

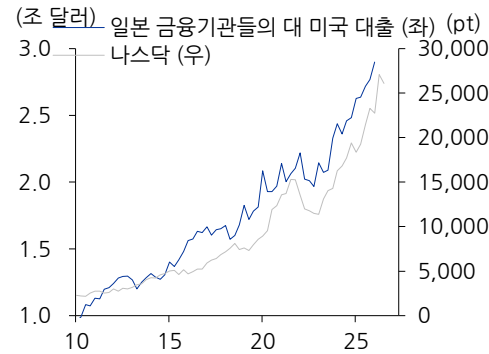
Equity Strategy

글로벌전략 하재환
6176/jaehwan.huh@eugenefn.com

엔캐리 청산의 추억

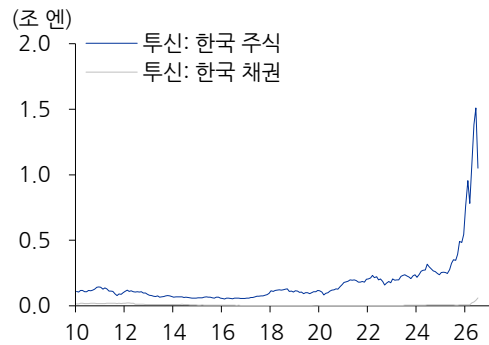
- “장기금리 걱정이 계속됨. 주요국 30년 국채금리는 2007~08년 글로벌 금융위기 이후 가장 높음. 그런데 최근 3개월 주요국 30년물 금리 변화를 보면 한국이 가장 많이 올랐음(51.4bp). 그 다음이 프랑스(50.9bp), 이탈리아(42.1bp) 순임.
- “ 미국/프랑스 등 정치적 불확실성(11월 미국 중간선거, 2027년 프랑스 대선)과 함께 재정 우려도 있지만 현재 장기금리 상승에는 성장률 상향도 반영되어 있음. 금리 급등에도 불구하고, 미국 상업용 대출 증가율은 7.1%yoy에 달함. 26/7월 기준 유럽은 +3.7%, 한국은 +4.6%, 일본은 +5.9%대임. 자금 수요, 즉 성장에는 이상 조짐이 없음.
- “ 즉 현재 금리를 둘러싼 우려는 불확실성(기간 프리미엄)과 성장 과열임. 무엇보다 물가에 비해 금리 수준을 낮게 유지하고 있는 일본의 금리인상 기대가 크게 높아짐. 심지어 9월 금정위에서 기준금리를 50bp 올려야 한다는 목소리도 존재함.
- “일본중앙은행의 가파른 금리인상과 엔화 강세는 24/8월 엔캐리 청산 우려 당시를 상기시킴. 엔저 국면에서 일본 금융기관들을 통해 자금이 미국 등 기술주가 랠리를 보였음. 급격한 엔화 강세와 금리 상승은 미국 기술주들에게 악재가 될 가능성이 높음.
- “국내 주식시장도 예외가 아님. 예컨대 24/8월 이후 일본 투신을 통한 투자자금은 한국 주식과 채권에 급격히 유입됨. 지난 1년 동안 (25/7~26/7월) 일본 투신권의 외화표지 자산이 36% 늘어나는 동안 한국 주식 자산은 +198%, 한국 채권 자산은 793% 증가했음. 엔캐리 청산은 국내 주식시장에도 부정적 영향을 미칠 수 있음.
- “당시 악몽이 재현되지는 않을 것으로 보임. 24/7월말 일본중앙은행은 기준금리를 0~0.1%에서 25bp를 기습적으로 인상함. 이번에는 이미 인상 기대가 강하게 형성됨. 미국과 일본 정부가 공조 가능성을 열어 두었음. CME에서 집계하는 엔화 매도 포지션도 7월말 이후 꽤 낮아짐(7월말 대비 -61%). 이미 포지션 청산이 진행 중임.
- “ 물론 큰 충격은 아니더라도, 금융시장 불확실성은 금방 해소되지는 않을 것으로 보임. 주식시장이 강하게 회복되기는 어려울 전망이다.
- “ 하지만 엔화와 원화 강세 분위기는 크게 바뀌지 않을 가능성이 높음. 올해 환율과 증시 상대강도를 감안할 때 수출주보다 내수(정유, 화장품의류, 필수소비, 은행 등) 관련 업종에 대한 대응이 나올 것으로 예상됨.

엔캐리 자금이 미국 기술주 랠리에 영향



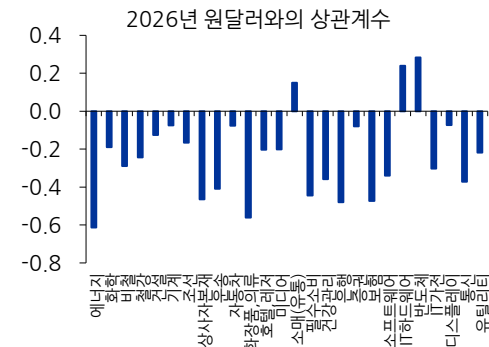
자료: Refinitiv, 유진투자증권

일본 투신, 25/9월 이후 한국 주식/채권에 급격히 유입



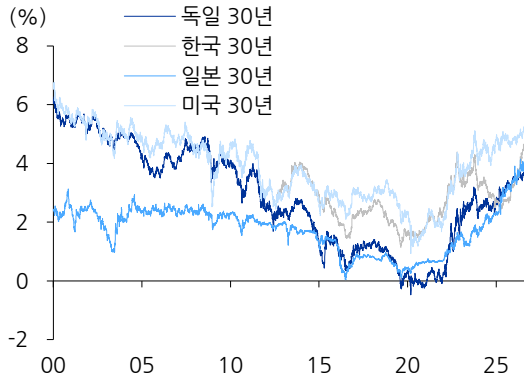
자료: Refinitiv, 유진투자증권

원화 강세 국면에서는 수출보다 내수주 우위



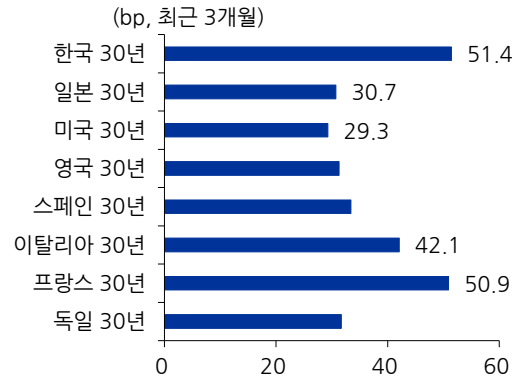
자료: Quantwise, 유진투자증권

금융위기 이전으로 돌아가고 있는 주요국 장기금리



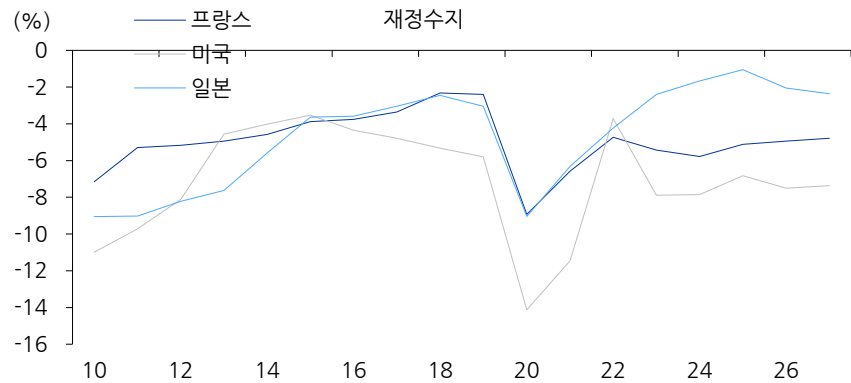
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국/일본보다 한국, 유럽 금리 상승 폭 확대



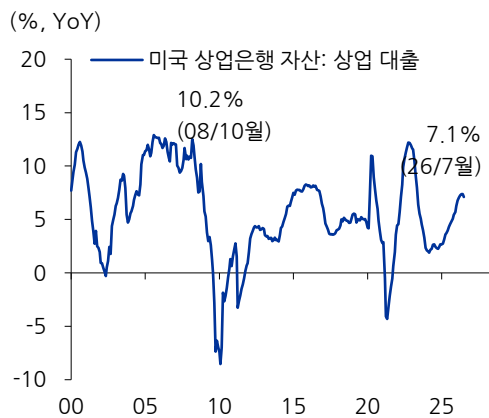
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국과 프랑스 재정 상황은 개선 조짐을 찾기 어려워



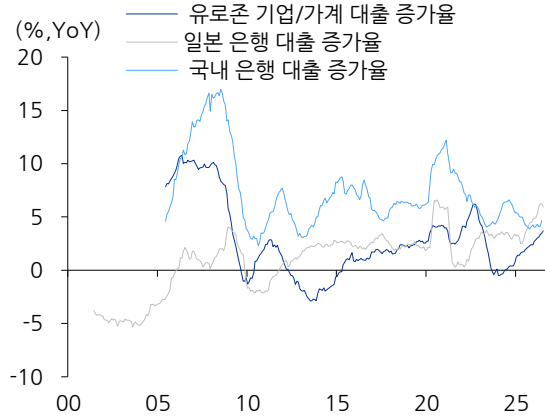
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 은행들의 상업용 대출 증가율은 7%대



자료: Refinitiv, 유진투자증권

유럽과 일본도 은행 대출 확대



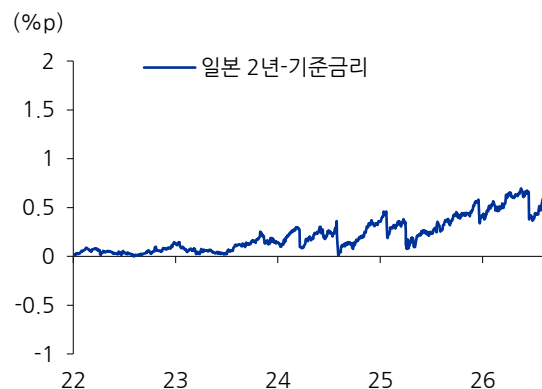
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 금리인상 기대 조금씩 높아지고 있어



자료: Refinitiv, 유진투자증권

7 월말 이후 일본 금리인상 기대 급증



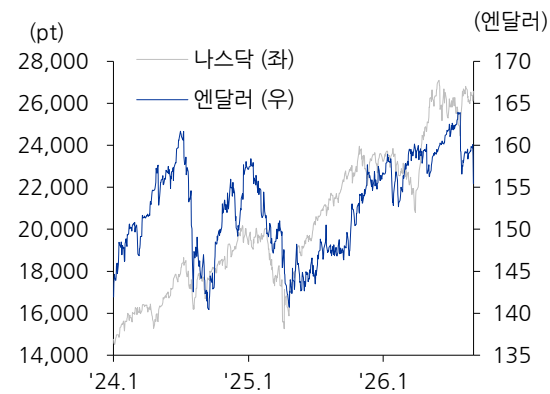
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국/일본 기준금리 차 더 축소될 가능성 상승



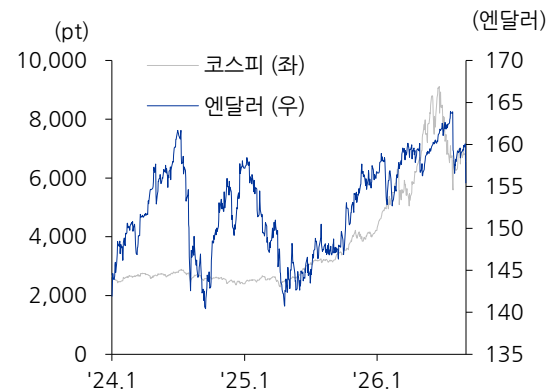
자료: FRED, Refinitiv, 유진투자증권

24/8 월 이후 재차 등장하는 엔캐리 청산 우려



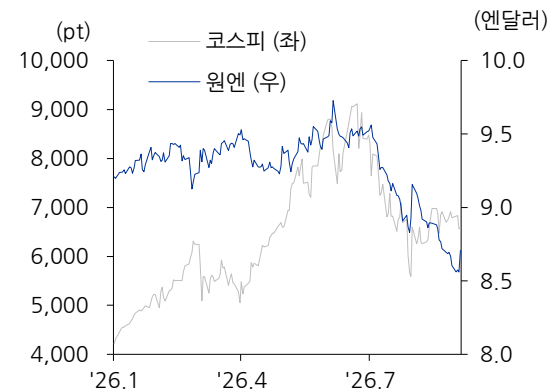
자료: FRED, Refinitiv, 유진투자증권

급격한 엔화 강세는 코스피에도 부담



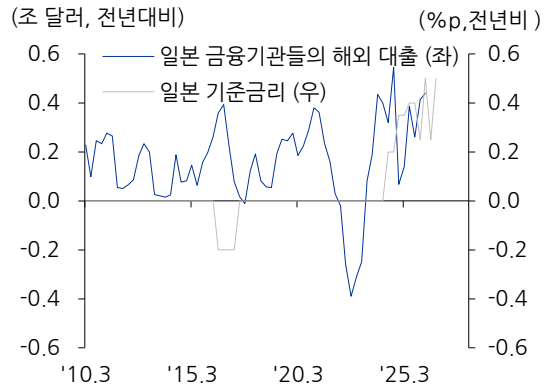
자료: Refinitiv, 유진투자증권

7 월 이후 가파른 원엔 환율 하락도 호재는 아닌 듯



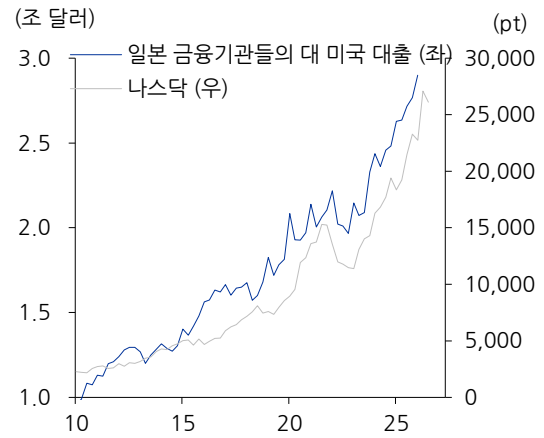
자료: Refinitiv, 유진투자증권

일본 금리 상승은 결국 해외 유동성 증가를 제동



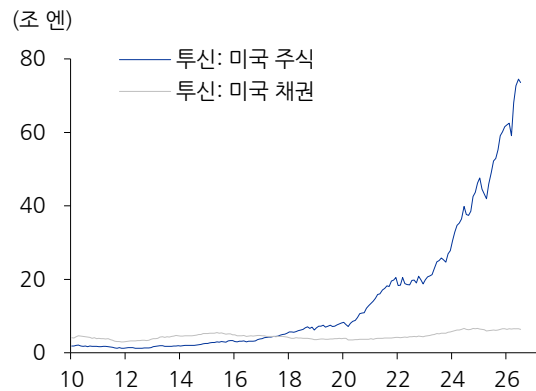
자료: Refinitiv, 유진투자증권

일본의 대미 대출 규모와 나스닥은 거의 동행



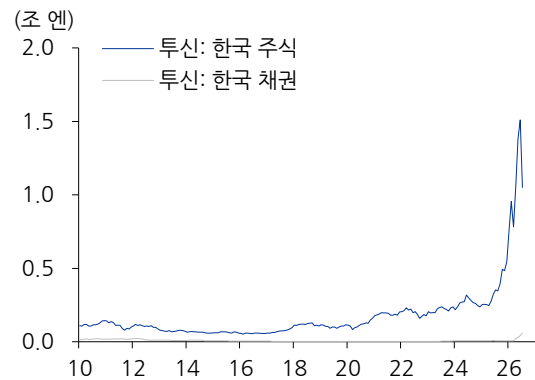
자료: Refinitiv, 유진투자증권

일본 투신권의 미국 주식 선호



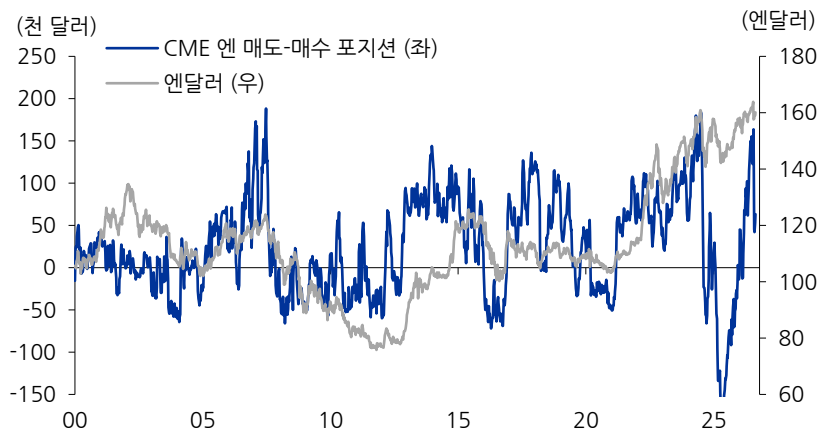
자료: Refinitiv, 유진투자증권

25/9 월 이후 한국 주식에 대한 선호도 급격히 상승



자료: Refinitiv, 유진투자증권

다행히 충격 이전 엔매도 포지션 규모 축소 중



자료: Refinitiv, 유진투자증권

시가총액 비중 변화 (6/23~9/3일)

업종	비중 변화 (%)
에너지	0.8
화학	0.2
비철, 목재 등	0.2
철강	0.2
건설, 건축 관련	0.2
기계	0.2
조선	0.2
상사, 자본재	0.8
운송	0.8
자동차	0.2
화장품, 의류, 완구	0.2
호텔, 레저 서비스	0.2
미디어, 교육	0.2
소매 (유통)	0.2
필수소비재	0.8
건강관리	1.8
은행	1.8
증권	0.2
보험	0.2
소프트웨어	0.8
IT하드웨어	-8.2
반도체	-8.2
IT가전	0.8
디스플레이	0.2
통신서비스	0.2
유틸리티	0.2

산업	상관계수
에너지	-0.60
화학	-0.20
비철	-0.30
철강	-0.25
건설	-0.10
기계	-0.05
조선	-0.15
상사	-0.45
자본재	-0.40
운반	-0.05
자동차	-0.55
의류	-0.20
화학제품	-0.20
호텔	0.15
레저	-0.45
미디어	-0.35
소매(유통)	0.15
필수소비	-0.45
건강관리	-0.35
음식	-0.50
금융	-0.05
공업	-0.45
소프트웨어	-0.35
IT하드웨어	0.25
반도체	0.30
IT가전	-0.30
디스플레이	-0.05
통신	-0.40
유틸리티	-0.20

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다