元大金利

이재형 Fixed Income Strategist
jaehyung.lee@yuantakorea.com

換hedge, 대외차입 증가와 환율 변동

받아야 할 $가 사라지면, 환율은 상승한다.

원달러 '환율' 은 우리나라 '역내'에서의 달러와 원화의 교환 비율이다. 환율은 우리나라에 유입되는 달러의 양과 원화 공급량에 의해서 결정된다. 원화 환율이 상승한다는 것은 국내에 달러화 유입보다 원화 공급이 증가하거나, 달러 수요가 많은 상황을 반영한다.

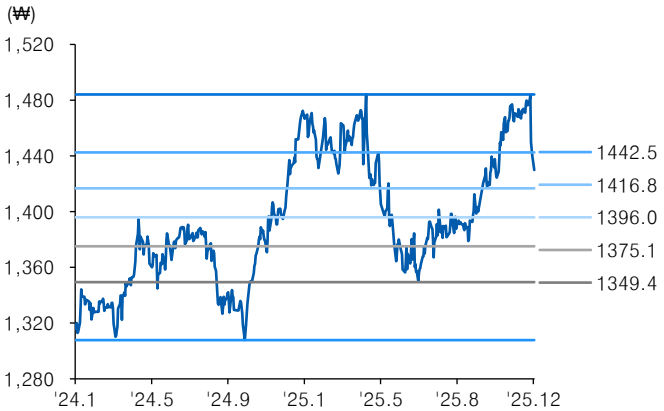
국내 금융시장에서 주가지수가 상승폭이 확대된 점이 있다. 통화량 측면에서 자산 가격이 상승한다는 것은 확장적인 유동성 환경이라는 점을 의미한다. 주가지수 상승 폭은 미국보다 강한 편이었으며, 원화 유동성 팽창 강도가 상대적으로 강했다고 볼 수 있다.

금리 측면에서 환율 변동은 실질금리와 기대물가를 분리해서 분석해야 한다. 올해 들어 시중금리는 달러에 비해 원화와 엔화가 상승폭이 큰 편이었다. 하지만 물가채에 반영된 기대물가는 한국이 미국에 비해서 높고, 실질금리는 낮은 수준을 보이고 있다.

정책금리 변동이 환율에 미치는 영향은 실질적으로 유동성 여건에 변할지를 고려해야 한다. 상업은행의 현금자산 비중이 높을 때에, 정책금리 인상은 시중 유동성 긴축으로 작용하는 데에 제약이 있다. 일본 상업은행은 총자산에서 20% 넘는 비중으로 현금을 보유하고 있다.

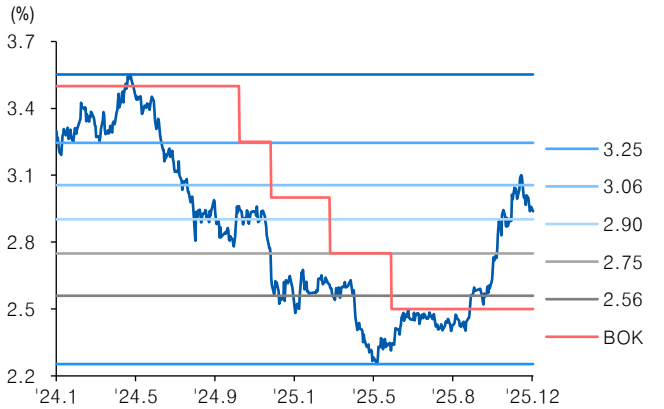
최근 원화 환율 급락은 선물환 헤지 확대와 연관된 것으로 보인다. 환헤지는 단기적으로 달러 유입이 증가해 환율 하락 요인이 된다. 하지만 헤지포지션에 연계된 해외자산에서 계획된 달러화가 유입되지 않으면, 달러 수요가 늘어나면서 오히려 환율 상승하는 반작용이 나타날 수 있다.

환율, 1480 원 상향 시도 후 급락



자료: infomax

국고 3 년 금리, 환율 하락에 따라 반락



자료: Infomax

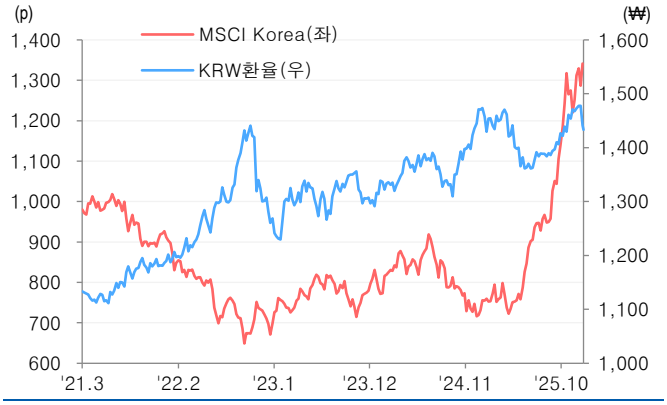
換hedge, 대외차입 증가와 환율 변동

자산가격 상승, 유동성 팽창을 반영

증시가 강세를 보일 때, 금융시장은 완화적 유동성 환경이라고 평가할 수 있다. 국내 증시는 올해 2분기부터 상승 폭이 확대되었는데, 원화 환율도 높은 수준을 보이고 있다. 역내에 달러가 유입되는 강도보다 원화 유동성이 더 팽창되어 환율이 상승한 것이다.

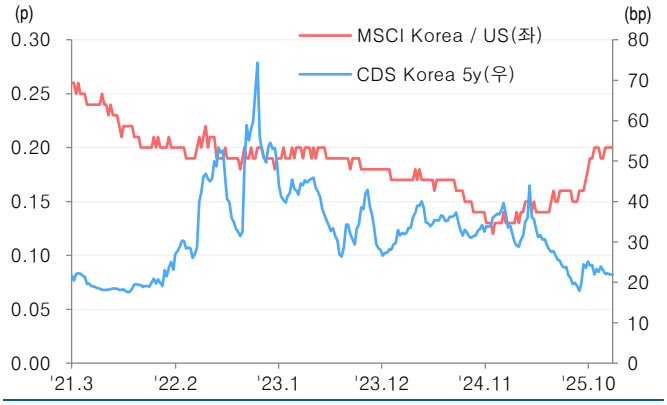
일본 주가지수도 강세를 보이는 가운데, 달러/엔 환율도 동반해서 상승하고 있다. 유동성 확대, 증시 강세에서 자국통화 약세가 나타난 것으로 볼 수 있다. 일본과 한국의 주가지수에서 차별화되는 점은 미국에 비해 한국 주가의 상승 폭이 상대적으로 큰 편이라는 점이다.

[그림1] 한국주가지수와 원화 환율 동반 상승



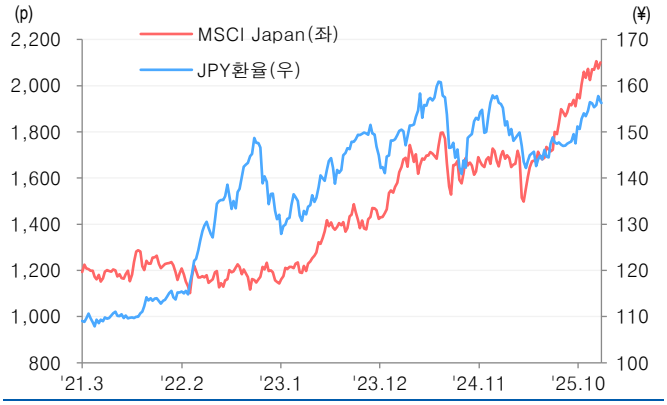
자료: Bloomberg

[그림2] 미국에 비해 한국 주가지수 강세와 CDS 하락



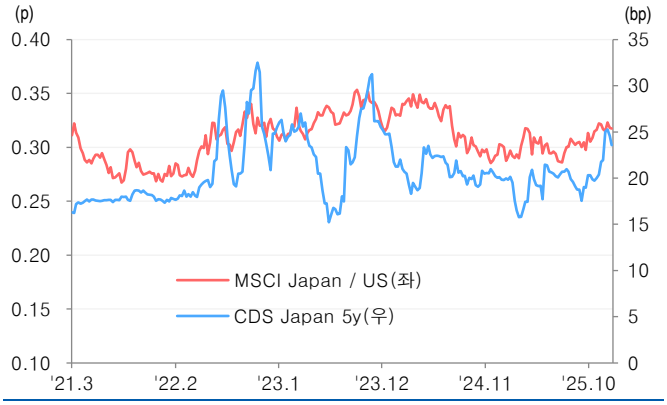
자료: Bloomberg

[그림3] 일본 주가지수와 엔화 환율 동반 상승



자료: Bloomberg

[그림4] 미국에 비해 일본 주가지수 정체, CDS 상승



자료: Bloomberg

일본 주가지수는 미국에 비해서 상대적으로 강세폭이 크지 않은 편이다. 한국 상황과 차별화되는 점은 CDS 프리미엄의 등락에 있다. 한국 CDS 는 낮은 수준으로 안정적으로 등락하고 있는 반면 일본 CDS는 하방경직적이었다가, 4분기 들어 상승하였다.

상업은행 시스템을 통한 유동성 확대 강도

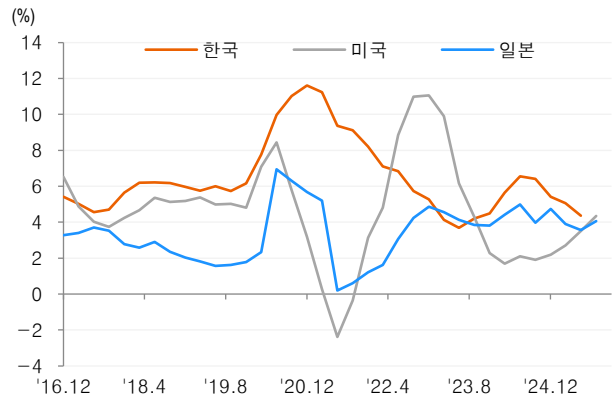
시중 유동성의 팽창 강도는 상업은행의 대출 증가에 연동하게 된다. 최근 몇 년간 상업은행의 대출 증가율은 미국보다 한국과 일본이 높은 수준을 유지하였었다. 미국 달러 유동성보다는 원화와 엔화의 팽창 강도가 강했고, 환율과 자산 가격 등락에 영향을 미쳤을 것이다.

시중 유동성 팽창 강도는 정책금리 변동 등 통화정책에 영향을 받을 수 있다. 일본은행은 정책금리 인상 기조를 보이고 있지만, 엔화 유동성 긴축으로 이어질지는 미지수이다. BOJ 정책금리 인상이 상업은행 시스템에서 긴축으로 작용하는 강도는 강하지 않을 것이다. 정책금리 인상이 긴축으로 작용할 때에는 상업은행의 자금조달 비용이 상승하는 경우이다.

일본 국내은행의 현금 보유는 ¥320조대로 대출 자산의 50% 규모로 현금을 보유하고 있다. 정책금리 인상, 단기금리 상승은 현금자산의 이자수익 증가로 이어지면서, 상업은행 재무여력은 개선될 것이다. 자금 조달비용 상승으로 시중 유동성이 긴축되는 효과보다는 상업은행의 대출 공급 여력이 더 확대될 가능성이 있는 것이다.

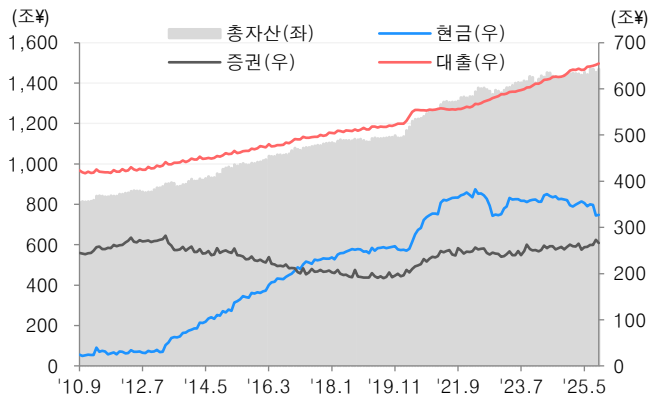
그럼 금리가 환율에 미치는 효과는 어떻게 봐야 할까?

[그림5] 한미일 상업은행의 분기별 대출 증가율(yoy)



자료: Bloomberg

[그림6] 일본 상업은행의 자산 구조, 현금 비중 높은 수준



자료: Bloomberg

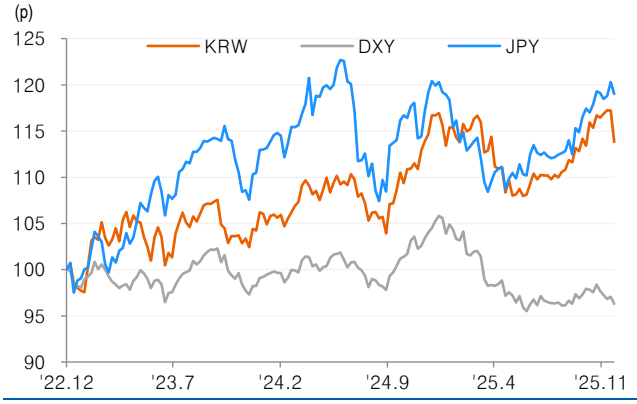
기대물가 높은 통화가 약세

금리 변동에 따른 환율에 미치는 영향은 기대인플레이션과 실질금리 요인을 나누어서 살펴봐야 한다. 인플레이션 기대 상승은 구매력 약화에 따라 통화 가치가 약해지는 요인이다. 반대로 실질금리가 상승한다는 것은, 펀더멘털이 호전되거나, 실물경기에 대해서 긴축적인 금리 흐름이라고 통화가치가 강해지는 요인으로 작용한다.

국가별 5년물 국채금리의 흐름을 보면, 미국채는 3% 대로 하락한 반면, 일본은 1% 중반대로 한국은 3% 초반대로 상승하였다. 물가채에 반영된 기대인플레이션은 일본은 올해 들어 상승하였으며, 한국도 미국채 기대인플레이션에 비해 높은 수준을 보이고 있다. 실질금리는 미국채가 상대적으로 높은 수준을 보이고 있으며, 특히 일본은 마이너스 수준을 유지하고 있다.

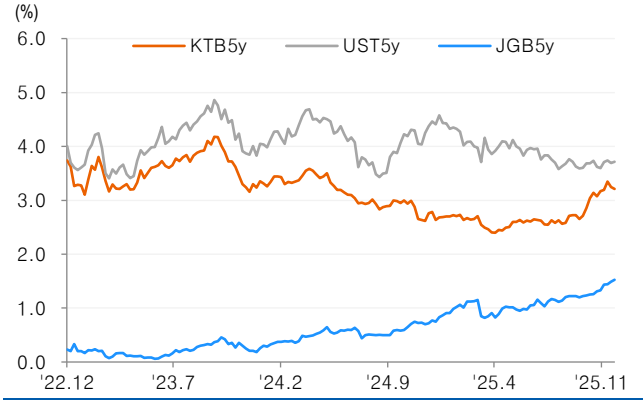
금리에 반영된 기대물가와 실질금리의 흐름을 보면, 달러화 대비 원화와 엔화의 약세 요인이 단기간에 해소될 수 있을지는 의문이다.

[그림7] 달러인덱스, 원화와 엔화 환율 상대적 등락 (정규화)



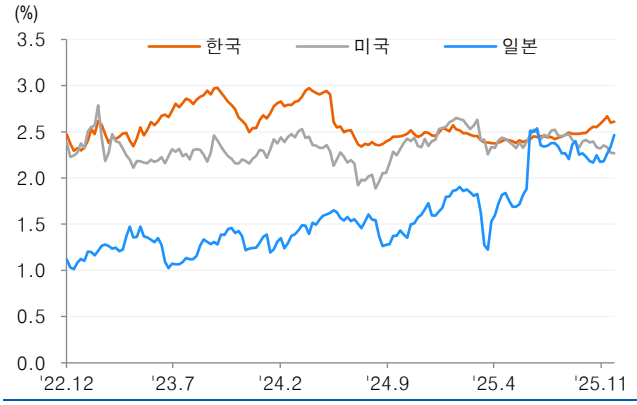
자료: Bloomberg

[그림8] 5년물 국채수익률, 미국채 안정 / 한일 금리 상승세



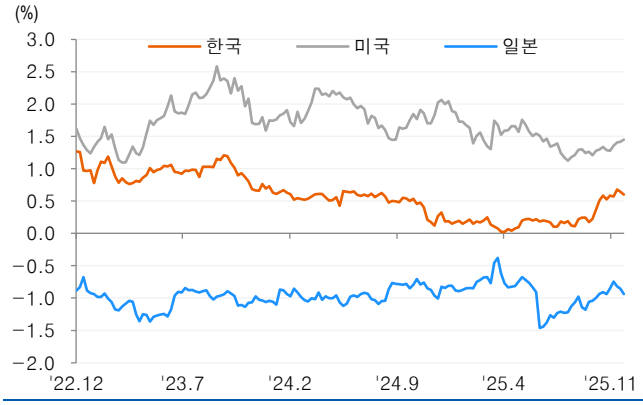
자료: Bloomberg

[그림9] 5년물 BEI, 한일 기대인플레이션 높은 수준



자료: Bloomberg

[그림10] 5년물 실질금리, 미국에 비해 일본 주가지수 정체, CDS 상승



자료: Bloomberg

선물환 헤지, 현재의 달러공급 확대하나 미래의 달러수요 증가

최근 며칠 사이에 엔화에 비해 원화 환율이 크게 하락한 점이 있다. 통화당국이 환율안정 의지를 강하게 표명하였고, 환헤지 확대를 유도하면서, 환율 하락 요인으로 작용하고 있다. 선물환 헤지는 현물환 시장에 달러 매도를 확대시키기 때문에 수급상으로 환율 하락으로 이어진다.

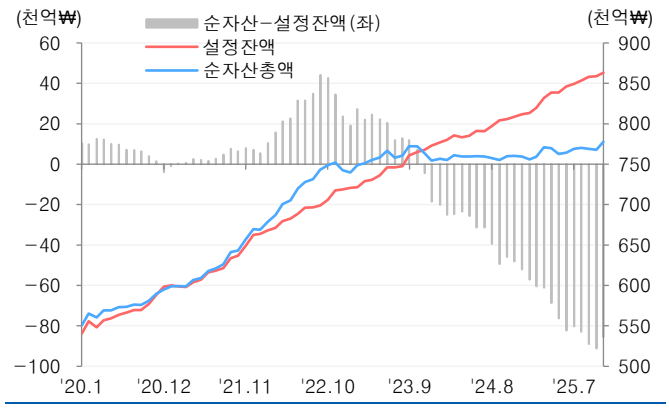
Hedge 는 미래에 유입될 것으로 기대되는 달러를 미리 팔아 놓은 것이기 때문에, 향후 달러가 유입되는 강도에 따라, 환율 변동성이 커질 수 있다. 선물환 매도는 실질적으로 '달러차입 공매도'이기 때문에 달러자금의 단기차입이 늘어나는 효과가 있다.

단기차입을 통해 달러가 국내로 유입되는 구조는 주로 외은지점들을 통해 이루어진다. 따라서 글로벌은행들의 달러자금 공급 여력에 따라서 원화 환율이 변동폭이 커질 수 있다. 다른 한편으로 국내에서 투자한 달러표시 자산에 내재되어 있는 현금흐름이 약해질 때, 원화환율은 상승 압력이 강해지게 된다.

좀 오래된 사례로는 2000년 중반대에 선박 수주가 증가하면서, 조선업체의 환헤지가 크게 늘어났었고, 당시에 환율이 1천원선을 하향하려는 압력이 있었다. 이후에 글로벌 금융위기로 선박대금이 유입되지 않아 역내에서 달러 유동성 부족 현상이 나타났다. 기존의 환헤지 포지션을 청산하기 위해서 달러를 신규 매입해야 하는 수요가 생기면서, 환율 상승 폭이 커지게 되었다.

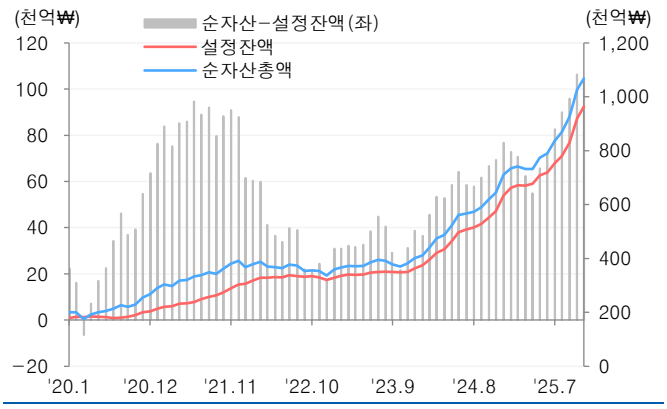
최근에는 2020년 이후 해외 부동산 투자가 확대되었던 점이 환율 상승 요인으로 작용하였다. 해외 상업용 부동산 투자가 확대될 때, 환헤지 포지션도 병행되어 증가하게 된다. 이때 부동산 투자 포지션에서 원활하게 달러화 수입이 유입되지 않거나, 달러화 표시 자산 가치가 하락하면, 해외 부동산 투자자는, 이에 상응해서 달러화를 매입하여 환헤지 포지션을 축소시켜야 한다. 그만큼 국내에서 달러수요가 늘어나고 환율이 상승하는 것이다.

[그림11] 해외투자펀드 설정액과 순자산 (부동산)



자료: FreeSIS

[그림12] 해외투자펀드 설정액과 순자산 (주식)



자료: FreeSIS

해외 투자 확대에 따라 선물환 헤지 포지션을 늘리게 되면, 당장은 환율 안정 요인으로 작용한다. 다만 글로벌 은행들을 통한 달러자금 공급력이 약해지거나, 해외투자자산의 가치가 하락할 때에는, 오히려 환율 상승 압력이 더 높아지게 되는 구조가 된다.

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.(작성자: 이재형)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.