

FX 점검



김호정 Economist
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant
jiyeon.lim@yuantakorea.com

미·일 외환 공조와 엔 캐리 청산이 불러올 변화

Summary

이번 미·일 공조 개입의 본질은 환율의 방어가 아니라 **시간의 매입**이며, 그 시간 안에 방향을 결정하는 것은 일본은행의 금리 경로. 개입은 일과성 이벤트가 아니라 2025년 9월 공동성명에 근거해 제도화된 체계의 첫 가동으로, 반복 가능성 자체가 시장이 새로 학습해야 할 반응함수임. 연준 H.4.1 확인 결과 이번 개입에 FIMA 레포는 사용되지 않았고 재원은 일본 보유액과 미국의 유로화 매도로 확인. 개입 여력이 소진 없이 온존한다는 사실은 상단 161~164엔이 당분간 유효한 제약으로 남는 근거가 될 전망.

공표 전에 등록해 둔 검증에서, 투기적 매도 잔고는 **한 주 만에 72%** 소진(-45,473계약)되며 예측 상단을 넘는 '**압축적 커버**'로 판정. 환율 하락이 4% 내외에 그친 채 잔고만 비워진 결과의 시사점은 다음과 같음. 하방을 밀어붙일 스쿼즈 재료가 조기에 소진되었고, 커버 수요라는 지지가 사라져 상단 재시험의 민감도는 오히려 높아졌으며, 관찰의 초점은 잔고의 추가 축소가 아니라 **155엔 상회 국면에서 매도가 다시 쌓이는 속도로 이동**. 살아남은 4만 5천 계약의 **평균 진입 환율은 163.1엔**으로, 이 손익분기점이 상단 반등의 자연 저항이 될 것으로 예상.

순매도 포지션 잔고 소진과 8월 7일 환율을 반영한 사후 예측 기준, 달러/엔의 **연말 중앙값은 149.5엔**, 연내 **147엔 도달 확률은 57%**(신뢰구간 44~69%), 142.5엔은 25%로 추정. 다만 위험의 소재는 도달 수준이 아니라 **152엔 관문의 통과 속도**로, 통과 사례의 53%가 급격하게 진행되며 이 경우에만 크레딧과 주식의 비선형 반응이 발동. 특히 급격 통과 국면에서는 원화가 엔화와 반대로 약세를 보이는 동조성 역전이 나타날 수 있어, 엔화 헤지에 기댄 국내 포트폴리오의 방어력이 가장 필요한 순간에 약해질 수 있다는 점이 국내 관점의 핵심 유의점. 원/달러는 **연내 1,400원 하향 접촉이 93%**로 사실상 예정된 경로이나, 이는 하이닉스 환전(9월 종료)과 세계국채지수 편입(11월 완료)이라는 시한이 정해진 수급의 결과여서 4분기에는 1,450원 되돌림(22%)의 여지가 남는 시간 비대칭 구조임. 크레딧에서는 엔캐리-AI 부채 서사에도 불구하고 유의한 엔화 민감도가 소프트뱅크그룹에 국한되어, 위험은 엔화부채의 보유가 아니라 **엔화부채와 제한된 신용 여력의 결합**에서만 발생함이 확인.

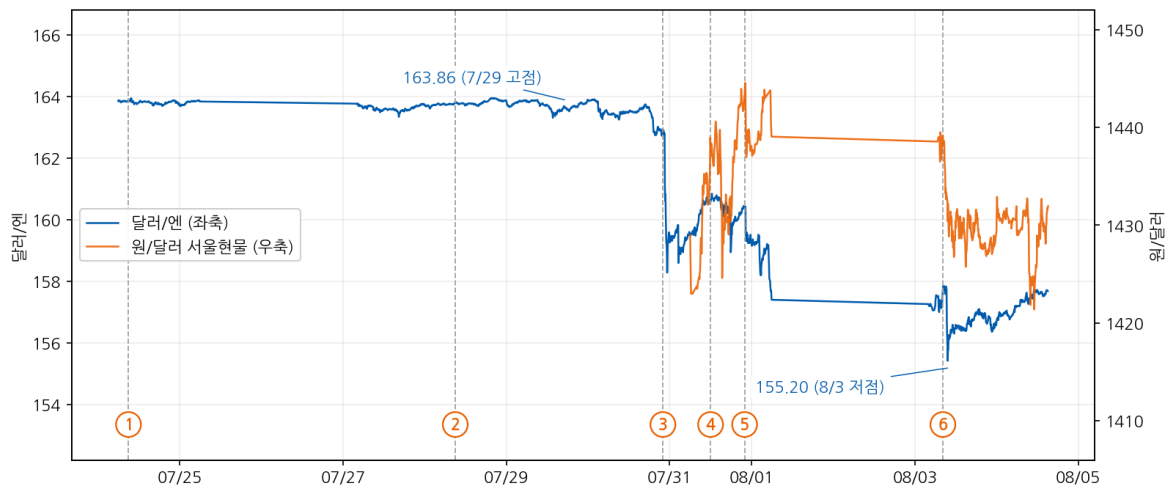
시사점은 시장의 통상 대응을 확률 정보로 보완하는 데 있음. 상단 반등의 매도는 주간 2만 계약 안팎의 재축적 확인 후 새 코호트의 손익분기점을 목표로 실행하고, 옵션 대비는 상시 보유 대신 일본은행 회의 전후와 152엔 부근에 집중하며, 원/달러 매도 헤지는 확률이 높은 1,410원과 1,395원에 규모를 싣고 3분기에 앞당겨 실행하는 것이 확률 추정을 가진 쪽의 이점을 살리는 방식. 8월 27일 금융통화위원회와 28일 재무성 개입 규모 공표가 연접한 주간이 변동성의 첫 시험대이며, 같은 주 도래하는 이번 개입의 D+20이 개입 효과 지속성의 첫 공식 성적표가 될 것으로 전망.

I. 미·일 외환 공조 개입의 구조적 성격

1. 미·일 외환 공조의 전개 궤적: 단순 환율 방어를 넘어선 전략적 개입

이번 외환시장 개입은 6영업일에 걸쳐 정책 커뮤니케이션 강도가 단계적으로 강화되는 궤적을 보였다(그림 1). 지난 7월 24일 가타야마 재무상의 구두 개입을 시작으로 28일에는 미·일 간 대응 방침 공유가 시사되었다. 이후 7월 29일 달러/엔 환율이 163.86 엔으로 39년 8개월 만의 고점을 기록한 직후인 30일 뉴욕장에서는 일본의 대규모 단독 개입(시장 추계 약 6조 엔)과 미 재무부 요청에 따른 뉴욕 연방준비은행의 레이트체크가 동시에 단행되었다. 이어 31일 일본은행이 기준금리를 동결한 가운데 미 재무부가 유로화 매도 및 엔화 매수 방식으로 50억~100억 달러 규모의 실개입에 나섰으며, 당일 일본 측 실행 추정액(약 5.3조 엔)을 합산하면 이틀간 총 11조 엔을 상회하는 자금이 투입된 것으로 추산된다. 이후 8월 1일 뉴욕장과 3일 도쿄장까지 추가적인 개입이 이어졌고, 8월 3일 가타야마 재무상 담화, 베센트 미 재무장관 성명, 미무라 재무관 회견이 동시에 발표되며 양국 공조가 공식화되었다. 이 기간 달러/엔 환율은 163.86엔에서 장중 155.20엔까지 5.3% 급락했으며, 7월 30일에는 한국 외환당국 역시 시장 미세조정에서 나선 것으로 파악된다.

[그림 1] 개입 전후 달러/엔·원/달러 장중 추이와 주요 정책 이벤트 (2026.7.24~8.4)



- ① 7/24 09시 재무상 구두 개입 ② 7/28 미·일 대응방침 공유 시사 ③ 7/30 22시 일본 단독 개입 + 미 레이트체크
- ④ 7/31 12시 일본은행 8:1 동결 ⑤ 7/31 22시 미·일 공조 개입(유로 매도) ⑥ 8/3 08시 담화·성명 공식화, 3일차 개입

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주: 1 분봉의 5 분 단위 집계

이와 함께 7월 한 달간 당국이 **163.99엔**이라는 다년 저점을 목전에 두고도 개입을 유보했다는 사실은 매우 중요한 정책적 함의를 지닌다. 재무성 월차 공표에 따르면 6월 29일부터 7월 29일까지의 실제 개입 실적은 전무했다. 이는 외환당국의 개입 반응함수가 단순한 환율 절대 레벨에 방어선을 두는 것이 아니라, 일본은행 통화정책회의 직전 및 미·일 공조 체제가 완비되는 등 실행 효과가 극대화될 수 있는 시점을 전략적으로 선택하여 가동된다는 점을 입증하는 실증적 근거로 판단한다.

2. 엔화 부양 그 이상의 목표: 미 국채 방어와 FIMA 레포의 전략적 통합

이번 양국 공조의 정책 목표는 단순한 엔화 약세 방어라는 단일 차원을 넘어서는 것으로 판단한다. 무엇보다 엔화 가치 하락이 원화 및 위안화 등 아시아 통화 전반의 경쟁적 절하 압력으로 확산되는 경로를 조기에 차단하려는 의도로 풀이된다. 특히 미국이 이례적으로 유로화 매도 방식을 채택한 배경에는 약달러 신호를 회피하려는 목적과 더불어, 자국 통화 매도 개입이 향후 중국의 위안화 시장 개입 명분으로 작용하는 상황을 선제적으로 방지하기 위한 전략적 고려가 깔려 있는 것으로 분석된다.

이와 함께 미 국채시장 방어라는 미국 측의 거시적 이해관계 역시 이번 공조의 실질적 동인으로 작용했다. 미 재무부 자본유출입동향(TIC) 통계에 따르면 일본의 미 국채 보유 잔액은 지난 2024년 개입기에 590억 달러, 2026년 4~5월 개입기에 484억 달러 각각 감소한 바 있다. 미국 10년물 국채 금리가 연중 60bp 이상 가파르게 상승한 국면에서 일본이 외환시장 개입 재원 마련을 위해 미 국채를 매도할 경우 미국 금융시장에 직접적인 금리 상승 압력을 발생시키는 만큼, 양국 공조를 통해 이러한 리스크를 사전에 완화할 필요성이 높았다.

결론적으로 FIMA(외국통화당국) Repo 기구 활용 예고는 이러한 다각적 목표를 하나의 장치로 통합한 정책 수단으로 해석된다. 일본이 미 국채를 시장에 매각하지 않고 이를 담보로 달러 유동성을 직접 조달할 수 있는 경로를 공식화함으로써, 엔화 가치 방어와 미 국채시장 안정이라는 목표를 동시에 달성할 수 있기 때문이다. 미무라 재무관이 600억 달러 한도에 대해 제약이 아니라 수단의 존재를 시장에 주시시킨 것이라고 언급한 점은, 해당 장치의 본질적인 목적이 실제 대규모 자금 인출보다는 시장의 기대 심리 통제에 있음을 시사한다.

실제로 미국 측의 가용 재원 규모는 이러한 정책 설계의 배경을 정량적으로 뒷받침한다. **미 재무부 환율안정기금(ESF)의 유로화 보유액은 3월 말 기준 131억 달러(연준 SOMA 보유분 합산 시 263억 달러)에 불과해, 이번 50억~100억 달러 규모의 실행만으로도 재무부 단독 가용 유로화의 40~80%가 소진될 수 있으며 추가적인 재원 확충에는 미국 의회의 승인이 수반되어야 한다.** 따라서 향후 반복적인 시장 개입을 위한 재원은 구조적으로 일본의 자체 외환보유액과 FIMA 경로에 의존할 수밖에 없는 환경이다. 다만 시장 일각에서는 이례적인 유로화 매도 방식이 외환 정책의 신뢰도를 저하시킬 수 있다는 우려와 함께, 양국 간 근본적인 금리차 축소가 전제되지 않은 단기 개입은 그 효과가 제한적일 수밖에 없다는 비판적 시각도 병존하고 있는 상황이다.

3. 외환 개입의 제도화와 반응함수의 구조적 전환

이번 외환시장 개입을 단순한 일회성 조치로 해석하기 어려운 근거는 다각적인 측면에서 실증적으로 확인된다. 무엇보다 법적 근거 측면에서 지난 8월 3일 발표된 일본 재무상 담화는 이번 양국 공조가 2025년 9월 체결된 미·일 재무장관 공동성명에 기초하여 정식으로 가동되었음을 명확히 규정했다. 이와 더불어 정책 커뮤니케이션 측면에서도 가타야마 재무상, 미무라 재무관, 베센트 미 재무장관이 동일한 시점에 추가 공조 의사를 일제히 표명하며 결속력을 과시했다. 특히 미무라 재무관이 이번 공조 체제를 미·일 통화동맹의 완성형으로 명명하고 일본은행의 통화정책과도 연동하여 대응할 것임을 강조한 대목은, 행정부 산하 외환당국과 독립된 중앙은행 간의 거시 정책 조정이 명시적으로 결합되었다는 점에서 매우 이례적이고 강력한 시그널로 풀이된다.

나아가 실제 개입의 실행 구조를 살펴보면 투입된 자금의 중심은 명백히 일본 측(미국 기여분은 일본의 10~20% 수준)에 있으나, 미국의 참여가 지니는 본질적 가치는 금액 규모 자체에 있지 않다. **미국은 실패 위험을 통해 일본의 자체 외환보유액 소진 우려를 선제적으로 경감시키고, 단독 환율 방어에 따른 정치적 부담을 분산하며, 재원 조달 경로를 보장하는 결정적인 구조적 기여를 제공하고 있다.** 결론적으로 자본시장이 그동안 학습해 온 일본 당국의 개입 반응함수가 과거의 단독적이고 제한적인 일회성 특성에서 벗어나, 양국 간의 공고한 제도화 및 통화정책 연동 체제로 완전히 탈바꿈했음을 시사한다. 이는 향후 거시경제 및 환율 모델링 등 모든 계량 분석 과정에서 단순한 시장 노이즈가 아닌 중대한 구조적 변화로 최우선 반영되어야 할 핵심 변수로 판단한다.

FIMA의 실제 활용 여부는 연준 H.4.1(Factors Affecting Reserve Balances, 매주 목요일 공표되는 연준 자산·부채 명세로 해외 공식기관 레포 잔액이 항목별로 확인됨)을 통해 확인할 수 있다. 8월 5일 기준 해외 공식기관 레포 잔액은 0으로, 이번 개입에 FIMA는 사용되지 않았고 일본은 기존 보유 달러를, 미국은 유로화를 각각 매도한 것으로 확인된다. 시장 일각에서 제기하는 기 활용 가능성은 관측되지 않았다. 이에 따라 FIMA는 이번 개입의 재원이 아니라, 반복 개입 국면에서 미 국채를 매각하지 않고 달러를 조달하기 위한 예비 수단으로 활용될 수 있다. 조달 비용은 익일물이 상설 레포 금리와 같은 3.75%, 7일물이 1주 OIS에 25bp 가산으로 평시에는 의도적으로 높게 설계되어 있고, 600억 달러 한도는 누적이 아닌 동시 미상환 잔액 기준이다. 일본의 개입 여력은 약 1.2조 달러의 외환보유액(증권 약 1.0조 달러)이 본원이며, FIMA는 이를 대체하는 수단이 아니라 보완하는 완충 장치이다.

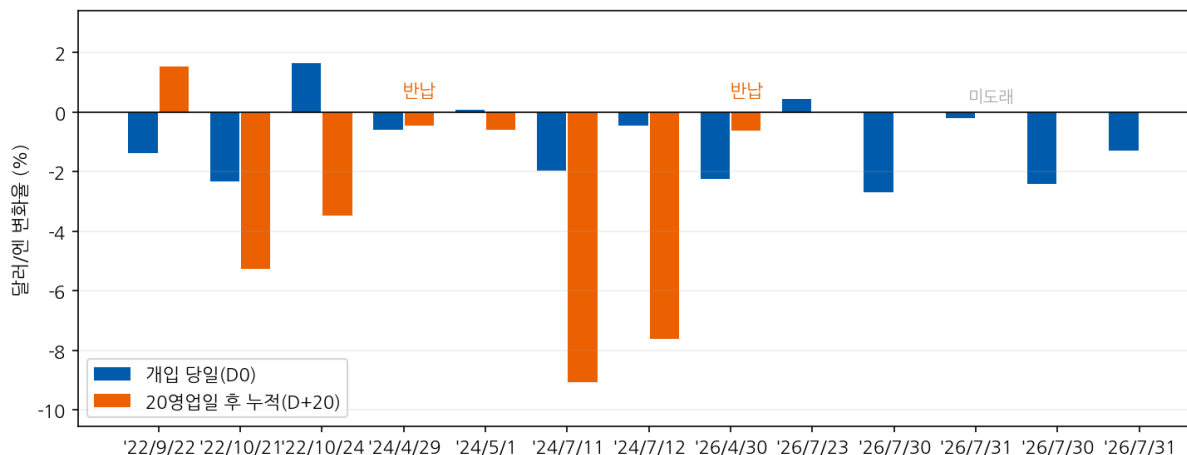
미국이 공조에 나선 유인은 국채시장의 수급 구조에서 확인된다. 미 국채 금리는 8월 6일 기준 10년 4.69%, 30년 5.22%로 높은 수준이고, 일본은 약 1.14조 달러를 보유한 최대 해외 보유국이다. 환헤지 후 미 국채 수익률이 일본 국채를 10년 약 100bp, 30년 약 160bp 하회하는 역전이 이미 형성되어 있어, 급격한 엔화 변동이 일본계 자금의 재투자 이탈을 자극하면 미 10년물에 20~50bp의 중기 상승 압력이 더해질 수 있다는 민간 추정이 존재한다. 3분기 국채 발행 계획이 순차입 7,390억 달러에도 이표채 규모를 동결하고 단기물 중심으로 흡수하는 기조를 유지한 점은, 장기물 수요 기반의 안정이 미국의 우선순위를 보여준다. 아울러 엔화와 일본 국채의 급변동이 글로벌 펀드의 증거금 조정을 거쳐 일본·미국 국채 포지션의 동시 축소로 전이될 수 있는 경로를 갖는다. 요컨대 이번 공조에서 미국은 일본을 돕는 조력자가 아니라, 자국 장기금리와 금융조건을 방어하는 당사자로 참여한 것으로 풀이된다.

II. 개입 효과의 실증: 이벤트 스터디

1. 단기 환율 방어에 한계와 내외 금리차 축소의 조건

당사는 과거 외환시장 개입의 실효성을 검증하기 위해 개입 시점을 기준으로 한 이벤트 스터디를 설계하여 분석을 진행했다(부록 A.1 참조). 지난 2022년 이후 단행된 일본의 엔화 매수 개입 8건을 대상으로 개입 전일 증가 대비 당일 및 20영업일 후의 누적 수익률 변화를 측정한 결과는 <표 1> 및 <그림 2>와 같다.

[그림 2] 엔화 매수 개입의 당일 및 20 영업일 후 달러/엔 반응 (2022년 이후 8건)



자료: Fred, 유안타증권 리서치센터

분석 결과에 따르면, 2022년 9월 22일 단행된 개입은 당일 1.2%의 환율 하락(엔화 강세) 효과를 거두었으나 20영업일 후에는 오히려 1.5% 상승하며 되돌림 현상이 온전히 발생했다. 2026년 4월 30일의 개입 역시 당일 확인된 2.3%의 효과가 20영업일 후 -0.6%로 대거 희석된 것으로 나타났다.

반면 2022년 10월과 2024년 7월의 개입 사례에서는 20영업일 이후에도 유의미한 환율 하락세가 유지되었으나, 이는 직후 발표된 미국의 물가지표 서프라이즈나 일본은행의 금리 인상 및 엔캐리 청산 국면 진입 등 굵직한 거시 이벤트가 동반된 결과이므로 순수한 개입 효과로 해석하기에는 무리가 따른다. 요컨대 외환당국의 단독 개입이 지니는 독립적인 환율 방어 효과는 단기간 내에 상당 부분 소멸하는 한계를 노정하며, 효과가 장기간 유지된 실증 사례는 예외 없이 통화정책이나 중대한 거시경제 이벤트가 후행적으로 뒷받침된 경우에 국한되었다.

[표 1] 엔화 매수 개입의 달러/엔 반응 (전일 증가 대비 누적, %)				
개입일	규모(조엔)	당일(D0)	D+5	D+20
22-09-22	2.84	-1.2	-0.4	+1.5
22-10-21	5.62	-1.6	-2.7	-5.3
22-10-24	0.73	+0.9	+0.3	-3.7
24-04-29	5.92	-1.3	-1.5	-0.7
24-05-01	3.87	+0.1	-2.0	-1.5
24-07-11	3.17	-1.8	-1.9	-9.1
24-07-12	2.37	-0.6	-1.6	-7.6
26-04-30	11.73*	-2.3	-1.5	-0.6
26-07-30	엔 매수(일본 단독+미 레이트체크)	-2.4%	미도래*	-
26-07-31	엔 매수(미·일 공조)	-1.3%	미도래*	-

자료: Fred, 유안타증권 리서치센터

주: *4/28~5/27 월차 합계의 귀속. 플라시보 검정을 시행, 개입 전후 30 일을 제외한 무작위 창 1,000 개의 20 영업일 수익률 분포는 [-3.6%, +5.6%]이며, 이 90% 구간을 벗어난 사례는 22-10-24, 24-07-11, 24-07-12 로 해당 D+20 만이 통계적으로 유의함.

과거 정책 조치의 효과 지속 기간을 가늠할 수 있는 보조적 실증 사례로는 지난 2026년 1월 미·일 레이트체크의 효과가 약 2개월, 동년 4~5월 당국의 단독 외환시장 개입 효과가 약 1.5개월간 지속되었다는 점을 참고할 수 있다. 이번 국면이 과거의 단순 개입과 차별화되는 핵심 동력은 무엇보다 양국 공조를 통해 외환보유액 소진 우려와 정치적 제약을 대폭 완화했다는 데 있다. 이와 함께 FIMA 레포 기구를 적극 활용하여 미 국제시장으로의 충격 파급 경로를 구조적으로 차단한 점, 그리고 중앙은행의 통화정책과 명시적인 연동 체제를 구축한 점 역시 환율 방어 효과의 지속성을 견인하는 긍정적 변수로 평가된다.

그럼에도 불구하고 환율의 중장기적인 추세는 결국 양국 간의 내외 금리차에 의해 결정되며, 이는 단일 중앙은행의 독자적 행보가 아닌 일본은행과 미 연방준비제도 간 통화정책의 상대적 속도에 좌우됨을 간과해서는 안 된다. 현재 자본시장은 일본은행의 9월 금리 인상 확률을 46%, 10월까지의 누적 인상 확률을 약 90%로 선반영하고 있으나, 동시에 미 연준의 9월 금리 인상 확률 역시 67% 수준으로 높게 가격화하고 있다. 결론적으로 추세적인 내외 금리차 축소를 기정사실로 두어서는 안 된다. 이는 일본은행이 긴축 기조의 미 연준보다 가파르게 인상을 이어갈 때에만 실현되는 조건부 경로이기 때문이다.

2. 정책 공조와 제도화가 추세 지속성에 미치는 함의

외환시장 개입 효과의 지속성을 가능하기 위해서는 과거 국제 금융시장에서 관찰된 실증적 사례들을 평가 준거로 삼을 필요가 있다. 이러한 비교 분석의 핵심 축은 정책 실행 주체 간의 실질적 공조 여부와 해당 정책 체계가 지니는 제도화 수준으로 압축된다.

과거 미·일 양국이 엔화 매수 공조에 나섰던 1998년 6월의 실증 사례는 정책 공조 자체가 지니는 구조적 한계를 명확히 시사한다. 당시 외환 개입 직후 달러/엔 환율은 수일간 4% 내외의 하락세를 나타냈으나 수 주 내에 종전 수준으로 전면 회복되었으며, **실질적인 추세 반전은 같은 해 10월 러시아 모라토리엄 사태와 대형 헤지펀드(LTCM) 부실을 계기로 엔캐리 포지션의 대규모 청산과 미국의 기준금리 인하가 맞물린 이후에야 비로소 실현되었다**. 이는 당국의 공조가 일시적인 시간 확보에는 기여할 수 있으나 중장기적인 환율 방향성은 결국 거시경제 펀더멘털이 결정한다는 점을 입증하며, 대규모 투기적 매도 잔고가 누적된 현재의 시장 환경과 높은 구조적 유사성을 지닌다. 다만 1998년 당시의 공조가 후속적인 정책 연동 체계가 결여된 단발성 조치에 불과했다는 점은 현재의 양국 공조 체제와 뚜렷하게 구별되는 대목이다.

정책 공조 여부가 개입 효과에 미치는 영향을 가장 선명하게 대조해 볼 수 있는 시기는 **2011년**이다. 같은 해 3월 동일본 대지진 직후 엔화 가치가 사상 최고치 부근까지 급등하자 G7 차원의 공조 매도 개입이 단행되었고, 가파른 환율 급등세는 즉각 진정되어 수개월간 안정적인 흐름이 유지되었다. 반면 동일 연도 8월과 10월에 단행된 일본 외환당국의 단독 개입은 특히 10월의 경우 당시 사상 최대 규모의 자금이 투입되었음에도 불구하고 그 효과가 수 주 만에 소멸하는 한계를 보였다. 이는 동일한 통화와 동일한 연도 내에서 공조 여부만이 달랐던 실증적 대조군으로서, 다국적 공조가 외환 방어 효과를 유의미하게 증폭시킨다는 판단을 강력하게 뒷받침한다. 이 과정에서 주목해야 할 핵심은 어느 사례에서든 미국 측이 실제 투입한 자금 규모는 극히 미미한 수준에 그쳤다는 사실이며, 이는 정책 효과의 근원이 단순한 자금력의 우위가 아니라 당국이 시장에 부여하는 정책 신뢰성 확보에 있음을 시사한다.

더불어 정책 제도화 수준이 **환율 방어 효과에 미치는 영향은 과거 유럽 중앙은행들의 환율 하한제 도입 사례를 통해 확인할 수 있다**. 스위스 중앙은행은 지난 **2011년 9월 유로/프랑 환율의 1.20 하한선을 명시**하고 무제한 외환 매입을 약속함으로써 약 3년 반 동안 해당 체제를 성공적으로 방어했으며, **체코 중앙은행 역시 2013년 11월 유로/코루나 27 수준의 명시적 하한 체제를 도입**해 유사한 기간 동안 환율 안정을 도모했다. 이는 불확실한 단발성 개입을 지양하고 명확한 정책적 규칙에 대한 공개적 약속을 통해 시장 참여자들의 기대 심리를 강력하게 고정한 구조로서, 그 효과의 지속 기간이 단순 이산형 개입 사례들과 비교해 압도적으로 장기간 유지되었다는 실증적 의의를 지닌다.

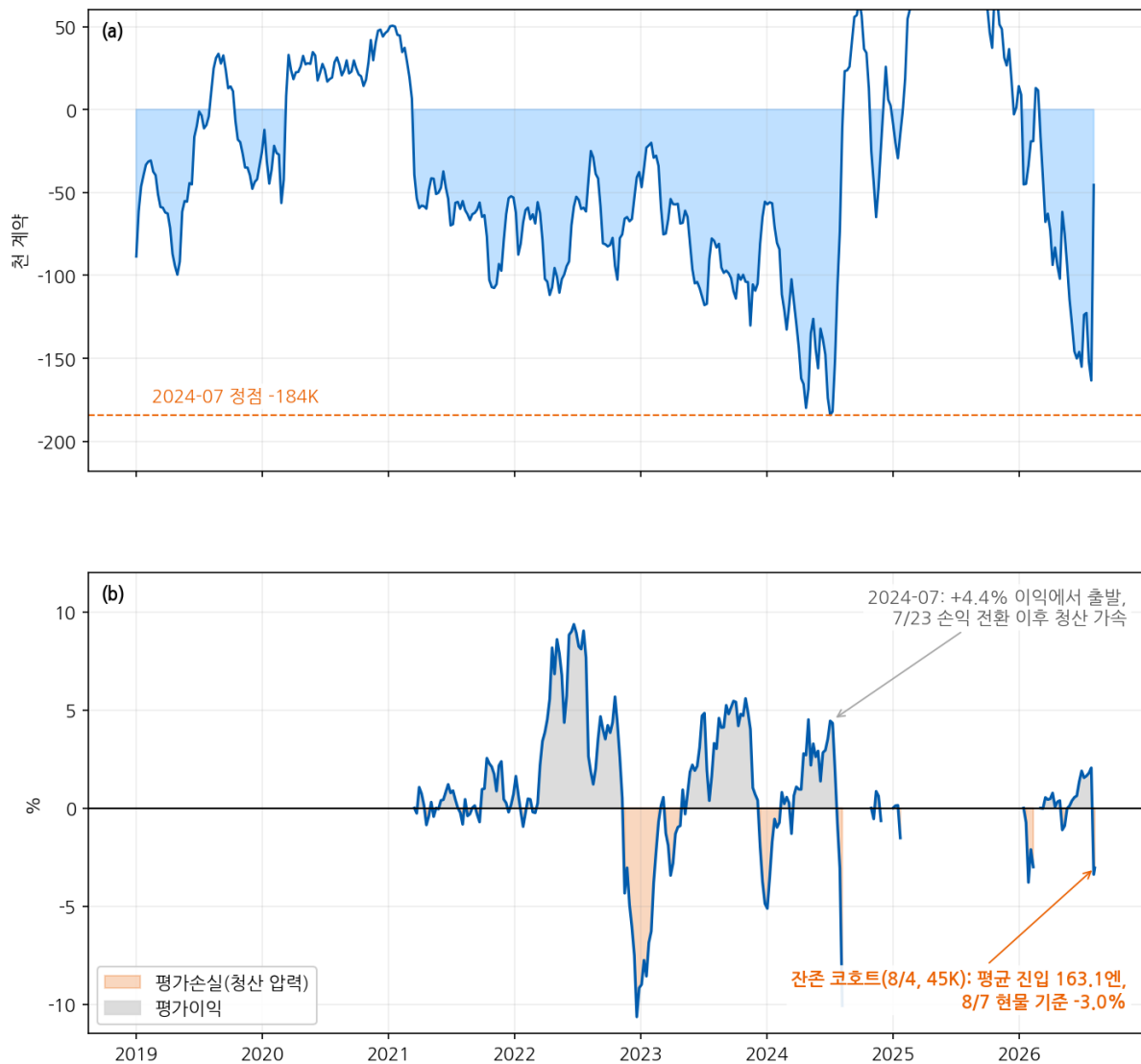
이러한 과거 실증 준거들을 종합할 때, 현재 구축된 미·일 외환 공조 체제는 단발성 공조와 강력한 하한제 방어 사이의 중간적 성격을 띠는 것으로 평가된다. 2025년 9월 양국 재무장관 공동성명이라는 명시적 근거, FIMA 레포 기구를 통한 자원 조달 경로 확보, 그리고 중앙은행 통화정책과의 연동 명시는 분명한 정책적 합의 체제의 요소를 갖추고 있으나, 특정 환율 레벨을 방어선으로 명시하지 않은 채 전략적 모호성을 유지하고 있기 때문이다. 따라서 이번 개입 효과의 지속성에 대한 합리적인 사전 기대치는 일본 단독 개입 시 관찰되었던 수 주 단위와 유럽식 하한제 방어의 수 년 단위 사이, 즉 수 주에서 수개월 구간으로 설정하는 것이 타당하다. 나아가 해당 방어 효과가 수개월 이상의 장기 구간으로 안착할 수 있을지 여부는 궁극적으로 일본은행의 실질적인 후속 금리 인상 단행에 전적으로 달려 있다.

III. 엔캐리 포지션 미시구조 분석

1. 투기적 매도 잔고의 극단적 쏠림과 숏 스퀴즈(Squeeze)의 촉발 조건

미국 상품선물거래위원회(CFTC) 집계 엔화 투기적 순매도 잔고는 개입 직전인 7월 28일 기준 16만 3,412계약으로, 2024년 7월 정점(18만 4,223계약)의 89%까지 재축적된 상태였다. 특히 개입 직전 2주간에만 약 4만 계약이 늘어, 규모뿐 아니라 축적 속도에서도 정점기에 근접해 있었다(그림 3-a).

[그림 3] (a) 엔화 투기적 순매도 잔고 (b) 매도 코호트 평균 평가손익 (레이어 복원, 평균 진입 160.5 엔)



자료: CFTC, Fred, 유안타증권 리서치센터

이러한 재촉적은 집계 기준을 달리해도 확인된다. 선물과 옵션을 통합한 기준으로 **개입 직전 순매도는 17만 1천 계약으로 2024년 고점(19만 계약)의 90%에 이르렀다**. 투자 주체의 구성은 취약성을 더했다. 레버리지드 펀드에 더해 자산운용사까지 순매도에 가세해 있었고, 성격이 다른 두 주체가 한 방향으로 쏠린 잔고는 되돌림이 시작되면 청산이 청산을 부르기 쉬운 구성이다.

아울러 국제결제은행(BIS)이 집계한 비거주자 대상 엔화 대출 잔액은 2026년 1분기 기준 42조엔으로, 선물시장 잔고와는 별개의 경로로 존재한다. 선물 잔고는 회전이 빠른 투기성 자금을, 대출 잔액은 상환과 차환의 시차를 두고 움직이는 자금을 반영한다. 즉 개입의 직접 대상은 선물시장의 투기적 잔고이며, 향후 국면 판단에서는 엔화 대출 잔액의 축소 여부를 지켜볼 필요가 있다.

2. 숏 포지션 완충력 소멸과 잔류 물량의 단가대별 저항력 점검

같은 규모의 매도 잔고라도 보유자가 이익 상태인지 손실 상태인지에 따라 청산의 조건이 달라진다. 본 보고서는 주간 포지션 증감을 선입선출 방식으로 누적하여 매도 잔고의 평균 진입 환율을 복원하였다(부록 A.3 참고).

복원 결과 개입 직전 코호트의 평균 진입 환율은 160.5엔이었다(그림 3-b). 고점 163.86엔에서 이 잔고가 확보한 평가이익은 2% 남짓으로, 2024년 개입 당시의 4.4%와 비교해 절반에 미치지 못하는 완충이었다. 실제로 개입 이틀째에 환율이 157엔대로 내려서자 잔고 전량이 손익분기점을 하회하였다. 손실 상태의 매도 잔고는 보유의 근거가 약해지고 위험 관리 규정의 축소 압력을 받는 만큼, 얇은 완충은 개입의 효과를 키우는 조건이었다.

2024년의 실측 경로는 손익 전환이 청산 속도를 가르는 분기점임을 보여준다. 당시 청산은 개입 직후부터 점진적으로 시작되어 1주에 18%, 2주에 42%가 축소되었고, 환율이 평균 진입 단가를 하회한 뒤 가속되어 **최대 주간 청산이 국면의 마지막 주에 집중**되었으며, 잔고는 개입 4주 반 만에 순매수로 전환되었다.

개입 이후의 잔존 코호트도 같은 방법으로 복원된다. 잔고가 4만 5천 계약으로 줄어든 8월 4일 기준 잔존 코호트의 **평균 진입 환율은 163.1엔**이다. 소진된 물량이 상대적으로 낮은 단가의 축적분이었던 반면, 남은 물량은 고점 부근에서 진입한 것들이다. 8월 7일 현물 158.3엔 기준 잔존 코호트의 평가손실은 3.0%로, 규모는 줄었으나 남은 세력의 손실 폭은 오히려 깊다. 남은 세력의 손익분기점이 163엔대에 형성되어 있다는 사실은, 상단 반등 국면에서 이 구간이 자연스러운 매도 저항으로 작동할 것임을 시사한다.

3. 숏 스쿼즈(Short Squeeze)의 실증적 확인

7월 말의 엔화 가치 급락을 두고 시장에는 두 해석이 있었다. 금리차 대비 과도했던 환율의 되돌림이라는 해석과, 손실 상태에 몰린 매도 잔고의 강제 커버링이라는 해석이다. 두 해석은 이후 경로에 대한 함의가 달라, 본 보고서는 공조 이후 처음 확인될 8월 4일 기준 CFTC 순매도 잔고에 대해 판정 기준을 공표 이전에 등록하였다. 커버링이 지배적이라면 잔고는 -105K에서 -140K 구간으로 축소되고, 금리차 해석이 우세하다면 -150K대에서 유지되며, -105K를 밑도는 축소는 무질서 청산으로의 이행을 뜻한다는 기준이었다.

공표 결과는 45,473계약이었다. **한 주 만에 72%**가 축소되어 등록해 둔 구간의 공격적인 끝단마저 크게 넘어섰고, 축소 속도는 2024년 첫 주(18%)의 네 배에 이르렀다. 다만 무질서 청산의 형태는 아니었다. 같은 기간 환율 하락이 4% 내외에 그친 채 잔고가 소진되었다는 사실은, 청산이 자산 가격의 연쇄 조정 없이 흡수된 **압축적 커버**였음을 뜻한다. 개입은 강제 커버링의 유발이라는 1차 목표를 통상적인 시차 없이 달성하였다.

이 판정이 이후 경로에 갖는 의미를 정리하면, 하방으로는 스쿼즈의 재료가 조기에 소진되어 깊은 임계 수준의 접촉 확률이 낮아진다. 상방으로는 커버 수요라는 지지가 사라져 고점 재시험에 대한 민감도가 높아진다. 이에 따라 관찰의 초점은 잔고의 추가 축소가 아니라 **155엔 상회 국면에서의 재촉적 속도로** 이동하며, 잔존 코호트의 손익분기점 163엔대가 재촉적의 유인이 약해지는 상단 준거가 된다. 보조 지표로 고점 대비 낙폭을 병기하면, 이번 국면의 최대 낙폭은 장중 기준 5.3%(155.20엔)로 과거 청산 국면에서 잔고 축소가 가속되었던 8% 내외(현 고점 기준 약 150.8엔)에 미치지 못한 채 커버가 완료되었다. 낙폭이 얇은 단계에서 잔고가 비워졌다는 결과 자체가, 이번 국면이 2024년형 연쇄 청산과 구별되는 지점이다.

IV. 엔캐리-크레딧 연동 메커니즘과 AI 부채 채널

1. 엔캐리 청산과 AI 크레딧 결합에 대한 리스크 전이 점검

글로벌 자본시장에서는 엔캐리 트레이드 청산과 AI 관련 기업들의 부채 급증이라는 두 가지 거대한 잠재 리스크의 결합 가능성을 극도로 경계하고 있다. 실제로 아폴로(Apollo) 매니지먼트 등 주요 글로벌 투자기관들은 연초부터 대규모 엔캐리 포지션이 임계점에 도달했음을 경고하며, 일본계 자금의 본국 환류 현상을 현 금융 사이클의 핵심 뇌관으로 지목해 왔다. 나아가 이러한 포지션 청산 국면이 본격화될 경우 투기등급 AI 관련 종목과 반도체 등 자금 쏠림이 심했던 자산군이 가장 취약할 것이라는 우려 섞인 의견도 제기되고 있다.

더불어 AI 산업 내 막대한 CAPEX에 기인한 크레딧 리스크 역시 구체적인 파열음을 내고 있다. 글로벌 신용평가사 S&P가 막대한 AI 투자 부담을 지적하며 오라클(Oracle)의 신용등급을 투기등급 직전(BBB-)까지 하향 조정하였고, AI 클라우드 인프라 기업인 코어위브(CoreWeave)의 5년물 신용부도스왑(CDS) 프리미엄이 7월 말 기준 사실상 50%의 부도 확률을 내포하는 수준까지 폭등한 것은 크레딧 시장 내부에 누적된 구조적 불안을 적나라하게 방증한다.

그러나 당사의 정량적 실증 분석 결과, 실제 자산 가격의 프라이싱 궤적은 시장에 팽배한 공포와 달리 엔화와 미국 크레딧 시장 간의 직접적인 결합을 지지하지 않는다. 시장 공통 요인을 통제하고 하이일드 채권 스프레드의 엔화 강세 민감도(Beta)를 추정한 결과인 <표 2>에 따르면, 과거 2024년 청산기에는 엔화 1% 절상 시 스프레드가 3.7bp 확대되는 강력한 동조화가 형성되어 이듬해까지 유지되었으나, 2025년 10월 이후 최근까지의 국면에서는 해당 민감도가 0.3bp 수준으로 급감하며 자산 간 연동성이 사실상 소멸했다. 아이러니하게도 이러한 리스크 디커플링 현상이 관찰된 최근 10개월은, 역설적으로 시장 내에 엔캐리-AI 결합 서사가 가장 강하게 확산되었던 시기다.

이러한 표면적인 연동성 소멸 현상의 근본적 원인은 시장 변동성을 주도한 거시 국면의 성격 차이에 기인한다. 최근 거래일을 엔화 가치와 일본 초장기 국채 금리가 동일한 방향으로 압박을 받은 재정 주도 국면과 그 외 구간으로 분리하여 회귀 분석을 재적용할 경우(부록 A.2 참고), 재정 주도일의 크레딧 연동 민감도는 통계적으로 무의미한 수준에 그친 반면 비재정 주도일에서는 부호와 크기가 과거의 강력한 연동 수준으로 완벽히 회복된다. 즉, 두 자산군 간의 구조적 결합이 근본적으로 해체된 것이 아니라, 미국 크레딧 시장으로 리스크가 전이되지 않는 일본 내부의 재정 요인발 변동성이 최근 표본을 지배하면서 발생한 통계적 착시현상임을 입증한다. 따라서 수급 쏠림에 기반한 전형적인 펀더멘털 청산 변동성이 재현될 경우 이 파괴적인 결합은 언제나 시장 전면에서 재출현할 수 있음을 엄중히 경계해야 한다.

이번 외환당국의 개입 국면에서 관찰된 가격 흐름 역시 이러한 계량적 분석 결과를 정확히 추종했다. 단기간 내에 환율이 5% 남짓 급락(엔화 강세)하는 와중에도 미국 하이일드 스프레드는 사실상 미동조차 하지 않았고, 개별 크레딧 중에서도 막대한 엔화 부채를 짊어진 **소프트뱅크그룹**의 CDS 프리미엄만이 340bp대에서 356bp로 제한적인 확대를 보였을 뿐이다. 결론적으로 현재의 제한적인 크레딧 스프레드 안정세에 기대어, 향후 환율의 가파른 절상 국면에서 발현될 테일 리스크마저 구조적으로 해소되었다고 해석하는 것은 다소 경계할 필요가 있다.

[표 2] 하이일드 스프레드의 엔화 강세 베타 (bp per 1% 엔 절상, 나스닥·VIX 통제)

기간	베타	t-통계량	국면 해석
2023.8~2024.6	-0.80	-1.2	결합 부재
2024.7~2024.9	+3.71	+3.8	청산기, 결합 형성
2024.10~2025.9	+2.39	+4.1	학습된 상관의 지속
2025.10~2026.7	+0.55	+0.9	서사 확산기, 결합 소멸

자료: Fred, 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터
주: 표본은 일간 데이터 활용.

2. 조달 통화 및 신용 여력에 따른 리스크 차별화

글로벌 크레딧 시장 내에서도 엔화 강세에 대한 민감도는 개별 기업의 자금 조달 구조에 따라 철저하게 차별화되는 양상을 띤다. 당사는 이러한 선별적 동조화를 실증하기 위해 전적으로 달러화 편당에 의존하는 대형 투자등급(IG) 오라클(Oracle), 달러화 조달 중심의 고레버리지 신생 AI 기업 코어위브(CoreWeave), 그리고 막대한 엔화 부채를 레버리지로 활용하는 지주사 **소프트뱅크그룹**(SoftBank Group)을 3대 핵심 표본으로 선정하여 비교 분석을 수행했다.

이들을 분석 대상으로 특정한 핵심 논거는, 각 기업이 지닌 자금 조달 통화 구성의 극명한 대조를 통해 환율 충격의 전이 경로를 선명하게 발라낼 수 있을 뿐만 아니라, 계량 회귀 분석의 통계적 신뢰도를 담보하는 고유동성의 5년물 CDS 연속 시계열 데이터를 온전히 확보할 수 있기 때문이다. 이들을 대상으로 환율의 절상 강도별 구간을 분리하여 회귀 분석을 적용한 <표 3>의 결과는 리스크의 실질적인 소재지를 명확히 지시한다.

[표 3] 엔화 강세 강도별 일간 반응 (2022년 이후 평균)

엔화 강세 폭	관측수	ΔHY OAS(bp)	ΔSBG CDS(bp)	ΔORCL CDS(bp)	Δ 원/달러(%)
0~1%	434	+0.4	-0.1	유의성 없음	-0.11
1~2%	38	-0.9	+3.2	유의성 없음	-0.36
2% 초과	17	+8.2	+3.3	유의성 없음	-0.55

자료: Fred, Bloomberg, 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터
주: 원/달러는 동조 표본(R2) 지배적.

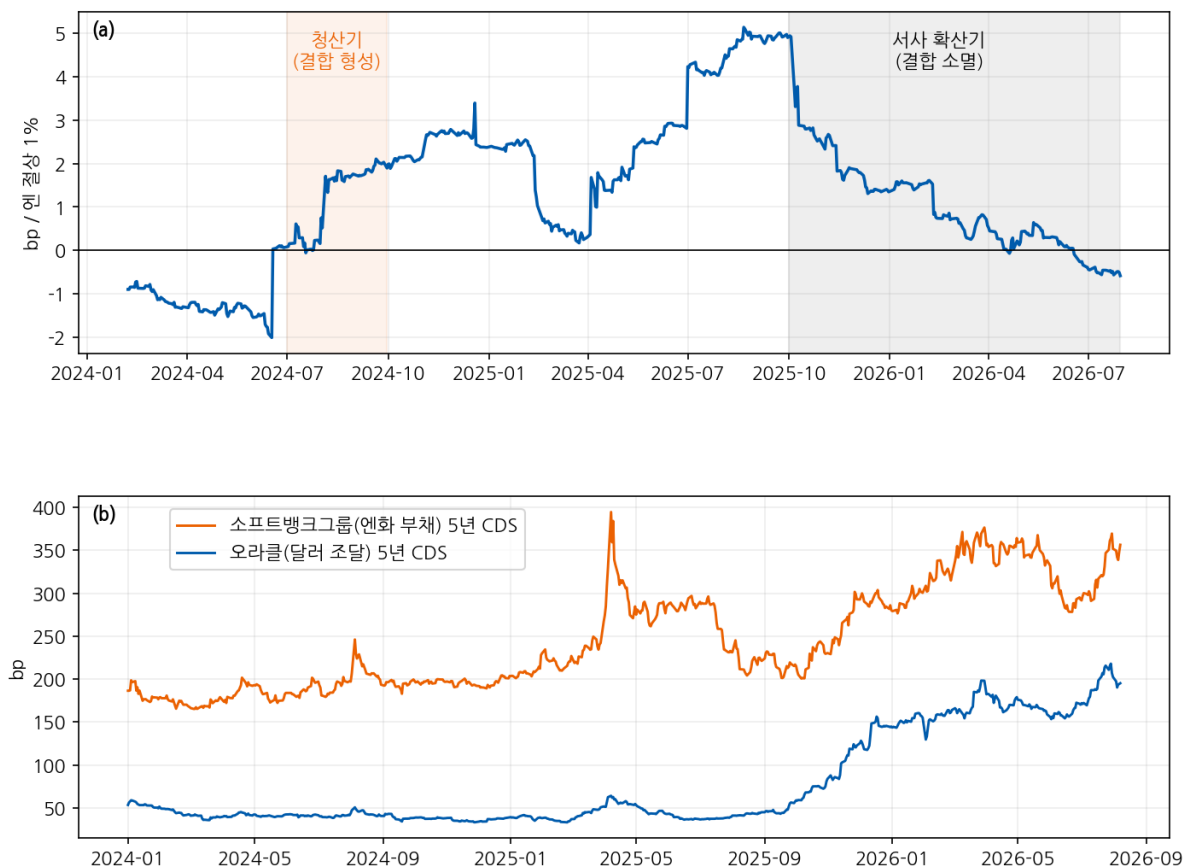
엔화 가치가 일간 2% 이상 급등(환율 하락)한 극단적 절상일(2022년 이후 총 17영업일)을 기준으로, **소프트뱅크그룹**의 5년물 CDS 프리미엄은 평균 3.3bp 확대되며 즉각적인 타격을 입었다. 반면 오라클은 엔화 절상 강도와 무관하게 유의미한 가격 반응을 보이지 않았으며, 코어위브의 경우 오히려 스프레드가 축소되는 기현상이 관찰되었다. 이는 엔화 강세일이 대체로 글로벌 위험 선호(Risk-On) 국면과 맞물리면서 나타난 현상으로, 코어위브와 같은 순수 달러 조달 기업에는 엔캐리 청산의 충격이 전이되는 '엔화 파급 채널' 자체가 구조적으로 부재함을 시사한다.

이러한 디커플링 현상은 표본을 미국계 대형 발행체 전반으로 확장하더라도 동일한 결론으로 귀결된다. 엔화 표시 채권 발행 잔액 상위 5개 미국 기업을 추가하여 동일한 회귀 모형을 적용한 결과(부록 A.7 참조), 통계적으로 유의미한 수준의 엔화 강세 민감도는 오직 소프트뱅크그룹에서만 관찰되었다. 버크셔 해서웨이(Berkshire Hathaway), 화이자(Pfizer), 아마존(Amazon)과 같이 자체적인 신용 완충력이 두터운 발행체들은 비록 막대한 엔화 부채를 보유하고 있음에도 엔화 민감도 계수가 0 부근에 수렴했으며, 알파벳(Alphabet)의 경우 오히려 위험 선호 동조화가 우세하게 작용하며 음(-)의 계수를 기록했다.

여기서 도출되는 가장 중요한 실무적 함의는, 크레딧 시장의 엔화 민감도를 폭발시키는 핵심 기제가 단순히 엔화 부채의 보유 유무가 아니라 엔화 부채와 제한적인 신용 여력의 결합이라는 사실이다. 다시 말해, 펀더멘털과 유동성이 충분히 확보된 우량 발행체의 엔화 부채는 적어도 현 국면에서 유의미한 자산 가격 조정 리스크로 전이되지 않는다는 확고한 계량적 결론이 도출된다.

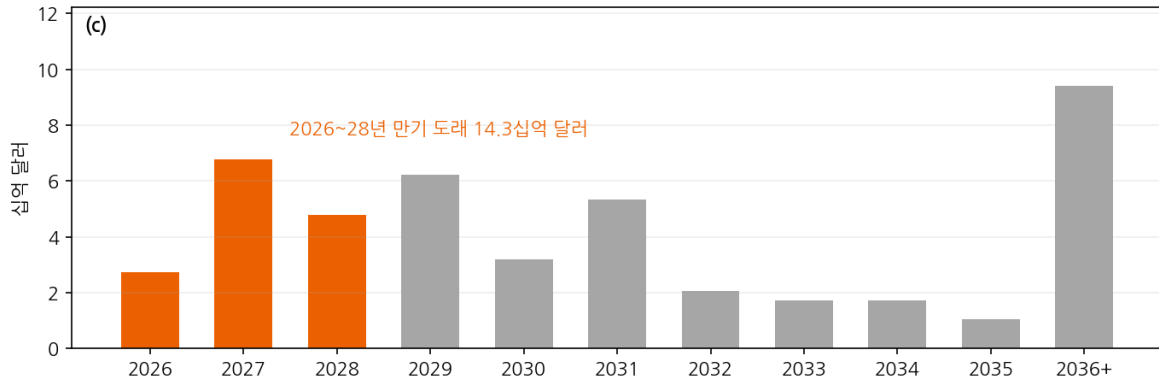
이러한 실증적 구분은 추적해야 할 리스크 관찰 대상을 압축해 줄 수 있다. 현재 미국계 발행체들의 엔화 표시 채권 잔존액은 약 450억 달러 규모로, 그 차환 만기가 2026년에서 2028년 사이에 집중되어 있는 것은 사실이다(그림 4-c 참조). 그러나 진정한 꼬리 위험을 숙아내는 선별 기준은 단순한 발행 잔액의 절대적 크기가 아니라, 해당 잔액의 만기 일정과 현재의 신용 스프레드 레벨을 동시에 교차 검증해야 한다. 아울러 과거 3,150억 달러로 정점에 달했던 일본계 기관투자자들의 미국 회사채 보유 잔액이 점진적인 축소 국면으로 진입했다는 점 역시 간과해서는 안 된다. 엔화 강세에 따른 펀딩 비용 상승이 일본계 자금의 매수 수요 위축과 맞물릴 경우, 향후 글로벌 크레딧 시장의 전반적인 조달 여건이 이중으로 경색될 수 있음을 경계할 필요가 있다.

[그림 4] 엔-크레딧 결합의 시변성과 익스포저 / (a) 하이일드의 엔화 베타(120일, 통제 후) (b) 조달 통화별 CDS



자료: Fred, Bloomberg, 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 엔-크레딧 결합의 시변성과 익스포저 / (c) 현재 미국계 발행체들의 엔화 표시 채권의 차환 만기는 2026 년에서 2028 년 사이에 집중되어 있는 구조



자료: Fred, Bloomberg, 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

3. 익스포저의 점검

현재 자산 가격에 온전히 반영되지 않은 엔-크레딧 연동 리스크가 향후 가파르게 재평가될 수밖에 없는 구조적 근거는 크게 세 가지 측면에서 확인된다. 무엇보다 미국 소재 기업들의 엔화 표시 채권 잔존액이 총 421건, 450억 달러 규모로 비대해진 가운데, 지난 2026년 5월 알파벳(Alphabet)이 사상 처음으로 5,765억 엔(약 36억 달러) 규모의 신규 엔화채를 발행하며 관련 시장에 본격 진입했다. 이는 단일 발행액 기준으로 지난 2024년 상반기 사무라이채 시장 전체 발행 규모를 압도하는 수치로, 미국 대형 빅테크 기업들의 자금 조달 구조 내에서 엔화가 차지하는 위상이 구조적으로 강화되었음을 방증한다. 즉, 막대한 자본이 소요되는 AI 설비 투자가 저금리 엔화 조달에 본격적으로 기대기 시작한 바로 그 시점에, 공급측면에서도 일본의 금리 인상과 가파른 엔화 가치 급등 국면이 맞물려 도래한 것이다.

이와 함께 잠재적 매수 기반인 일본계 기관투자자들의 이탈 징후 역시 펀더멘털 불안을 가중시키는 핵심 요인이다. 미 재무부 자본 유출입동향(TIC)에 따르면 지난 2026년 5월 기준 일본 기관들의 미국 회사채 보유 잔액은 3,150억 달러에 달하나, 최근 일본 국내 금리 상승 여파로 주요 생명보험사들의 절반 이상이 해외 채권 비중 축소 계획을 공식화하는 등 한계 수요가 빠르게 이탈하는 국면에 진입했다. 나아가 현재 크레딧 시장의 신용 스프레드(투자등급 80bp, BBB 99bp, 하이일드 284bp)는 최근 3년 기준 하위 22~24% 백분위 수준까지 극도로 타이트하게 축소되어 있어, 향후 본격적인 리스크 재평가 충격이 발생할 경우 이를 흡수할 수 있는 밸류에이션 완충력이 지극히 제한적이다.

결론적으로 엔캐리 트레이드 청산과 AI 크레딧 리스크의 결합에 대한 자본시장의 공포는 아직 표면적인 가격 지표에 뚜렷하게 반영되지 않았을 뿐, 그 뇌관을 현실화할 수 있는 거시적 익스포저는 임계점을 향해 지속적으로 축적되고 있다. 당사의 과거 실증 데이터 분석에 따르면 이러한 리스크의 전면적인 가격 반영은 점진적이고 완만한 형태가 아니라, 엔화 강세 속도가 일간 2%를 초과하는 극단적인 변동성 구간에서 발작적으로 집중되는 경향을 띠었다. 따라서 기관투자자들은 현재의 제한적인 스프레드 안정세에 안주하기보다, 언제든지 도래할 수 있는 테일 리스크 발현 가능성에 대비하여 포트폴리오의 선제적인 방어력을 제고해야 할 시점이다.

V. 원화와 엔화의 관계는 상수가 아니다: 전달 경로, 국면, 속도와 수급이 핵심

1. 엔화의 급변동이 원화로 옮겨오는 전이 경로와 시차

엔화의 급변동이 원화로 옮겨오는 경로는 거래 시간대에 따라 나뉜다. 개입이 실행된 뉴욕 시간대에 서울 현물시장은 닫혀 있으므로, 엔화의 움직임은 역외 차액결제선물환에 먼저 반영되고 이튿날 서울 개장가에 반영이 이어진다. 이 구조 때문에 일간 증가만으로는 전이의 크기와 시차를 가려내기 어렵고, 본 보고서는 개입 전후의 분 단위 자료로 전이를 식별하였다.

개입 주간의 장중 자료에서 원/달러는 달러/엔과 같은 방향으로 움직였고, 엔화 변동 1%에 대한 원/달러의 반응은 0.3 안팎이었다. 8월 3일의 공식화 국면이 대표적이다. 서울 개장 직후 달러/엔이 급락하자 원/달러도 하락으로 출발하였고, 장중 반등과 반락의 방향 전환까지 두 환율이 함께 움직였다(그림 1). 전이의 방향과 크기가 장중 단위에서 확인된다는 사실은, 이후의 국면 분석에서 원/달러를 달러/엔의 함수로 두는 접근의 근거가 된다.

2. 원화와 엔화는 질서 국면에서는 동행, 무질서 국면에서는 역전

원화와 엔화의 동조성은 상수가 아니다. 정책이 주도하는 질서 있는 엔화 강세 국면에서 원화는 엔화와 같은 방향으로 절상되며, 일간 자료에서 추정한 반응 계수는 0.35 수준이다. 반면 청산이 주도하는 무질서 국면에서는 부호가 뒤집힌다. 2024년 8월 5일이 실측 사례로, 엔화가 2% 넘게 절상되는 동안 원화는 오히려 약세를 보였다. 위험회피가 극단으로 치달는 국면에서 원화는 절상 통화가 아니라 위험자산 통화로 거래되기 때문이다. 본 보고서의 시뮬레이션은 이 관측을 반영하여 무질서 국면의 반응 계수를 -0.25로 상정했다. 절상 강도별 실측은 <표 4>와 같다.

[표 4] 엔화 절상 강도별 원/달러 당일 반응 (2022년 이후)

엔화 절상 구간	관측수	원/달러 평균(%)	해석
0~1%	458	-0.11	동조 미약
1~2%	39	-0.32	질서 국면의 동반 절상
2% 초과	17	-0.55	평균은 동조이나 2024-08-05에는 원화 약세로 역전

자료: Fred, 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

동조성 통계를 읽을 때에는 표본의 오염에 주의할 필요가 있다. 7월의 일간 상관은 국내 고유 수급의 대규모 유입과 겹쳐 있어, 원화 강세 가운데 엔화 동조가 차지하는 몫을 일간 자료만으로 가려내기 어렵다. 본 보고서가 전이 식별의 축을 장중 이벤트 창에 둔 것은 이 오염을 피하기 위해서이다.

3. 원/엔 환율의 방향성 보다는 속도와 수급을 고민

원/엔 환율은 세 정책 경로 모두에서 상승 방향이다. 사후 예측 기준 연말 중앙값은 100엔당 913원으로 현재의 895원을 웃돌고, 일본은행이 연내 인상하지 않는 경로에서도 917원으로 상승 방향이 유지된다. 원엔의 상승은 방향의 문제가 아니라 속도의 문제이다. 자동차와 철강, 기계 등 대일 수출 경합 업종에는 완만한 상승이 가격경쟁력의 완충으로 작용하지만, 같은 수준이라도 청산 국면의 급등으로 도달하는 경우에는 제2절의 동조성 역전과 겹치는 경보 신호로 읽어야 한다.

7월 원화 강세의 해석에는 국내 고유 수급이 함께 반영되어야 한다. SK하이닉스는 7월 10일 나스닥 상장으로 265억 달러를 조달해 14일 납입을 마쳤고, 이 자금은 7월 하순부터 9월까지 분할 환전된다. 2020년 한미 통화스왑의 실제 공급액(199억 달러)을 웃돌고 1분기 외환당국 순매도(공표 기준 약 136억 달러)의 두 배에 이르는 규모로, 발행 확정 전부터 선물환 매도를 통해 환율 하락에 기여하였다. 여기에 세계국채지수 편입이 4월에 시작되어 11월 완료를 앞두고 있고 상반기 외국인의 국고채 순매수는 38.5조원에 달하였으며, 내국인의 해외주식 보관금액은 5월 2,143억 달러에서 7월 1,809억 달러로 줄었다. 하이닉스 환전이 9월에, 지수 편입이 11월에 끝나면 이 수급 지지는 사라지며, 4분기에 원/달러 상방 접촉 확률이 남는 수급 측 이유가 여기에 있다.

외국인 주식 자금의 흐름은 국면 판별의 실시간 지표로 쓸 수 있다. 7월 31일 코스피에서 외국인은 7.28조원을 순매수하였는데, 일본은행 동결과 미·일 공조 확인이 겹친 위험선호 국면의 기록적 유입이었다. 이를 뒤인 8월 3일에는 2.84조원 순매도로 방향이 바뀌었고, 청산 경계가 위험선호를 높였던 날이다. 절상 강도별 무조건부 평균(완만한 날 -0.3조원 안팎, 급격한 날 +0.4조원)은 위험선호 국면이 섞여 있어 판별력이 낮고, 정보는 흐름의 크기가 아니라 엔화 절상과 함께 나타나는 흐름의 방향에 있다. 이에 따라 엔화 절상일에 외국인 순매도 1조원 이상이 겹치는 경우를 무질서 국면 경계의 신호로 둔다.

VI. 충격의 정량화: 같은 수준이라도 도달 속도가 충격을 가른다

1. 수준×속도 매트릭스: 145엔의 급락이 142엔의 완만한 하락보다 아팠다

환율 수준별 충격을 논의할 때 흔히 간과되는 사실은 동일한 수준이라도 도달 속도에 따라 자산시장 반응이 근본적으로 달라진다는 점이다. 2024년 청산 국면의 실측 자료가 이를 보여준다. 당시 달러/엔이 145엔을 하회한 것은 고점 이후 26일 만이었고 직전 5영업일 하락률이 6.5%에 달했는데, 이 시점까지 닛케이는 24.8%, 나스닥은 13.1% 하락하고 하이일드 스프레드는 76bp 확대되었다. 반면 142엔의 최초 하회는 63일 후 완만한 속도(5영업일 1.8%)로 이루어졌고, 해당 시점의 누적 충격은 닛케이 14.9% 하락, 하이일드 27bp 확대로 오히려 작았다. 145엔을 급격히 통과할 때의 충격이 그보다 낮은 142엔을 완만히 통과할 때보다 컸다는 사실은, 충격 분석이 수준 단독이 아니라 **수준과 속도의 결합**을 통해 이루어져야 함을 보여준다.

〈표 5〉는 충격 추정을 매트릭스로 정리한 내용이다. 엔화 구간 경계는 임의의 값이 아니라 두 가지 행동적 임계에 근거해 설정하였다. 155엔은 지난 4~5월과 8월 초 두 차례에 걸쳐 실제 방어가 관측된 손절 물량의 집중 수준이다. 그 아래의 세 경계는 2024년 청산 국면에서 시장이 민감하게 반응했던 155엔, 150엔, 145엔을 현재 수준으로 환산한 값이다. 각 수준이 당시 고점에서 몇 퍼센트 하락한 지점이었는지를 구한 뒤 같은 비율을 이번 고점(163.86엔)에 적용하면 152.0엔, 146.9엔, 143.9엔이 된다.

매트릭스의 각 항목은 자산의 자료 특성에 맞는 방법으로 추정하였다. 크레딧 스프레드는 절상 속도 구간별 회귀로 추정하였다. 주식은 2024년 청산 국면의 실측 낙폭을 사용하였는데, 엔화 절상일의 단순 평균에는 주가가 오히려 오르는 위험선호 국면이 섞여 있어 청산 국면의 충격을 과소평가하기 때문이다. 원화는 절상 강도별 기울기에 제IV장에서 확인한 국면별 방향, 곧 질서 국면의 동행과 무질서 국면의 역전을 반영하였다(추정의 상세는 부록 A.1~A.2 참고).

급격 구간의 추정치가 실제 분포와 어긋나지 않는지도 확인하였다. 엔화가 하루 2% 넘게 절상된 날(2022년 이후 17일)을 모아 보면, 코스피의 2영업일 수익률 5분위는 -8.0%, 하이일드 스프레드 변화의 95분위는 +49.1bp였다. 표의 급격 행이 제시하는 범위 안에 들어오는 값들이다.

[표 5] 달러/엔 수준×속도별 예상 충격 (구간 통과 시 누적 기준)					
구간 및 속도	HY OAS	AI 크레딧	나스닥/SOX	코스피	원/달러
157→152, 급격(5일 -4%)	+10~25bp	엔화부채형 선행 +5~10bp	-3~-7% / -5~-9%	-4~-8%	-1.0~-2.0% (1,400 시험)
157→152, 완만	0~+5bp	반응 제한	0~-2% / -2~-4%	-1~-4%	-0.5~-1.5%
152→147, 급격	+40~80bp	+15~30bp, 저등급 증폭	-8~-14% / -12~-20%	-10~-18%	+1~+3% (동조 역전)
152→147, 완만	+5~15bp	+5~10bp	-2~-5% / -4~-8%	-4~-8%	-0.5~-1.5%
147→142.5, 급격	+80~150bp	엔화채 차환 부담 현재화	2024년형 전면 조정	-15% 이상	+2~+5%
147→142.5, 완만	+15~40bp	조달비용 점진 상승	-5~-10%	-8~-12%	방향성 혼조

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

2. 시나리오 시뮬레이션: 모형의 구조와 파라미터 설정

본 장의 전망은 몬테카를로 시뮬레이션으로 산출한다. 모형은 달러/엔의 일간 경로를 연말까지 100영업일에 걸쳐 수만 번 생성하고, 각 경로에서 환율은 정상시의 완만한 등락과 임계 통과 시의 큰 폭 점프, 그리고 질서와 무질서라는 두 국면 사이의 전환을 오간다. 이렇게 만들어진 엔화의 움직임은 제IV장에서 확인한 국면별 관계, 곧 **질서 국면의 동행(+0.35)과 무질서 국면의 역전(-0.25)**을 적용해 원/달러의 움직임으로 변환한다(모형 구조의 상세는 부록 A.4 참고). 출발점은 8월 7일 환율(달러/엔 158.3, 원/달러 1,417)과 8월 4일 기준 투기적 잔고 4만 5천 계약이다.

정책과 개입은 다음과 같이 다룬다. 일본은행의 9월과 10월 인상 여부는 경로마다 시장이 가격에 반영해 둔 확률대로 무작위 배정하고, 인상이 실현되는 경로에서는 이미 반영된 몫을 뺀 나머지만큼 환율을 움직인다. 연내 인상이 없는 경로(약 10%)에서는 캐리 거래가 되살아나며 환율에 상승 압력이 걸리도록 하되, 161~164엔 구간에 들어서면 개입이 발생할 확률을 높여 고점 재시험이 제한되는 구조로 하였다.

하방에는 청산과 관련된 세 가지 요인을 반영하였다. 매도 잔고가 클수록 이를 청산하려는 환매수 수요도 크다는 점을 반영해, 잔고 규모에 비례하는 하락 압력을 두고 잔고는 엔화 강세 1%당 6%씩 줄어들게 하였다(2024년 실측 준거). 손절 주문이 몰린 155엔과 152엔은 통과하는 순간 절반의 확률로 추가 하락 점프가 발생하도록 하였다. 마지막으로 5영업일 절상 속도가 3%를 넘어설수록 무질서 국면으로 넘어갈 확률이 커지며, 이 국면에 들어서면 변동성이 커지고 원/달러의 방향은 동행에서 역전으로 바뀐다.

파라미터 값은 두 단계로 맞추었다. 1단계에서는 각 파라미터를 관측된 값에 하나씩 대응시켰다. 잔고 축소 속도는 2024년 청산기의 실측치를, 국면별 변동성은 실현 변동성과 옵션 변동성을, 정책 확률은 금리 파생시장의 내재 확률을 그대로 사용하였다. 이렇게 맞춘 설정이 시장 가격과 어긋나지 않는지도 점검하였다. 시뮬레이션이 만들어 내는 1개월 분포의 변동성은 연율 8.9%로, 옵션 시장의 1개월 내재 변동성 9.1%에 부합하였다. 아울러 핵심 파라미터를 절반으로 줄인 보수적 설정을 병행해 결과가 특정 값에 좌우되지 않는지 확인하였다(표 6). 1단계는 다음에 이어질 2단계 사후추정의 기초 검증에 해당한다.

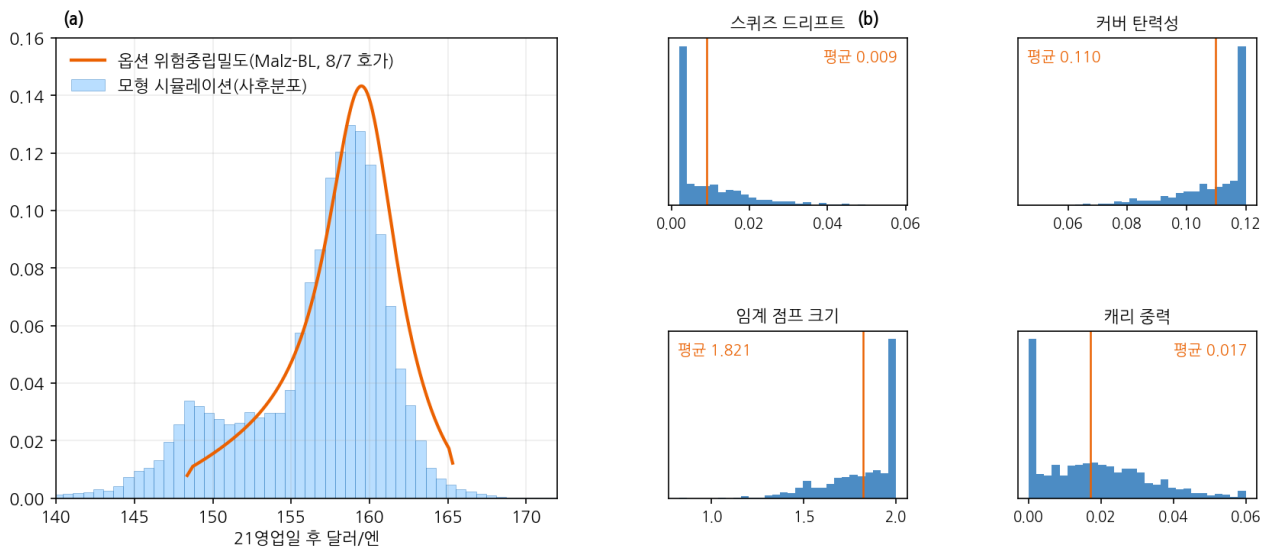
[표 6] 1 단계(준거 기반 사전 설정) 결과 — 기초 검증 (2026 년 말 기준, N=100,000)

항목	기준 설정	보수적 설정
달러/엔 연말 중앙값 [5~95분위]	149.0 [136~160]	149.9 [137~160]
연내 147엔 접촉 확률	60%	54%
연내 142.5엔 접촉 확률	30%	25%
원/달러 연내 1,400원 하향 접촉	71%	69%
원/달러 연내 1,450원 상향 접촉	59%	62%

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

2단계에서는 캘리브레이션의 준거를 학술 문헌에 기반한 두 가지 관측 대상으로 강화하였다. 옵션 위험중립밀도 추출(Malz-Breeden-Litzenberger 방식)과 시뮬레이션 기반 추론(ABC-SMC)을 결합한 것으로, 방법론의 상세는 부록 A.5를 참고하면 된다.

[그림 5] 캘리브레이션 진단: (a) 1개월 위험중립밀도 정합 (b) 파라미터 사후분포



자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

<그림 5>는 캘리브레이션 진단이다. 첫 번째 기준으로는 옵션시장이 제공하는 1개월 전체 확률분포를 사용했다. ATM 변동성, 25델타 리스크리버설, 버터플라이의 세 호가로부터 Malz(1997)의 델타공간 스마일을 복원하고, Breeden-Litzenberger(1978)의 2차 미분을 적용하여 위험중립밀도를 추출하였다. 추출된 분포는 중앙값 158.9엔으로 중심 경로가 현물 부근에 머무는 반면, 5분위는 151.5엔으로 중앙값에서 7.4엔 이격되어 상방(4.4엔)을 웃도는 비대칭 구조를 보인다(왜도 -0.63). 곧 시장은 횡보를 중심에, 급격한 엔화 강세를 꼬리에 배치하고 있다. 평가 창은 9월 첫째 주 만기 상당으로 일본은행 9월 회의 이전이며, 따라서 정책 이벤트와 절연된 순수한 분포 비교가 성립한다.

두 번째 기준은 2024년 청산 국면의 재현이다. 고점 대비 저점 깊이(-13.0%), 저점 도달 소요(46영업일), 최대 5영업일 절상 속도(6.5%), 개입 직후 1주간 포지션 축소율(18%)의 네 개 통계를 재현 대상으로 설정하였다. 이때 당시 급락과 중첩되었던 7월 미국 고용지표 충격은 외생 사건으로 별도 반영하여, 내생 파라미터가 외생 충격의 기여분까지 흡수하지 않도록 하였다.

이 두 기준을 함께 충족하도록 근사베이지안계산-순차몬테카를로(ABC-SMC, Toni et al. 2009) 방식으로 6개 파라미터의 사후분포를 추정하였다(표 7). 동 방법은 우도함수를 명시할 수 없는 시뮬레이션 모형에 대한 표준적 추정 기법이며, 동일한 목적에는 신경망 기반 사후추정(NPE, Dyer et al. 2024의 sbi 계열)도 활용된다. 본 보고서가 ABC-SMC를 채택한 것은 모형이 파라미터 축으로 완전 벡터화되어 후보군의 병렬 평가가 가능하고, 이 경우 계산 효율에서 우위에 있기 때문이다.

[표 7] ABC-SMC 파라미터 사후분포 (사후 평균 [5~95 분위])		
파라미터	사후 추정	해석
스퀴즈 드리프트 k_{sq}	0.009 [0.002, 0.029]	사전 설정(0.035)의 4분의 1 수준
커버 탄력성 c_{cover}	0.110 [0.082, 0.120]	절상 1%당 잔고 11% 축소
R1 전이 민감도	0.068 [0.005, 0.150]	약식별(사후분포 광범)
R1 드리프트	-0.66 [-1.20, -0.15]	약식별
임계 통과 점프	1.82 [1.44, 2.00]	사전분포 상단 근접
캐리 중력 μ_c	+0.017 [0.000, 0.044]	금리차 기반 상방 견인, 데이터로 식별

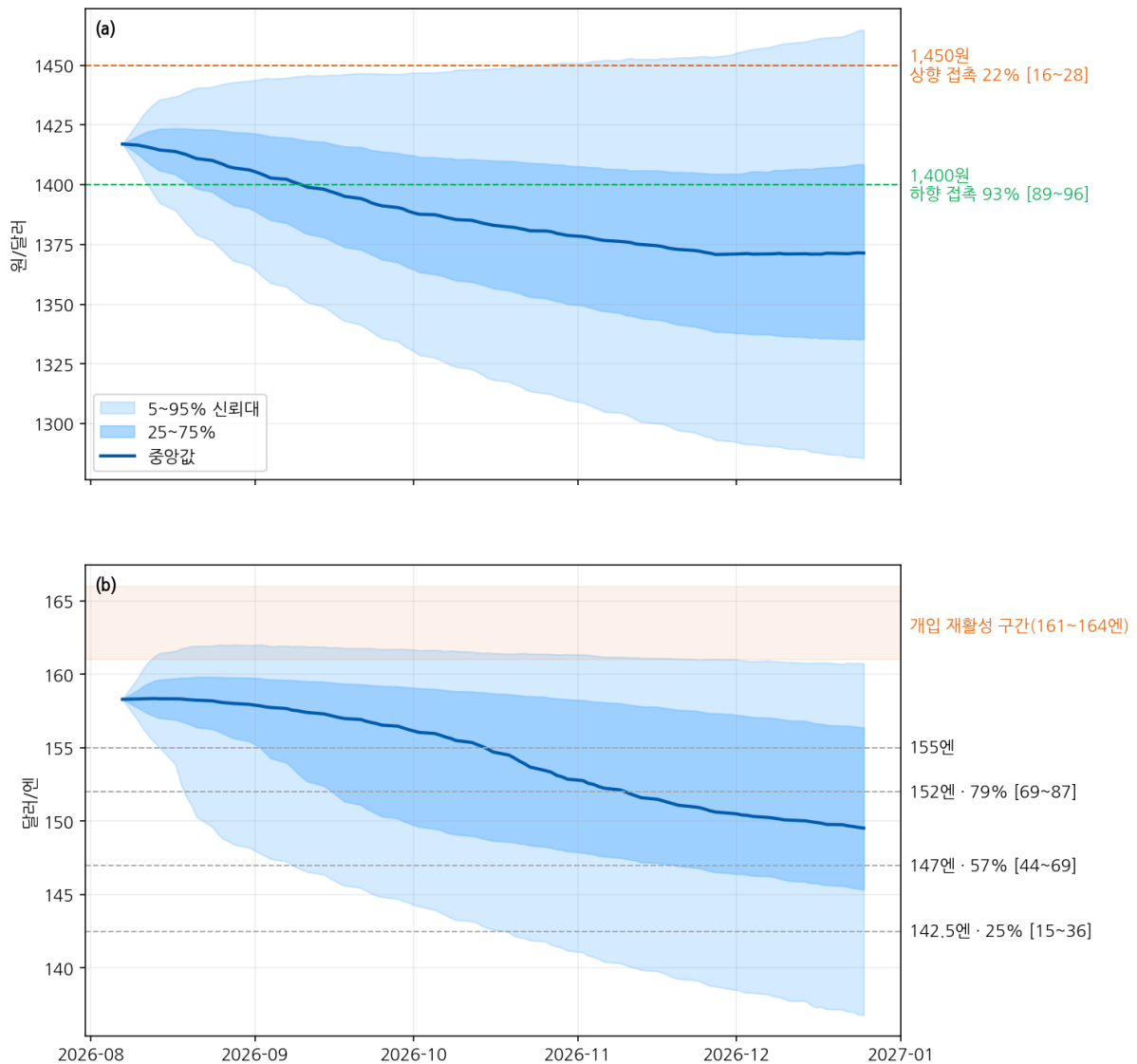
자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

3. 추정 결과와 해석

사후분포는 두 가지 실증적 정보를 제공한다. 우선 데이터는 청산 압력의 형태를 지속적 드리프트가 아니라 임계 수준 통과 시의 불연속 조정으로 식별한다. 스퀴즈 드리프트는 사전 설정치의 4분의 1 수준으로 축소된 반면 커버 탄력성과 임계 점프의 크기는 확대되었으며, 이러한 형태는 옵션 위험중립밀도의 좌측 비대칭과 부합한다. 이와 함께 양(+)의 캐리 중력 파라미터가 유의하게 식별되어, 금리차에 기반한 엔화 약세 압력이 데이터로 추정된 크기로 모형에 반영되었다. 그 결과 제III장에서 제시한 두 해석은 양자택일의 대상이 아니게 된다. 금리차 해석은 분포의 중심 경로를, 포지션 해석은 하방 꼬리를 각각 설명하는 요소로서 하나의 확률 모형 안에 공존한다.

사후 예측 분포(그림 6)에서 달러/엔의 **연말 중앙값은 149.5엔**이고, 연내 **147엔 도달 확률은 57%**(신뢰구간 44~69%)로 1단계 추정(54~60%)과 부합하는 수준이다. 2024년 저점에 상응하는 142.5엔의 도달 확률은 25%(15~36%)로 추정된다. **상방에서는 재시험 경로가 개입 상한에 제약되어 95분위가 160엔** 수준에 머무르며, 이는 주요 기관의 164엔 상회 위험 축소 평가와 부합한다. **무질서 청산(R1)의 발생 확률은 21%로 추정되나 신뢰구간은 9~36%로 넓다.** 구간이 넓은 것은 이 국면의 전이와 강도를 정하는 파라미터가 2024년 단 한 번의 사례에서만 학습될 수밖에 없어, 데이터가 값을 좁혀 주지 못하기 때문이다. 리스크 판단의 기준으로는 점추정보다 구간 전체를 사용하는 것이 타당하다.

[그림 6] 사후 예측 경로 분포: (a) 원/달러 (b) 달러/엔 및 임계 수준별 연내 접촉 확률



자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

주: 2026.8.7 환율(달러/엔 158.3, 원/달러 1,417) 및 8/4 CFTC 잔고(-45K) 반영. 대괄호는 90% 신뢰구간.

원/달러의 사후 예측 분포는 연말 중앙값 1,371원을 중심으로 연내 1,400원 하향 접촉 93%(신뢰구간 89~96%)와 1,450원 상향 접촉 22%(16~28%)가 병존하는 구조이다. 수급 가정이 결과를 좌우하는지도 점검하였다. 하이닉스 환전과 지수 편입의 수급 효과를 절반으로 줄이거나 1.5배로 키워도 1,400원 하향 접촉 확률은 89~96% 구간에 머문다. 3분기 원화 강세라는 결론은 수급의 크기를 어떻게 잡아도 달라지지 않는다는 뜻이다. 반면 1,450원 상향 접촉 확률은 같은 조정에 16~31%로 움직인다. 상방 위험은 수급이 끝난 뒤의 일이어서, 수급을 크게 잡을수록 연말 환율이 낮은 곳에서 출발해 1,450원까지 되돌아올 여지가 줄어들기 때문이다. 즉 하방은 수급이라는 확실한 근거 위에 있고, 상방은 가정에 따라 달라지는 영역이다.

분포의 모양에서도 시사점이 발견된다. 연말 중앙값 1,371원만 보면 환율이 크게 움직이지 않는다는 전망처럼 읽히지만, 분포의 양쪽 끝은 넓게 퍼져 있다. 1,400원 아래로 내려갈 확률과 1,450원 위로 올라갈 확률이 함께 열려 있는 셈이어서, 지금 국면은 변동성이 잦아드는 국면이 아니라 큰 폭의 움직임이 어느 방향으로든 나올 수 있는 국면으로 읽어야 한다. 8월 27일 금융통화위원회와 8월 28일 재무성 개입 규모 공표가 연접한 주간이 그 첫 시험대가 될 전망이다.

[표 8] 2 단계(ABC-SMC 사후 예측) 결과	
항목	사후 평균 [90% 신뢰구간]
달러/엔 연말 중앙값 [5~95분위]	149.5 [137~161]
연내 152엔 접촉 확률	79% [69~87]
연내 147엔 접촉 확률	57% [44~69]
연내 142.5엔 접촉 확률	25% [15~36]
무질서 청산(R1) 발생 확률	21% [9~36]
원/달러 연말 중앙값 [5~95분위]	1,371 [1,286~1,463]
연내 1,400원 하향 접촉	93% [89~96]
연내 1,380원 하향 접촉	81% [76~87]
연내 1,450원 상향 접촉	22% [16~28]
연내 1,470원 상향 접촉	9% [6~13]

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

4. 정책 시나리오별 조건부 경로

사후 예측 분포를 일본은행의 인상 시점별로 나누어 보면, 정책 경로에 따라 전망이 어떻게 달라지는지 확인할 수 있다(표 9). 무엇보다 **9월 인상 경로와 10월 인상 경로는 종착 분포가 사실상 같다. 중앙값이 모두 148엔대로, 인상 시점의 한 달 지연은 연말 분포를 유의하게 바꾸지 못한다.** 시장이 반영한 연내 누적 인상 확률이 유지되는 한 환율의 방향성은 시점 선택에 강건하며, 따라서 분석의 초점은 인상 시점의 예측이 아니라 방향과 조건의 판별에 두는 것이 타당하다.

이와 함께 주목할 결과는 연내 금리 인상이 없는 경로이다. 정책 실패에도 불구하고 **달러/엔 중앙값은 152엔대로 현재 수준 대비 절상 우위이며, 147엔 접촉 확률도 57%로 절반을 넘는다.** 손익분기점을 하회한 잔존 코호트의 커버링 유인과 161~164엔 구간의 개입 상한이 정책 실패에 따른 상방 압력을 상당 부분 상쇄하기 때문이다. 다만 동 경로에서 원/달러의 1,450원 상향 접촉 확률은 45%로 세 경로 중 가장 높아, 한국 시장 관점의 상방 리스크는 일본은행의 동결 경로에 있다. 원엔 재정환율은 세 경로 공통으로 상승 방향(917~931원)이다. 결국 <표 8>의 전체 분포에서 관찰된 양방향 접촉 확률의 병존은, 성격이 다른 정책 경로들이 확률로 가중되어 하나의 분포를 이룬 결과이다.

[표 9] 일본은행 정책 시나리오별 조건부 분포 (사후 예측, 2026년 말 기준)						
시나리오 (경로 비중)	달러/엔 중앙값 [5~95분위]	연내 147 엔 접촉	원/달러 중앙값	1,400원 하향 접촉	1,450원 상향 접촉	원엔 중앙값 (100엔당)
9월 인상 (46%)	149.1 [137~161]	60%	1,369	94%	21%	914원
10월 인상 (44%)	149.3 [137~161]	57%	1,371	93%	23%	913원
연내 무인상 (10%)	152.9 [140~162]	48%	1,380	93%	24%	901원

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

역사적 준거의 폭에도 유의할 필요가 있다. 과거 주요 청산 국면의 고점 대비 낙폭을 재계산하면 1998년 -26.0%(5개월), 2007~08년 -29.2%(19개월), 2015~16년 -20.3%(14.5개월), 2024년 -13.0%(2.1개월)이다. 본 보고서가 하한으로 삼은 142.5엔은 이 가운데 가장 얇았던 2024년의 낙폭을 현재 고점에 적용한 수준이다. **따라서 142.5엔 접촉 확률 25%는 청산이 전면화되는 경우 가운데 가장 온건한 경우에 대한 추정이며, 1998년이나 2008년처럼 그보다 깊었던 조정은 이 시뮬레이션이 다루는 범위 밖에 있다.** 반대로 이번 조정이 2024년의 재현에도 미치지 못할 만큼 완만하리라고 볼 근거도 있다. 2024년의 급락은 개입, 기습 인상, 미국 고용 충격이 연쇄적으로 결합된 결과였던 반면, 현재는 매도 잔고가 이미 소진되어 있고 일본은행 이벤트가 소화되어 다음 회의까지 시차가 있으며, 미국 고용은 3개월 평균 11.1만 명으로 당시와 같은 둔화 추세가 아니다.

재정 리스크 프리미엄은 자체 추정으로 정량화하였다. 추정의 착안점은 달러/엔이 오랜 기간 미·일 기준금리 격차와 안정적인 관계를 유지해 왔다는 사실이며, 금리차만으로 설명되는 환율 수준을 계산한 뒤 실제 환율과의 차이를 구하면 금리차 이외의 요인, 곧 재정 리스크에 대한 시장의 요구 보상을 분리해 낼 수 있다. 구체적으로는 일본은행이 금리 인상을 진행하던 2024년 3월부터 2025년 9월까지를 표본으로 하여 달러/엔의 월평균 환율을 양국 기준금리 격차에 회귀하였다(추정 계수와 정책금리의 계단함수 구성은 부록 A.6 참고). 이 관계식에 현재의 금리차 2.75%포인트를 대입하면 금리차가 설명하는 환율 수준은 약 144엔으로 계산된다. 현재 환율이 158엔 부근임을 감안하면, 두 수준의 차이인 13엔 안팎이 재정 리스크에 대한 프리미엄으로 잔존하고 있는 셈이다. **실제로 다카이치 내각 출범 이후 기준금리 격차가 3.7%포인트에서 2.75%포인트로 축소되는 동안 환율은 오히려 151엔에서 162엔으로 상승하여, 금리차와의 관계가 끊어진 프리미엄 국면이 확인된다.**

내재된 13엔 수준의 재정 리스크 프리미엄이 구체적으로 어떤 시장 가치를 대변하는지 규명하는 것은 향후 외환시장 전망의 결정적인 분기점이다. 당사는 이 프리미엄의 본질이 국가 부도 위험과 같은 극단적인 신용 리스크를 반영하는 것은 아니라고 판단한다. 일본의 당초예산 기초재정수지는 28년 만에 흑자로 전환되었으며, 일본 국채(JGB)의 CDS 등 국가 지급능력 지표에서도 이상 징후가 관측되지 않기 때문이다.

현재의 프리미엄을 구성하는 핵심 요인은 일본 국채시장의 구조적 수급 불균형과 통화정책의 불확실성이다. 일본은행의 국채 매입 축소와 생명보험사 등 전통적인 장기 투자 수요층의 이탈로 초장기 채권시장의 수요 기반이 약화되었으며, 보정예산 편성과 감세 논의가 병행되면서 향후 국채 공급 물량에 대한 가시성도 크게 낮아진 상태다. 즉 시장은 이러한 수급의 불확실성에 대한 위험 보상을 환율 프리미엄의 형태로 반영하고 있는 셈이다.

이러한 구분은 프리미엄의 되돌림 가능성을 가늠하는 데 중요한 시사점을 제공한다. 해당 프리미엄이 부도 위험의 가격이었다면 구조적 위기가 해소되기 전까지 축소될 명분이 없겠으나, 수급과 불확실성의 가격이라면 보정예산의 윤곽 확정이나 초장기 국채 수요 기반의 회복만으로도 빠르게 희석될 수 있다. 실제로 환헤지를 고려한 미국 국채 수익률이 일본 국채 수익률을 하회하는 역전이 형성되어 있어, 신규 엔화 자산 수요가 회귀할 수 있는 금리 측면의 유인은 이미 마련되어 있다. **따라서 재정 프리미엄이 해소되는 국면에서는 147엔 이하로의 하향 안착이 별도의 외부 충격 없이 금리차만으로도 설명될 수 있으며, 조정 속도는 유동성 사정에 따라 완만할지라도 방향에서는 엔화 강세 압력이 우위에 있다고 판단한다.**

VII. 결론: 임계 수준의 해석과 전략적 대응

1. 임계 수준별 종합 판단: 도달 여부보다 도달의 형태가 중요

본 보고서를 접하는 독자의 실질적인 관심은 결국 네 가지로 모일 것으로 생각된다. 엔화 강세 압력이 어느 수준까지 유효한지, 임계가 되는 수준은 어디인지, 그 임계에서 무엇이 어떤 확률로 발생하는지, 그리고 무엇을 준비해야 하는지이다. <표 10>은 이 질문들에 대한 본 보고서의 답을 달러/엔의 수준별로 정리한 것이다.

[표 10] 결론: 달러/엔 임계 수준별 종합 판단과 대응					
임계 수준	성격	연내 접촉 확률 (사후 예측)	통과 시 급격 비중	급격 통과 시 예상 충격	권고 대응
161~164엔	개입 재할성 구간	재진입 시 추가 공조 개연성	—	상방 제한 (분포 95분위 160엔)	원/달러 상방 헤지 비중 축소 검토
155엔	손절 집중 1차 구간, 수출주 임계	97% 내외	28%	코스피 -4~-8%, 크레딧 반응 제한	원/달러 1,400원 접근 시 분할 매도 헤지
152엔	2024년 150엔 상응	79% [69~87]	53%	HY +40~80bp 문턱, 원화 동조성 역전 위험 개시	5영업일 -4% 속도 기준 점검 체계 가동
147엔	2024년 145엔 상응, 확률적 분수령	57% [44~69]	31%	지수 두 자릿수 조정, 크레딧 전면 확대, 원/달러 +1~3%	옵션형 헤지 전환, 엔화부채 크레딧 축소
142.5엔	2024년 저점 상응, 전면 청산 구간	25% [15~36]	25%	2024년형 전면 조정, 엔화채 차환 부담 현재화	위기 대응 체계 이행

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

<표 10>에서 확률이 가장 높은 구간은 155엔에서 152엔에 이르는 구간이지만, 충격이 가장 큰 곳은 확률이 높은 곳이 아니라 급격 통과와 비중이 가장 높은 152엔이다. 접촉 확률 79%의 152엔은 통과 자체가 사실상 기정사실, 그 가운데 절반가량(53%)은 5영업일 4% 이상의 속도로 진행되며 이 경우에만 크레딧과 주식의 비선형 반응이 발동된다. 표의 각 행은 도달 여부보다 도달의 형태를 관찰하라는 지침으로 읽어야 한다. 아울러 152엔 이하의 급격 통과 국면에서는 원화가 엔화와 반대로 약세 전환하는 동조성 역전이 나타날 수 있다는 점도 참고할 필요가 있다.

2. 임계 수준별 전략적 대응

글로벌 투자은행들이 엔화 환율 수준에 대응하는 전형적인 전략은 상단에서의 반등 매도, 방향성 불확실 구간에서의 옵션 헤지, 그리고 라운드 넘버 기준의 분할 헤지로 요약된다. 이러한 접근법들은 시장의 경험적 직관을 반영하고 있으나, 환율 변동의 레짐별 확률 분포와 속도 차이를 간과한다는 구조적 한계를 지닌다. 즉, 반등의 성격에 대한 분석 없는 매도, 꼬리 위험의 발생 기제를 묻지 않는 옵션 보호, 그리고 확률적 변별력이 결여된 기계적 분할 헤지는 실전에서 비효율을 초래할 가능성이 높다. 이에 당사는 본 보고서의 정량 분석 결과를 바탕으로, 보다 고도화된 세 가지 전략적 대응 요체를 제시한다.

첫째, 상단 반등 시 매도 전략은 95분위 예측치가 160엔 수준에 형성되어 있고 161~164엔 구간에서 외환당국의 개입 가능성이 상존한다는 점에 근거를 둔다. 단, 8월 4일 포지션 데이터 이후 반등의 성격을 엄밀히 구분해야 한다. 현재와 같이 투기적 매도 잔고가 상당 부분 소진된 구간에서의 반등은 하락을 견인할 청산 수요가 겹쳐져 있으므로, 선부른 매도 대응은 지양해야 한다. 오히려 주간 기준 2만 계약 이상의 유의미한 매도 포지션 재축적이 확인된 이후, 신규 매도 세력의 평균 진입 환율을 상단 저항선으로 설정하여 접근하는 것이 합리적이다. 이 손익분기점 레벨은 하락 반전 시 환매수 수요가 집중되는 지점으로 기능하기 때문이다. 특히 수출기업의 네고 물량과 해외 자산 보유 기관의 헤지 비용 조정은, 상단 재진입 구간이 가용 가능한 마지막 전략적 기회임을 시사한다.

둘째, 옵션 헤지는 꼬리 위험이 집중된 시점과 수준을 타격하는 정밀한 설계가 요구된다. 당사의 분석에 따르면 152엔 구간은 통화와 사례의 절반 이상(53%)이 급격한 속도로 전개되는 변동성 임계점이다. 따라서 시기를 가리지 않는 상시적인 옵션 보유는 기회비용을 증대시킬 뿐이다. 옵션 매수는 일본은행의 통화정책 회의 전후와 같이 변동성이 증폭되는 시점에, 행사가격 152엔 부근에 집중하는 것이 비용 효율적이다. 원/달러 시장에서는 엔화 강세가 원화 자산의 손실을 방어하던 기존의 상관관계가 붕괴하는 '동조성 역전'에 대비해야 한다. 152엔 이하 급락 국면에서 원화 약세에 따른 손실을 제한하기 위해, 낮은 델타의 원/달러 콜 옵션을 부분적으로 운용하여 꼬리 위험을 한도 내로 통제할 것을 권고한다.

셋째, 분할 헤지는 기계적 균등 분할이 아닌 확률적 가중 배분 방식을 취해야 한다. 1,400원 하향 접촉 확률이 93%에 달하는 현 시점에서 헤지 물량의 대부분을 1,410원과 1,395원 구간에서 선제적으로 집행하는 것이 타당하다. 반면 도달 확률이 낮아지는 1,380원 이하 구간에서는 선물환의 고정 비용 대신 옵션을 활용하여 미도달 시의 기회비용을 절감해야 한다. 실행 시점 또한 중요하다. 원화 강세를 견인하는 SK하이닉스의 환전 물량(9월)과 세계국채지수 편입(11월)이 종료되는 3분기 내에 헤지를 우선 완료하고, 수급 동력이 소멸한 4분기에 나타날 수 있는 1,450원 재진입 가능성(22%)을 추가 실행의 기회로 활용해야 한다.

심층적인 하방 국면에서는 도달 확률 그 자체가 의사결정의 핵심 재료가 된다. 147엔에 완만하게 도달하는 경우 일본은행의 정상적인 긴축 경로로 판단하여 위험자산을 유지한 채 엔화 헤지의 이익 실현을 단계적으로 진행한다. 반면 147엔을 급격하게 하향 돌파하는 경우는 크레딧 축소와 위험자산 방어를 동시 집행해야 하는 위기 국면으로 규정한다. 147엔 이하 144엔까지의 추가 하락 구간은 재정 프리미엄의 축소 여부를 확인하며 추세 추종 전략을 취하되, 142.5엔 도달 시에는 어떠한 판단보다 세부 실행 프로토콜(계좌별 청산 순서, 장중 유동성 대응 매뉴얼 등)의 즉각적인 이행이 필수적이다. 2024년 8월 5일과 같은 급박한 시장 붕괴 국면에서는, 새로운 판단을 시도하는 것 자체가 가장 치명적인 비용을 발생시키기 때문이다.

결론적으로 8월 27일 금융통화위원회, 8월 28일 재무성 개입 규모 공표, 그리고 9~10월 일본은행 회의 전후는 방향성 노출을 최소화하고 변동성 대비를 극대화해야 할 핵심 리스크 구간이다. 소프트뱅크그룹의 5년물 CDS 프리미엄 350bp 상회 여부, 엔화 절상 속도, 외국인 순매도 규모, 그리고 투기적 잔고의 재축적 속도를 상시 관찰 대상으로 설정하고, 이 지표들이 동시다발적으로 임계치를 넘어설 때 즉각적인 포지션 조정에 착수할 필요가 있다.

3. 주요 주체별 대응 전략

수출기업 측면에서는 환헤지 물량의 선제적 집행과 더불어 전사적 목표환율의 하향 조정 여부를 전략적으로 점검할 시점이다. 당사의 사후 예측 모형에서 1,380원 하향 접촉 확률이 69%에 이르는 것으로 산출된 만큼, 하반기 실적 가이드스에 이러한 환율 하방 리스크를 반영하는 방안이 합리적 대안이 될 수 있다. 다만 환율 하락이 영업이익에 미치는 타격은 원·엔 재정환율의 상승 궤적과 결합하여 입체적으로 평가해야 한다. 연말 원/엔 환율 중앙값이 913원으로 현재의 895원 수준을 확고히 상회할 것으로 전망되는 바, 자동차 및 철강 등 대일 수출 경합 업종의 경우 원/달러 하락에 따른 외화 환산 이익 감소분이 원·엔 환율 상승에 따른 가격 경쟁력 개선 효과로 상당 부분 상쇄되는 구조적 이점을 지닌다. 따라서 매도 헤지의 구체적 수준과 시기는 앞선 절에서 제시한 확률 기반의 가중 배분 기준을 참고하여 각 사의 수급 여건에 맞게 조율하는 방식이 유효하다.

대규모 해외 자산을 운용하는 연기금과 생명보험사 등 기관투자자들 역시 기존의 환헤지 구조에 대한 선제적 재점검이 요구된다. 평상시에는 엔화 자산의 보유가 글로벌 위험자산 가격 하락에 따른 포트폴리오 손실을 완충하는 역할을 수행하지만, 앞서 제V장에서 논증한 동조성 역전 국면이 도래할 경우 원화 약세와 엔화 강세가 동시다발적으로 진행되며 원화 환산 기준의 손익 변동성이 폭발적으로 팽창하기 때문이다. 이는 단순 선물환 매도 일변도 헤지에서 벗어나, 원/달러 상방 리스크를 구조적으로 방어할 수 있는 옵션형 구조를 포트폴리오에 병행 편입할 계량적 근거가 된다. 아울러 크레딧 자산의 보유 및 편입 선별에 있어서는 엔화 표시 부채의 절대적 잔액과 차환 일정에 현재의 신용 스프레드 레벨을 교차 검증하는 이중 기준을 적용하는 것이 바람직하다. 특히 미국계 우량 발행체들의 엔화 표시 채권 만기가 2026년부터 2028년 사이에 집중적으로 도래하는 만큼, 해당 구간의 차환 부담이 엔화 절상 압력과 맞물릴 때 신용 여력이 제한된 발행체들은 우선적인 리스크 점검 대상이 된다. 실무적으로는 소프트뱅크그룹의 5년물 CDS 프리미엄이 350bp를 돌파하는 동시에 엔화의 가파른 절상이 동반될 경우, 이를 크레딧 익스포저 축소의 신호로 삼아 꼬리 위험을 선제적으로 차단하는 전략을 고려해 볼 만하다.

마지막으로 거시 정책적 관점에서 진단할 때, 최근 미·일 통화 당국의 환율 방어 공조가 글로벌 달러 강세 압력을 일정 부분 완충하고 있다는 사실은 한국 외환당국의 시장 개입 부담을 덜어주는 긍정적 국면임에 틀림없다. 그러나 일본 당국의 직접적인 실개입이 빈번하게 반복될수록 글로벌 투기 자본의 엔캐리 청산 공포가 끊임없이 재생산되며, 이는 결국 위험자산으로 분류되는 원화의 변동성을 재차 팽창시키는 부메랑으로 작용할 여지가 있다는 구조적 딜레마를 함께 주시해야 한다.

부록 A. 방법론

A.1 이벤트 스터디

본 2022년 이후 엔화 매수 개입 8건을 대상으로 전일 종가 대비 당일(D0)과 20영업일 누적(D+20)의 달러/엔 변화율을 계산하였다. 개입 일자(일본 재무성 월차 공표와 시장 보도(KCIF 정리)를 준거로 하였고, 오후 실행 개입의 D0는 과소 측정될 수 있다. 통계적 판별을 위해 개입 전후 30일을 제외한 무작위 창 1,000개에서 20영업일 수익률 분포를 구하였다. 동 분포의 90% 구간은 $[-3.6\%, +5.6\%]$ 이며, 이 구간을 벗어난 사례는 22-10-24와 24-07-11, 24-07-12에 한정되어 해당 D+20만이 통계적으로 유의하다.

A.2 크레딧 회귀와 동인 분해

하이일드 스프레드의 엔화 민감도는 일간 ΔOAS 를 엔화 절상률과 나스닥 수익률, VIX 변화에 회귀한 계수로 측정하였고, 기간별 추정과 120일 이동 추정을 병행하였다(그림 4-a). 개별 크레딧에는 절상 강도를 세 구간(1% 이하, 1~2%, 2% 초과)으로 나눈 구간 회귀를 적용하였다. 최근 기간의 동인 분해는 거래일을 엔화 약세와 일본 30년 금리 상승이 겹친 날(과 그 역)로 정의한 재정 주도일과 그 밖의 날로 나누어 동일 회귀를 반복하는 방식이다. 급격 구간의 조건부 분위는 성장-분포 접근(Adrian, Boyarchenko and Giannone 2019)의 취지에 따라 구간 내 경험적 분위로 추정하였다.

A.3 코호트 복원

매도 잔고의 평균 진입 환율은 주간 포지션 증감을 선입선출로 누적해 복원하였다. 잔고가 늘어난 주에는 해당 주의 환율로 신규 층을 쌓고, 줄어든 주에는 가장 오래된 층부터 차감한다. 복원은 2021년 이후를 대상으로 하였으며, 2024년 국면에 소급 적용하면 개입 시점의 평가이익 +4.4%와 손익 전환 후 청산 가속이 실측과 부합한다. 8월 4일 기준 잔존 코호트의 **평균 진입 환율은 163.1 엔**이며, 8월 7일 시점의 평가손익은 현물 158.3엔을 적용해 계산하였다.

A.4 시뮬레이션 모형

달러/엔의 일간 수익률은 국면(R2 질서, R1 무질서)에 따라 변동성과 드리프트가 달라지는 확률 과정으로 구성하였다. 드리프트에는 캐리 중력, 잔고 비례 쇼트커버링, 정책 노드 점프(기반영률 차감), 개입 상한 점프(161엔 초과 시 확률 25%에 -1.5%, 164엔 초과 시 확률 50%에 -2.0%), 손절 구간(155엔, 152엔) 통과 점프가 포함된다. R1 전이 확률은 5영업일 절상 속도가 3%를 넘는 정도에 비례해 높아지고 평균 지속은 6영업일이다. 잔고는 절상 1%당 커버 탄력성만큼 줄고, 155엔 상회 시 하루 1.2천 계약씩 재적립된다. 원/달러는 $dk = \beta(\text{국면}) \cdot dj + s(t) + 0.35\% \cdot \eta$ 로 구성하며, β 는 질서 +0.35, 무질서 -0.25이고 $s(t)$ 는 하이닉스 환전(9월 종료)과 세계국채지수 편입(11월 완료)의 달러 공급 및 11월 이후 자본수출 재개를 반영한 결정론적 수급 드리프트(활성 구간 합산 -0.035%/일, 이후 +0.012%/일)이다.

A.5 2단계 캘리브레이션

1단계는 준거 기반 사전 설정(2024년 실측, 옵션, OIS 준거)과 보수적 설정의 병행으로 기초 검증을 수행한다. 2단계는 두 기준을 함께 충족하도록 하는 ABC-SMC 사후추정이다. 위험중립밀도는 ATM, 25델타 리스크리버설, 버터플라이로부터 Malz(1997)의 델타공간 2차식 스마일을 복원한 뒤 Breeden-Litzenberger(1978)의 2차 미분으로 얻는다. 2024년 재현 타킷은 저점 깊이, 도달 소요, 최대 속도, 초기 축소율의 네 통계이며, 당시 미국 고용 충격은 외생 더미로 처리하였다. ABC-SMC는 5세대에 걸쳐 허용 거리(표준화)를 1.58에서 1.29로 좁혔고, 사후추정의 밀도 타킷은 7월 31일 호가이며 본문과 <그림 5>의 분위 비교는 8월 7일 호가를 사용하였다. 사후분포의 적합 진단은 <표 12>에 요약하였다. 고정 파라미터의 전체 목록은 <표 11>과 같다.

[표 11] 시뮬레이션 고정 파라미터

항목	설정	근거
국면별 변동성 (R2 / R1)	0.57 / 1.8 (%/일)	실현변동성-옵션 정합
R1 평균 지속 기간	6영업일 (기하분포)	2024년 에피소드
R1 기저 전이 확률	0.1%/일	저빈도 사건 가정
잔고 재적립	155엔 상회 시 1.2천 계약/일	2026년 7월 증속 속도
개입 상한 점프	161엔 초과 시 25% 확률 -1.5%, 164엔 초과 시 50% 확률 -2.0%	공조 반응함수 판단
정책 이벤트 점프	일본은행 -1.0%/-0.7%, 연준 +0.5% 등 (기반영률 차감)	OIS 내재 확률
손익분기 커버 강도 배수	하회 시 1.0, 상회 시 0.35	코호트 복원 결과
원/달러 사상	$\beta(R2) + 0.35$, $\beta(R1) - 0.25$, 고유충격 0.35%/일	장중 전달비-2024.8.5 실측

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

[표 12] 두 기준 적합 진단 (관측치 대 사후 예측 평균)

구분	항목	관측치	사후 예측
2024년 재현	고점 대비 저점 깊이	-13.0%	-9.8%
2024년 재현	저점 도달 소요	46영업일	35영업일
2024년 재현	최대 5영업일 절상 속도	6.5%	4.9%
2024년 재현	개입 직후 1주 잔고 축소율	18%	10%
1개월 분포	5분위 / 중앙값 / 95분위	151.5 / 158.9 / 163.3	145.5 / 156.1 / 161.4
수렴	ABC-SMC 표준화 거리 (1→5세대)	-	1.58 → 1.29

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

A.6 재정 프리미엄 회귀

일본은행 인상기(2024년 3월~2025년 9월) 표본에서 달러/엔 월평균을 미·일 기준금리 격차에 회귀한 계수는 기울기 3.43, 절편 134.5이다. 일본 정책금리는 결정일 기준의 계단함수(2024.3 0.10%, 2024.7 0.25%, 2025.1 0.50%, 2025.12 0.75%, 2026.6 1.00%)로 구성하였고, 미국은 연방기금금리 목표 상단을 사용하였다.

A.7 크레딧 표본 확장 검증

제IV장의 결론을 엔화표시채 잔존 상위의 미국계 발행체(버크셔해서웨이, 알파벳, 아마존, 화이자, 코카콜라)로 확장하여, 2024년 이후 일간 자료에서 나스닥과 VIX를 통제한 5년 CDS의 엔화 절상 베타를 추정하였다. 통계적으로 의미 있는 엔화 민감도는 소프트뱅크그룹(+1.01, $t=2.2$)에서만 관찰되었고, 신용 여력이 두터운 발행체는 계수가 0 부근이거나(버크셔 +0.01, 화이자 +0.06, 아마존 -0.04) 위험선호 동조가 우세해 음의 값을 보였다(알파벳 -0.54, $t=-2.7$). 달러 조달군의 고레버리지 신생 발행체(코어워브 -5.80)는 엔화 강세일의 위험선호 국면에서 스프레드가 축소되는 큰 음의 동행을 보였다. 엔-크레딧 채널은 **엔화 부채와 제한된 신용 여력의 결합**에서 발생하며, 선별 기준은 잔액과 차환 일정에 스프레드 수준을 겹친 이중 기준이 된다.

부록 B. 데이터

Bloomberg(장중 1분봉·CDS·옵션·국채·수급), FRED(환율·주가·금리·크레딧 지수·TIC), CFTC(주간 포지션), 일본 재무성·미 재무부 공식 발표를 사용하였다.

[부록 B-1] 하이일드 스프레드의 엔화 강세 베타 (bp per 1% 엔 절상, 나스닥·VIX 통제)			
기간	베타	t-통계량	국면 해석
2023.8~2024.6	-0.80	-1.2	결합 부재
2024.7~2024.9	+3.71	+3.8	청산기, 결합 형성
2024.10~2025.9	+2.39	+4.1	학습된 상관의 지속
2025.10~2026.7	+0.55	+0.9	서사 확산기, 결합 소멸

자료: Fred, 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터
주: 표본은 일간 데이터 활용.

[부록 B-2] 엔화 강세 강도별 일간 반응 (2022년 이후 평균)					
엔화 강세 폭	관측수	Δ HY OAS(bp)	Δ SBG CDS(bp)	Δ ORCL CDS(bp)	Δ 원/달러(%)
0~1%	434	+0.4	-0.1	유의성 없음	-0.11
1~2%	38	-0.9	+3.2	유의성 없음	-0.36
2% 초과	17	+8.2	+3.3	유의성 없음	-0.55

자료: Fred, Bloomberg, 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터
주: 원/달러는 동조 표본(R2) 지배적.

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김호정, 임지윤)
- 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 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만 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.