Strategy Weekly

엔캐리 트레이드 청산, 걱정 말고 한잔해

Strategist 김재승
jaeseung.kim@hmsec.com

- 일본은행(BOJ)은 오는 19일 기준금리 25bp 인상 전망
- BOJ의 기준금리 인상 가능성 부각에 엔캐리 트레이드 청산 우려 불거짐
- 작년 7~8월과 다른 환경, 엔캐리 트레이드 급격한 청산 가능성 낮아
- BOJ의 기준금리 인상은 국내 증시에서 원/달러 환율 변동성 우려 낮출 전망

BOJ 기준금리 인상 전망, 엔캐리 트레이드 청산 우려 불거짐

일본은행(BOJ)가 오는 18~19일 금융정책결정회의에서 기준금리를 25bp 인상할 것이란 전망이 높아지고 있다. 우에다 가즈오 BOJ 총재는 지난 1일 "다음 회의에서 기준금리 인상에 대한 장단점을 검토할 것"이라고 밝혀 기준금리 인상 가능성을 시사했다. 시장에서는 BOJ의 12월 기준금리 인상을 기정 사실화 하고 있다**(그림1)**. 나아가 내년 말까지 총 2차례 인상할 것으로 전망되고 있다. 일본 물가가 3%를 상회하며 BOJ의 목표치인 2%를 상회하고 있고 **(그림2)**, 엔/달러 환율도 155선을 상회해 수입물가 상승 압력을 자극하고 있기 때문이다.

BOJ의 12월 기준금리 인상 가능성이 높아지자 엔캐리 트레이드 청산 우려가 커지고 있다. BOJ는 2024년 7월 30~31일 열린 금융정책결정회의에서 시장 예상과 달리 갑작스러운 기준금리 인상을 단행했다. 이에 미-일 금리차가 축소되었고, 엔화는 강세를 보였다**(그림3)**. 엔화가 급격히 강세로 전환하자, 엔캐리 트레이드 포지션을 가진 투자자들은 손실을 줄이기 위해 미국 증시에서 달러 자산의 매도에 나서고 엔화 수요를 늘렸다**(그림4)**. 일본 증시에서도 조정이 나타났다. 미국 증시의 갑작스런 조정은 안전자산 수요를 확대시켰고, 국내 증시에도 코스피 약세와 외국인 주식 순매도를 야기했다**(그림5)**. 7월 31일부터 엔캐리 트레이드 청산 우려가 정점을 보인 8월 5일까지 미국 S&P500와 일본 닛케이225는 각각 -6.1%와 -19.5% 하락했고, 코스피도 같은 기간 -11.9% 하락했다. VIX 지수는 30선을 상회하며 2020년 펜더믹 이후 최고치를 기록했다**(그림6)**. VKOSPI도 2020년 이후 최고치를 기록했다.

작년 7~8월과 다른 환경, 엔캐리 트레이드 급격한 청산 가능성 낮아

이번에는 엔캐리 트레이드의 급격한 청산 가능성이 높지 않다고 판단한다. 그 이유는 (1) BOJ의 12월 기준금리 인상이 시장에 반영되어 있고, (2) 최근 엔화 약세는 금리차가 아닌 재정에 대한 우려이며, (3) 투기적인 엔화 매도 포지션이 강하지 않고, (4) 미국 경제 환경이 작년 대비 개선되었기 때문이다.

첫째, 시장에서 BOJ의 12월 기준금리 인상을 기정 사실화 하고 있다. 지난 2024년 7월 BOJ의 기준금리 인상은 시장에서 서프라이즈였다**(그림7)**. 7월 금융정책결정회의(30~31일) 직전인 7월 29일 기준으로 BOJ의 기준금리 인상 확률은 59%에 불과했다. 반면 이번 회의(18~19일)에서 BOJ의 기준금리 인상 확률은 현재 91%에 달한다. BOJ의 기준금리 인상 확률이 시장에 상당히 반영되어 있어 충격이 작을 전망이다.

둘째, 최근 미-일 금리차가 축소되는 상황에서도 엔화가 약세를 보이고 있다**(그림8)**. 다카이치 사나에 일본 총리의 대규모 재정 부양책이 2026년부터 본격화될 것으로 전망된다. 일본의 재정 지출 확대 전망에 국채 금리가 상승하는 상황 등 정부 재정의 지속 가능성과 엔화 가치에 대한 우려가 높아지고 있다. **엔화 약세는 재정 악화로 인한 우려에 기인하는 것으로**, 지난주 연준의 기준금리 인상에도 엔화의 약세는 이어졌다. BOJ가 19일 기준금리를 인상해 **미-일 금리차가 추가적으로 축소되더라도 작년과 같은 엔화의 급격한 강세와 이에 따른 엔캐리 트레이드 청산은 쉽지 않은 환경이다.**

셋째, 작년 엔캐리 트레이드 청산 당시와 비교하면 현재 엔화는 투기적인 순매수 포지션에 위치한다. 엔캐리 트레이드는 다양한 체널을 통해 진행되기 때문에 정확한 규모를 측정하기 어렵다. 다만 엔캐리 트레이드의 방향성을 보기 위해 미국 연방정부 산하 CFTC가 발표하는 엔화의 투기적 포지션을 참고한다. 엔캐리 트레이드가 청산될 때 엔화의 투기적 순매도 포지션이 급격하게 감소하는 경향이 있다**(그림9)**. 엔캐리 트레이드 청산을 위해 엔화 수요가 늘어난 영향이다. 미국 연방정부 셧다운으로 인해 현재 데이터와 시차가 있지만(11월 18일 데이터까지 발표), 엔화는 투기적인 순매수 포지션에 있다. 작년 7월말 대비 엔화 매도 물량이 작기 때문에 되돌림도 작을 것이다.

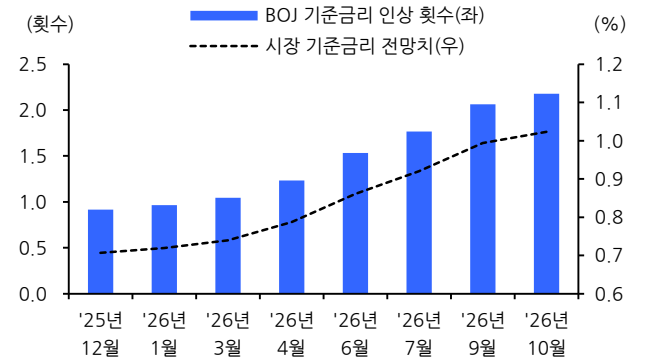
넷째, 미국 경제가 작년 대비 견조하다. 미국 S&P 제조업 PMI는 작년 여름 대비 높은 수준을 유지하고 있다**(그림10)**. 마찬가지로 한국이 속한 신흥국의 제조업 PMI도 작년 엔캐리 트레이드 청산 당시에 비해 견조하다. 견조한 경제는 Citi 경제 서프라이즈 지수로도 확인 가능하다**(그림11)**. 미국과 신흥국 모두 작년 대비 올해가 서프라이즈를 보이고 있다. 견조한 경기 상황은 시장이 무너지지 않는 버퍼를 제공할 것이다.

위와 같이 작년 엔캐리 트레이드 청산 시기와 현재의 상황은 차이를 보이고 있다. **코스피도 작년과 같은 조정 가능성은 높지 않다.** 오히려 올해 코스피는 엔화 약세와 연동한 원화 약세 압력에 더 크게 영향을 받고 있다. 원화 약세와 원/달러 환율 변동성 확대에 코스피에서 외국인 순매도가 빈번히 발생하고 있다**(그림12)**. **BOJ의 기준금리 인상은 엔캐**

리 트레이드 청산 우려보다 엔화 약세 진정에 따른 원화 환율 안정화에 기여할 전망이다.

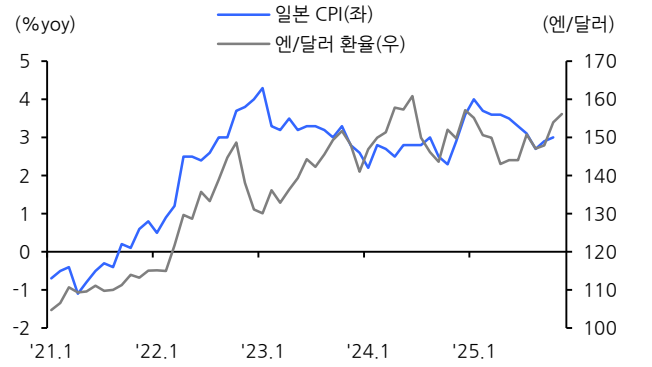
원화 약세와 원/달러 환율 변동성 완화는 코스피의 외국인 수급에 긍정적으로 작용할 전망이다.

<그림 1> BOJ 기준금리 인상 전망치, 내년까지 2차례 인상 전망



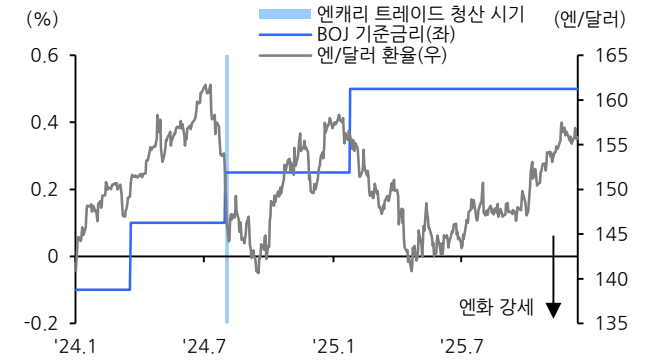
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 2> 일본 높아진 물가와 환율은 기준금리 인상 지지



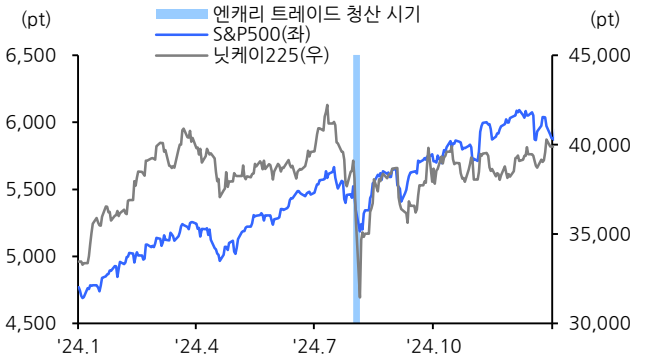
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 3> BOJ 기준금리 인상이 엔화 강세 야기



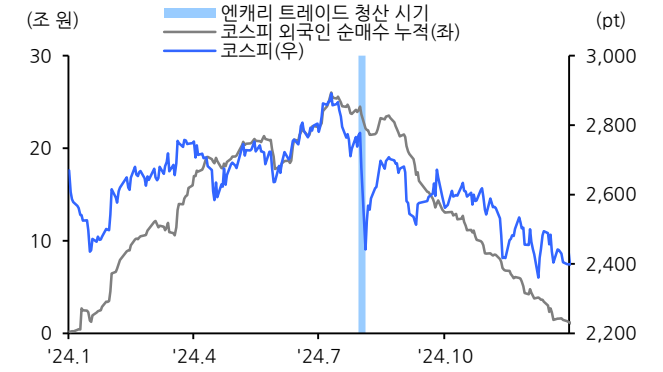
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 4> 엔캐리 트레이드 청산 시기, 미국 및 일본 증시 조정



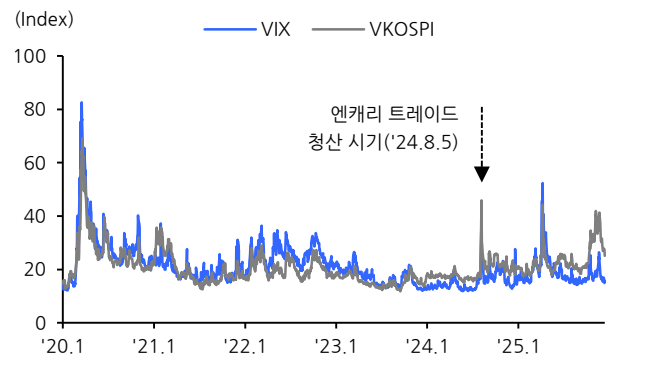
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 5> 코스피도 엔캐리 트레이드 청산에 조정



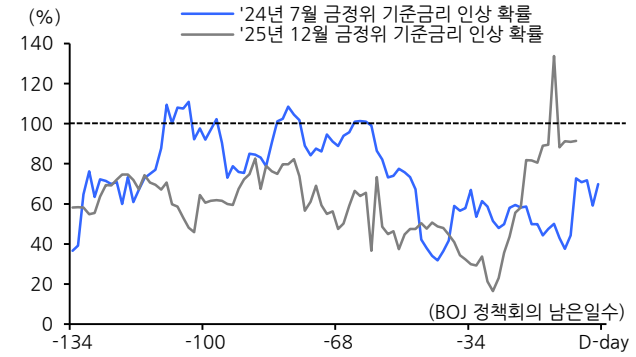
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 6> VIX 및 VKOSPI, 2020년 이후 최고치



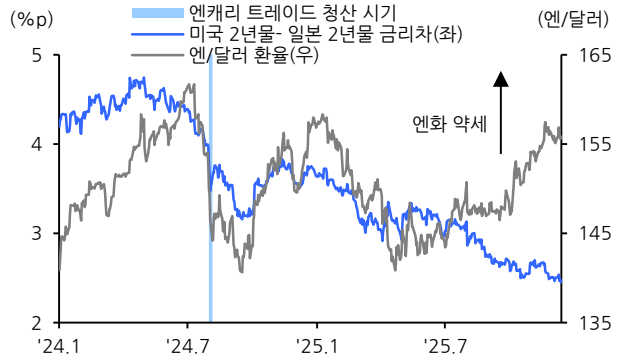
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 7> BOJ 금정위 전 기준금리 인상 확률, 이번 인상 기반영



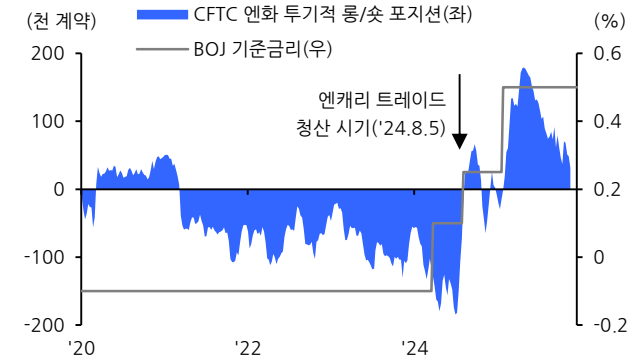
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 8> 최근 미-일 금리차 축소에도 엔화는 약세



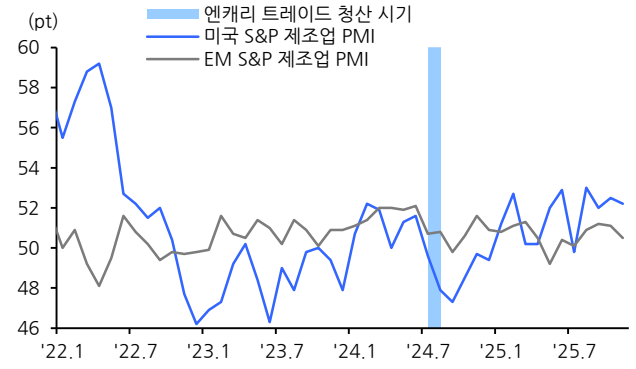
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 9> 엔화 투기적 포지션, 순매수에 위치



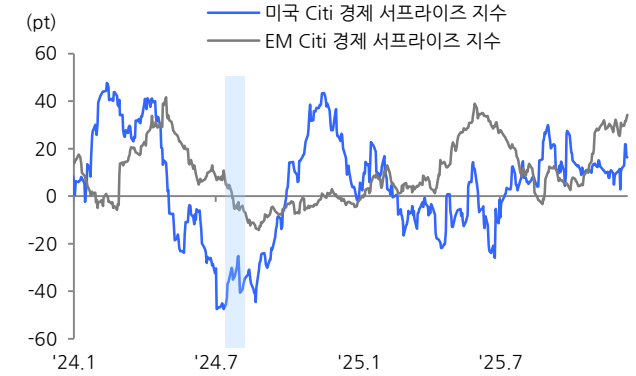
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 10> 작년 대비 견조한 미국과 EM 경기



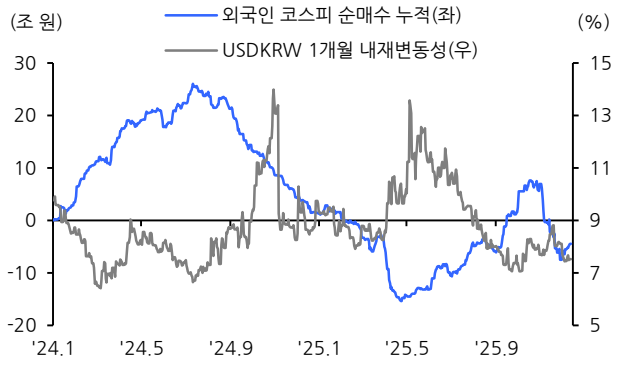
자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 11> 미국과 EM 모두 경제 지표 서프라이즈 상황



자료: 블룸버그, 현대차증권

<그림 12> 외환시장 변동성 확대는 코스피 외국인 순매도 야기



자료: 블룸버그, 현대차증권

▶ Compliance Notice

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료 작성자 김재승의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.