시 디레버리징 과정에서 나타난 앤 케리 트레이드 청산이 있었다. 더불어 2024년에는 BOJ가 시장 예상과 달리 7월 정책금리 인상을 단행하면서 촉발된 엔화 강세가 캐리 수익률을 감소시키면서 시장에 충격을 준 바 있다. 이러한 기간에서의 공통점은 엔 캐리 포지션이 한 방향으로 과도하게 쌓인 상태에서 충격이 가해지자 엔화가 강세로 전환됨과 동시에 숏포지션 되돌림이 나타났고 그 과정에서 자산 전반의 조정을 받았다는 점이 있다.

## 일본 내 금리 상승이 촉발 중

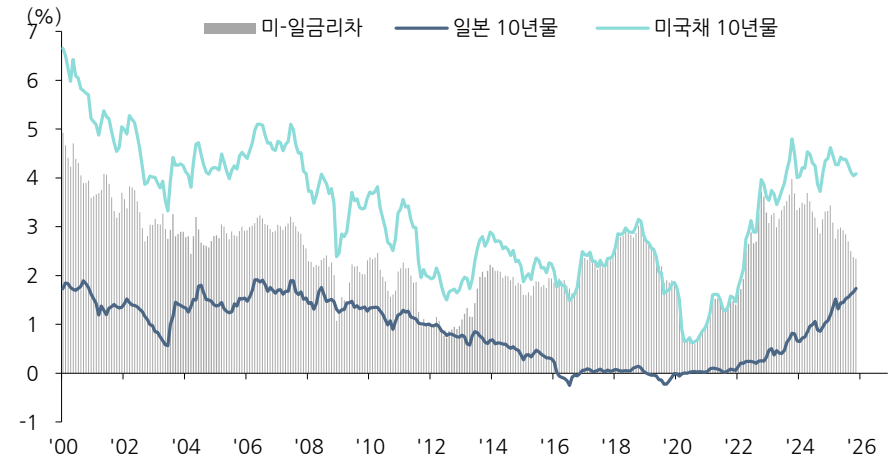
최근 엔 캐리 청산 우려가 나오고 있는 원인은 일본 국채 금리의 상승을 들 수 있다. 주요 통화 단기금리 수준들과 비교할 때도 여전히 엔화의 금리가 상대적으로 낮아 엔화는 캐리트레이드 조달 통화로서의 매력도를 유지하고는 있다. 다만 다카이치 사나에 내각의 경기 부양책 예산 확대로 일본 국채 장기물 위주의 금리 급등세가 나타났고, 여기에 더해 우에다 BOJ 총리의 금리 인상 시사 발언으로 인해 단기 금리까지 상승하면서 차입 여건이 실시간으로 악화되었다. 시장은 이를 엔 캐리 트레이드의 대규모 청산으로 이어질 것을 우려하였고, 엔화 강세와 위험자산 전반의 조정으로 반응하는 모습이었다.

그림 1. 엔 캐리(JPY Short, USD Long) 트레이드 수익률 지수와 S&P 500 추이



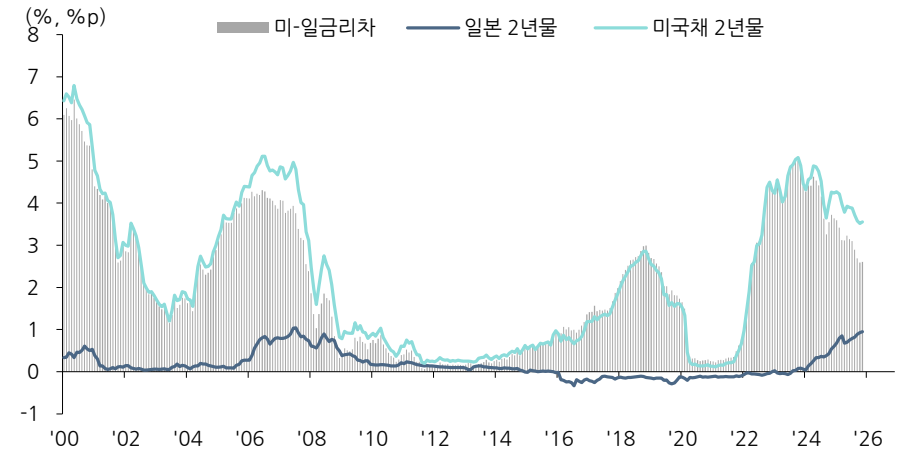

자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터
주: 음영은 엔 캐리 트레이드 청산 시점

그림 2. 미-일 국채 10년물 금리 및 스프레드




자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 3. 미-일 국채 2년물 금리 및 스프레드




자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## 당장의 청산을 걱정하지 않아도 되는 이유

**① 엔화 선물 숏 포지션이 크지 않음**

엔 캐리 트레이드 청산을 당장 걱정하지 않아도 되는 이유 첫번째는 투기적인 엔화 숏 포지션이 많지 않다는 점이다. 엔화에 대한 비상업적 순 포지션으로 시장 참여자들의 엔 캐리 트레이드 포지션 변화를 유추할 수 있다. 기본적으로 엔 캐리 포지션의 청산은 누적된 투기적 숏 포지션이 청산되면서(엔화 강세) 연쇄 청산 되는 것이 일반적이다. 하지만 10월 둘째 주까지의 엔화 선물 투기적 포지션은 순 롱포지션으로 확인된다. 다만 10월 중순 이후 데이터는 연방정부 셧다운으로 거래소 데이터가 부재하여 최근 동향을 파악하는데 한계가 있다. 그러나 USDJPY 옵션 내재 변동성 지표를 통해 셧다운 이후의 투기적 포지션의 방향성을 유추 해 볼 순 있다. USDJPY 25델타 리스크 리버설은 동일한 델타값(25)을 가진 콜옵션과 풋옵션의 내재 변동성의 차이를 나타낸다. 따라서 엔화 강세(USDJPY 하락)에 많은 투자자들이 베팅하게 되면 USDJPY의 풋옵션 가격이 상대적으로 더 비싸지기 때문에 엔화의 투기적 순 포지션과 반대방향으로 움직인다. 12월 3일 기준 USDJPY 리스크 리버설 3개월물은 -0.5 수준으로 여전히 엔화 강세에 베팅하는 투자자들이 많았으며, 셧다운 이후로의 큰 변화는 부재했다. 즉, 연쇄청산을 일으킬만한 엔화 숏 포지션이 여전히 많지 않다는 의미다. 실제로 비 거주자의 엔화 대출 잔액은 '24년 4분기 45.7조엔을 기점으로 25년 2분기까지 완만하게 하락하였다. 이미 엔화 차입 물량이 일정 부분 되돌려졌기에, 추가적인 엔 캐리 청산 가능성은 낮다는 판단이다.

**② 급격한 엔화 강세가 제한**

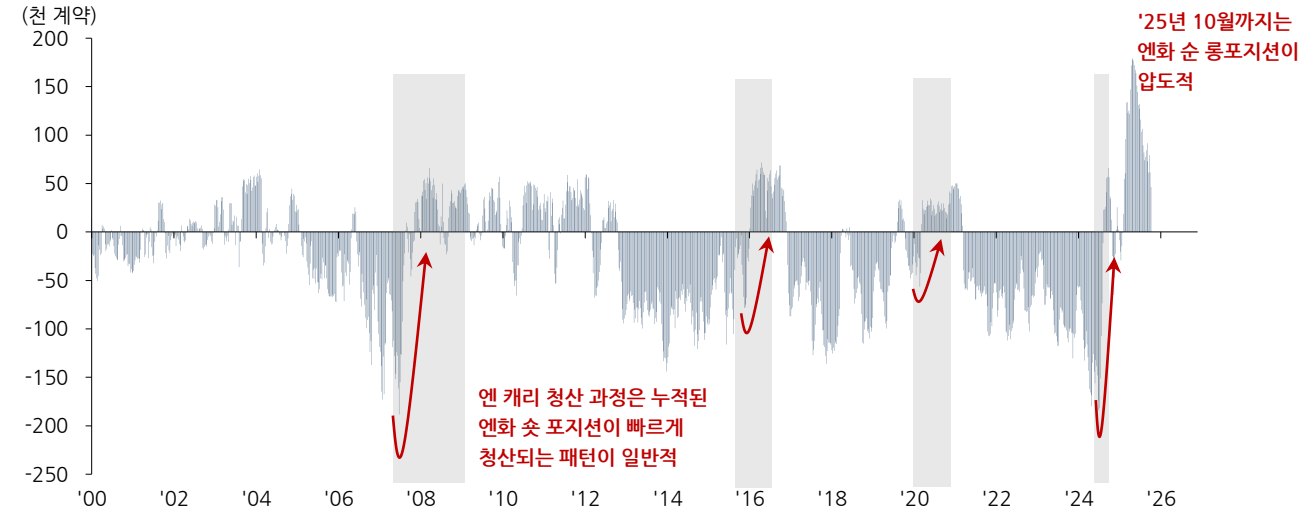
두 번째는 엔캐리 청산의 트리거가 되는 앤화 강세 일정부분 제어되고 있다. 다카이치 사나에 내각 당선 이후, 부양책 규모가 증액되면서 엔화 강세를 제한하는 모습이다. 달러엔 환율은 155엔 전후 레벨에서 157.8엔 고점 대비 소폭 하락세를 나타내고는 있으나, 글로벌 주요 통화들과 비교했을 때 엔화는 여전히 약세를 보이고 있다. 특히 대표적인 고금리 통화인 멕시코 페소(MXN) 대비 엔화는 약세가 유지되고 있다. 보통의 엔 캐리 트레이드의 청산은 단기간에 최소 10%의 절상을 보인 점을 감안하면, 전형적인 캐리 트레이드 되돌림에서 나타나는 광범위한, 그리고 급격한 엔 강세가 관측되지 않고 있다.

**③ BOJ의 금리 인상은 예견된 결과**

마지막으로 12/19 예정된 BOJ 금정위에서의 금리 인상 가능성은 엔화 강세 재료는 맞지만 시장에 충격을 줄만한 요인은 아니다. 우에다 총재가 12월 금리 인상을 시사한 점은 분명 엔 캐리 청산을 자극할 재료다. 다만 인상 시기보다는 횟수를 봐야 한다. BOJ의 12월 금리인상 가능성은 높아졌으나 여전히 최종 금리 레벨에 대한 기대는 '26년 10월 1.00% 전후로 변함이 없다. 선물시장에 반영된 BOJ 정책금리 경로에서 보면 내년 1월 인상 전망이 12월로 당겨진 것일 뿐, BOJ의 금리 인상은 예견된 결과였으며 실제 금리 인상이 진행되어도 달러/엔 환율에 미치는 충격 자체는 제한적일 것으로 판단된다. 그럼에도 시장이 민감하게 반응한 이유는 최근 AI 버블과 미국 내 유동성 부족 문제 등 시장이 불안한 시점에서 엔 캐리 청산 우려가 부각되다 보니 더 과민하게 반응할 수 밖에 없던 것으로 보인다.

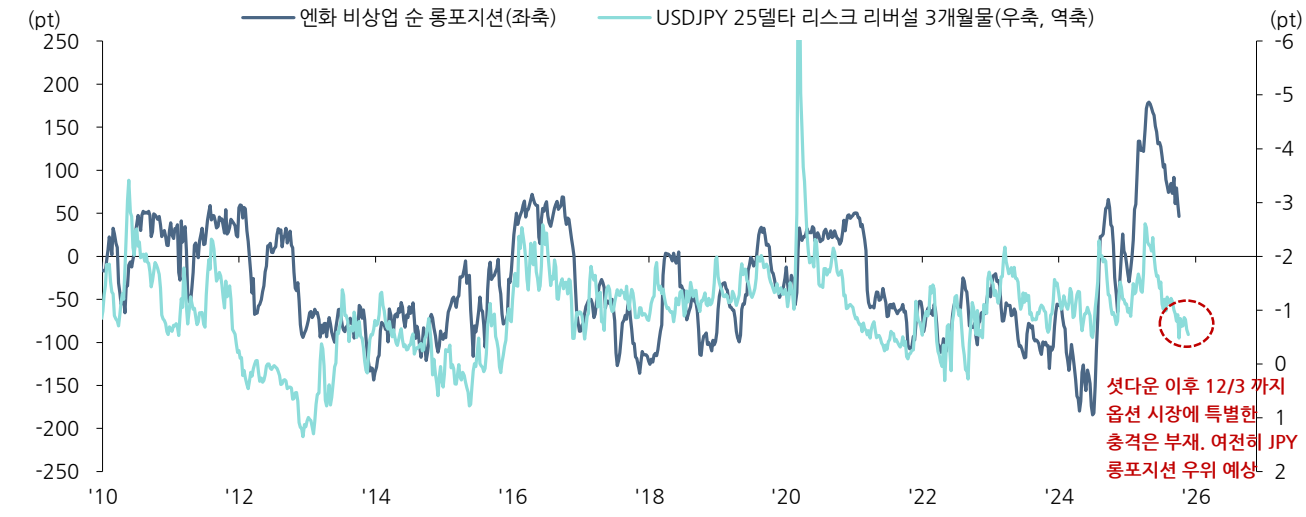
만일 12월 BOJ 금정위에서 금리 인상과 함께 매파적인 포워드 가이던스로 최종금리 레벨에 대한 시장의 기대가 높아지면 엔 캐리 트레이드의 청산을 걱정해야 하지만, 경제 성장을 중시하는 다카이치 내각 하에서 실현 가능성은 매우 낮아 보인다. 따라서 당장은 앤 케리 자금의 이탈을 걱정하지 않아도 될 전망이다.

그림 4. 엔화 비상업적 순 포지션 추이



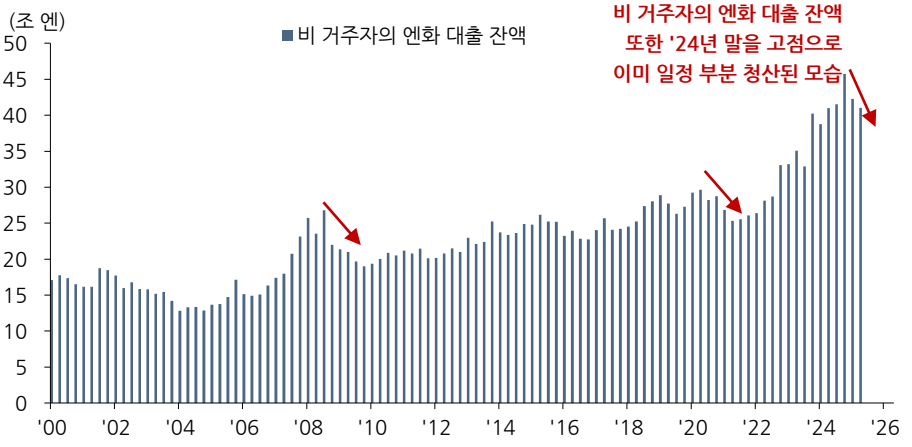

자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터
주: 음영은 엔 캐리 트레이드 청산 시점

그림 5. 엔화 비상업적 순 포지션과 달러/엔 리스크 리버설 3개월물



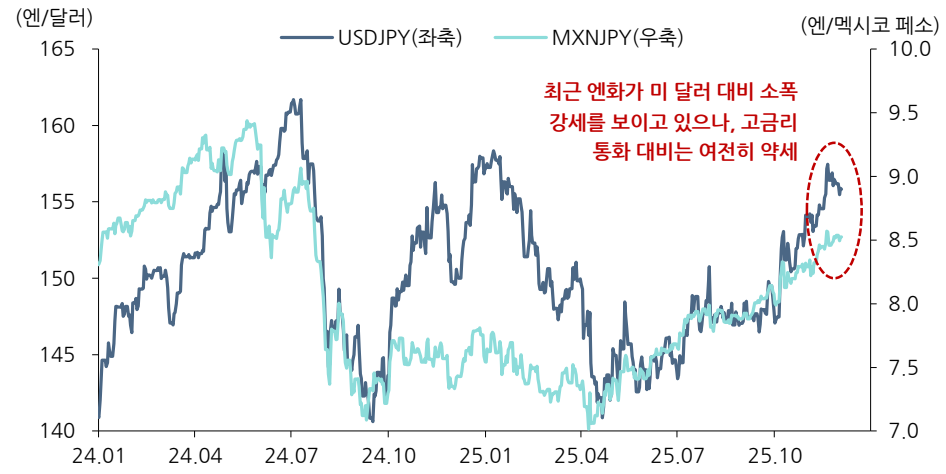

자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 6. 비거주자의 엔화 대출 잔액



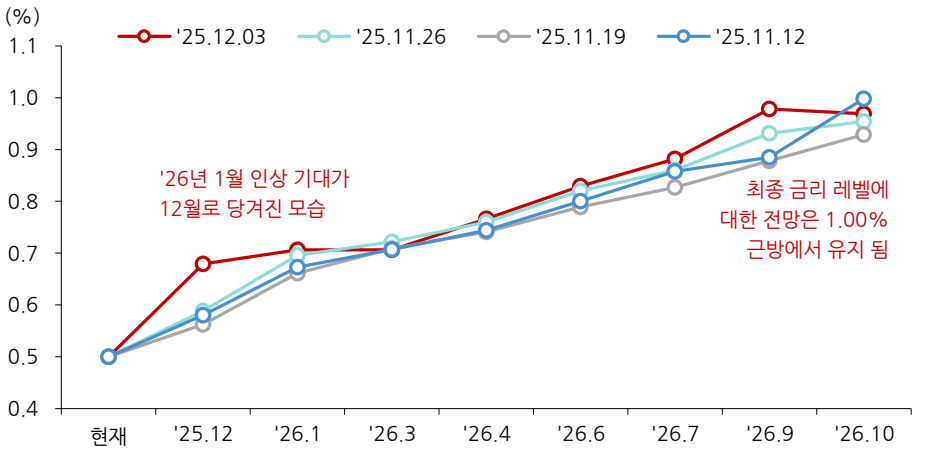

자료: BIS, 상상인증권 리서치센터

그림 7. 달러/엔 환율과 멕시코페소/엔 환율



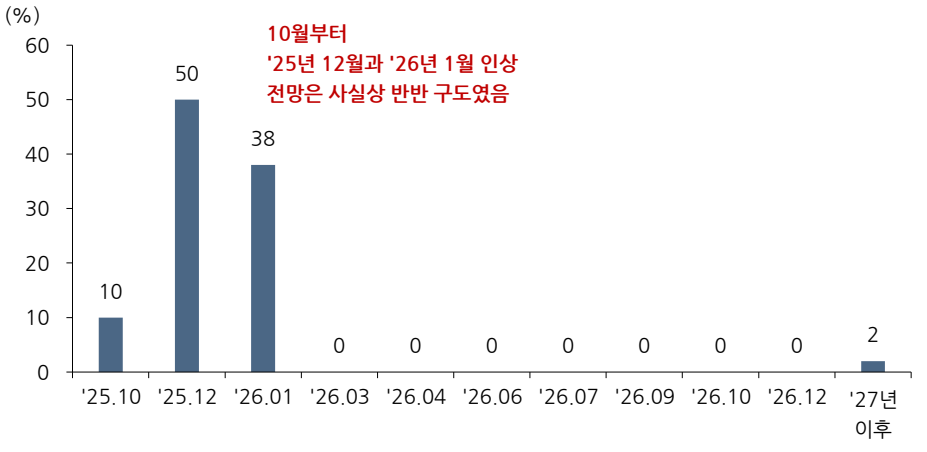

자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 8. 일본 금리 선물시장에 반영된 BOJ 정책금리 경로 변화




자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 9. 10월 BOJ 금정위 직전 BOJ의 정책금리 인상 시점 전망(Bloomberg)




자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최예찬)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.