

문홍철의 Concise

채권/FX

26. 08. 10

미일 공조 개입, 역사적 시사점

- 역사적인 엔강세 유도 미일 공조 개입. 과거와 공통점이 많다.
- 엔캐리 청산 여부는 전세계적인 신용위험과 자산상각이 발행하느냐가 관건
- 환율은 1,400원 지지, 원화 금리는 상승 트렌드가 일단 꺾인 것으로 보여

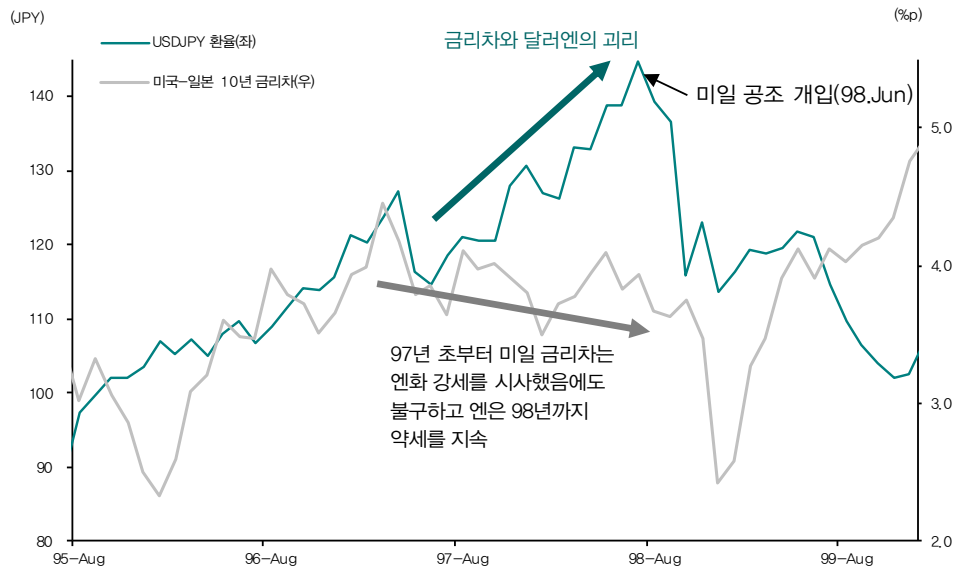
"환율 개입은 거시 정책 변화와 동반되지 않으면 결국 실패한다"

— 로버트 루빈(Robert Rubin) 전 재무장관

역사적인 엔강세 유도 미일 공조 개입, 과거와 같은 점과 차이점: 달러엔 방향성에 대한 시장 경고 목적으로는 98년 이후 처음으로 미일이 공조 개입했다. 이례적인 사건인 만큼 당시의 상황과 기시감이 느껴진다. 98년으로 돌아가보면, 1) 헤이세이 버블이 1990년 붕괴되면서 10년 가까이 일본의 해외투자가 크게 늘었고 이는 신흥국과 미국 자산가격에 거품 및 신용위험을 높이고 있었다. 2) 불황 극복 과정에서 재정우려가 커졌다. 3) 95년 고베 대지진 당시 역플라자 합의에 따른 엔 약세 유도 이후 수년간 약엔이 심화되었다. 4) 미일간 금리차는 97년부터 줄어들었음에도 불구하고 금리차와 환율간 괴리가 커졌다[도표1,2]. 이러한 4가지 요소는 현재와 동일하다. 98년 개입 이후 달러엔은 장기 방향성을 엔 강세로 틀었는데[도표3] 개입이 트리거는 되었을 수 있지만 보다 직접적 계기는 러시아의 모라토리엄(98년8월, LTCM 파산)이었다[도표4]. 엔캐리는 단순히 엔이 강세라고 청산되지 않는다. 신용위험을 동반한 자산상각 위기에서 청산된다. 현재의 엔캐리 규모는 과거 엔캐리 회수 시점과 비교했을 때 절대적은 물론 상대적 규모에서 비교 불가할 정도로 크다[도표5]. 다만, 현시점에서 일본 자금이 투자된 곳에서 발생할 수 있는 자산상각 가능성을 미리 예측할 수는 없으며 굳이 답을 강요한다면 잘 보이지 않는다고 해야겠다. 이번 사건으로 짧게는 5년 길게는 15년간 지속되었던 일본인의 해외투자 열풍이 사그러들 가능성은 작지만 역사가 반복될 여건은 점차 무르익어가고 있다.

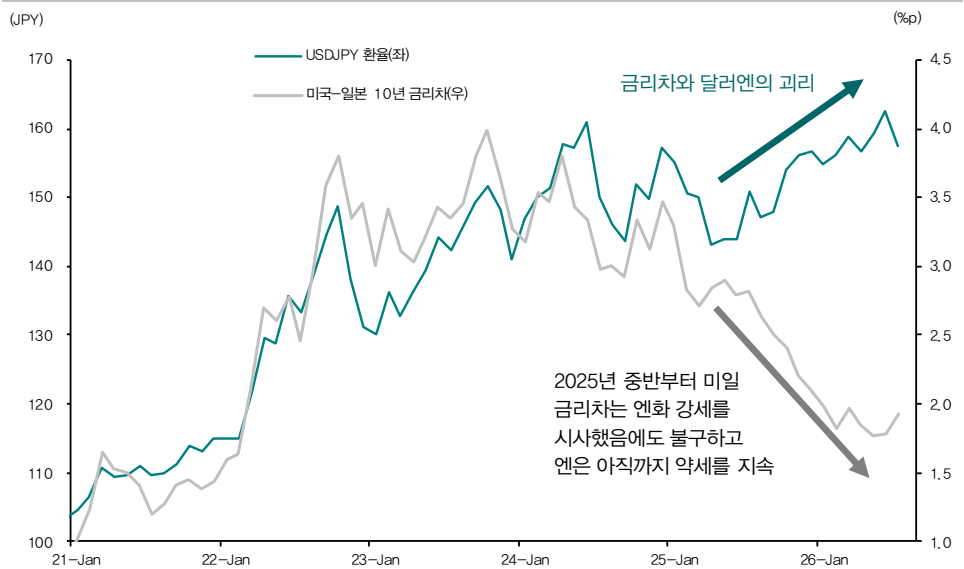
환율은 1,400원 지지, 원화 금리는 상승 트렌드가 일단 꺾인 것으로 보여: 달러원도 동시 공조의 영향권내에 들어가면서 환율이 1,400원선을 아래로 위협하고 있다. 2020년 이후 상승 트렌드의 기술적 하단에 가까우므로[도표6] 당장은 하향 돌파되기 어려울 것이다. 만약 1,400원을 안정적으로 하향하면 포지션을 정리하고 더 떨어질 리스크에 대비하자. 원화 이자율 시장도 환율 하락의 영향권 하에서 금리 하락압력을 받고 있다. 금리 트렌드의 하단이 아래로 깨진 이상 추세 상승은 마무리된 것으로 보인다. 마지막으로 우리가 꾸준히 지적해 온 미국 고용지표의 오류와 하향수정이 서서히 확인되고 있다[도표7,8]. 더불어 코로나 이후의 낮은 실업수당건수와 노동 참여율 저하 등의 자료는 해석에 신중할 필요가 있다. 유가를 제외한 근저의 인플레이션 압력은 보이지 않는다. 결과적으로 현재 연준과 유럽의 긴축적 통화정책, 미국채 장기물에 부여하고 있는 텀프리미엄 등은 시간을 두고 뒤바뀔 리스크가 크다.

도표 1. 지난 1998년 공조개입 당시 미일 금리차와 달러엔 간에 괴리가 커지고 있었다



자료: DB증권

도표 2. 현재와 1998년 개입의 공통점, 미일 금리차와 달러엔 환율간 괴리가 심화된다. 공급측계도 1998년과 동일하게 괴리가 벌어진지 대략 1년 후에 공조 개입이 단행되었다



자료: DB증권

도표 3. 장기 그림을 보면 표면적으로는 미일 공조 개입이 달러엔 환율의 중장기 방향성을 완전히 바꾼 것처럼 보이며 이는 어느정도 사실이다. 다만...



자료: FT

주: 검은색 세로 점선이 미일 동시 공조 개입이 있었던 경우, 2011년은 동일본대지진으로 인한 G7 공조 개입

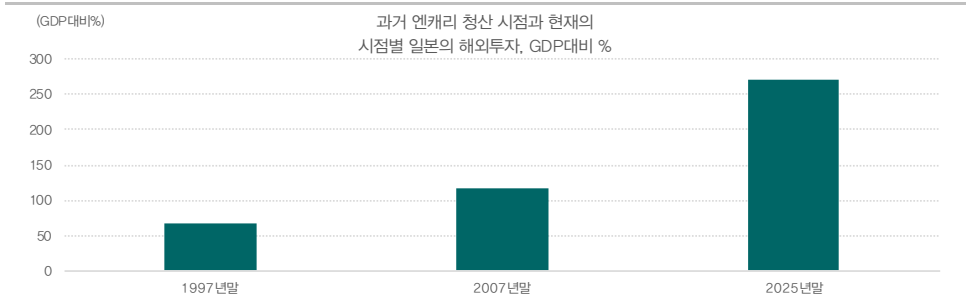
도표 4. 달러 엔 환율의 1998년 당시의 세부적인 사건 흐름을 보면, 미일 공조 개입이 환율의 방향성을 바꾸는 데는 평가가 엇갈릴 수 있다. 개입 이후에도 엔은 곧 다시 약해졌는데 엔이 본격적으로 강세로 전환되었던 것은 러시아 모라토리엄과 LTCM구제금융에 따른 신흥국 자산 전반의 신용위험 확산이었다.



자료: FT

주: 검은색 세로 점선이 미일 동시 공조 개입이 있었던 경우, 2011년은 동일본대지진으로 인한 G7 공조 개입

도표 5. 일본인의 해외투자를 진정한 엔캐리라고 할 때, 절대 규모는 물론 일본 GDP 대비 상대적인 규모도 과거 엔캐리 청산 시점과 현재의 시점별 일본의 해외투자, GDP대비 %



자료: DB증권

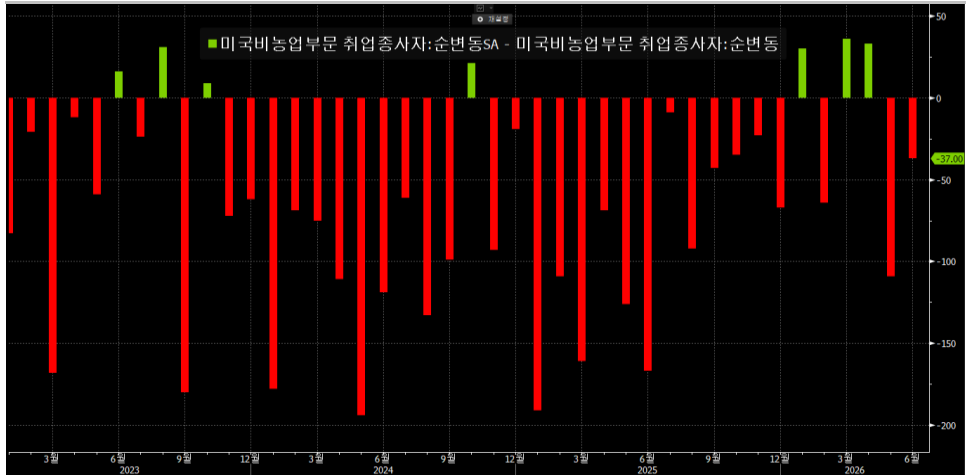
도표 6. 달러원 환율이 2020년부터 시작된 상승 범위의 하단을 테스트하고 있다. 매우 장기적인 트렌트라인이므로 당장 깨지기는 어려울 수 있다. 향후 방향성에 주의해서 추세가 고착화될 때 따라붙는 방식으로 대응하자.



자료: FT

주: 검은색 새로 점선이 미일 동시 공조 개입이 있었던 경우, 2011년은 동일본대지진으로 인한 G7 공조 개입

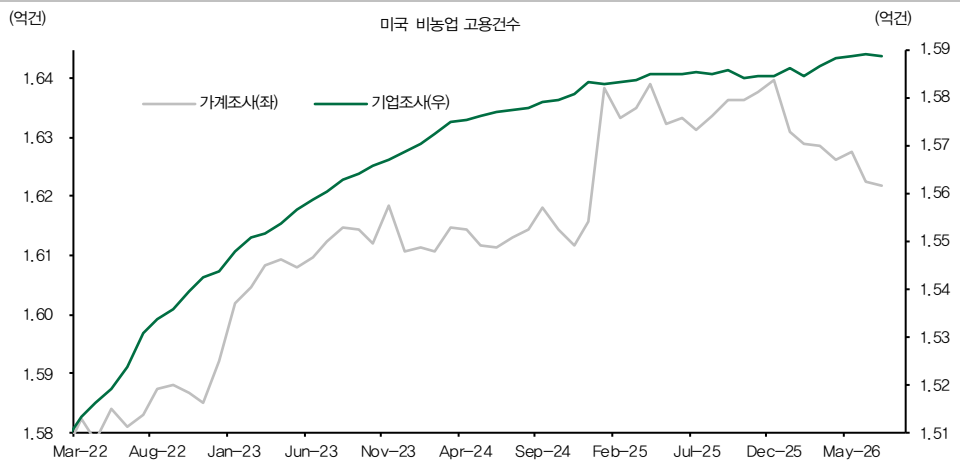
도표 7. 미국 고용지표는 이번에도 대규모로 하향수정되어 속보성 지표의 무가치함과 데이터 디펜던트 정책의 위험성을 다시 보여줬다.



자료: Bloomberg, DB증권

주: 빨간색 하향 막대는 속보치 비농업이 이후 하향수정되었다는 의미. 단위는 천건

도표 8. 고용지표는 기업조사와 가계조사간의 괴리가 너무 크다. 2023~24년과 같은 불법 이민자도 없는 상황이므로 양자간의 괴리는 이해하기 어렵다. 아마도 1인 창업 급증에 따른 기업 조사의 과대 계상이 오류의 원인으로 추정된다.



자료: DB증권

주: 2023~24년의 양자간의 괴리는 불법이민 때문. 불법이민자는 기업조사에서 반영되기 때문에 당시 가계 조사는 기업조사 쪽으로 수정되었다

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.