



## Fixed Income

### Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



Analyst 김성훈 sanghun.kim@hanafn.com  
RA 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 5월 7일 | Global Asset Research

# BondView

## 대만달러(TWD) 급등 배경과 시사점

### 수출 기업의 달러 매도와 보험사의 헤지 수요

대만달러(TWD)가 미국달러(USD) 대비 5월 2일과 5일 2영업일만에 6% 급등했는데 2영업일 기준으로는 1988년 6월 24일 이후 가장 큰 수치이다. 이에 작년 말 대비 약 9%, 올해 1분기 말 대비로는 약 10% 상승했다. 미국달러 대비 수익률을 비교해보면 작년 말 기준으로 주요국 통화 중 7위, 아시아 통화 중 2위에서 1분기 말 기준으로는 모두 1위에 등극했다.

1개월 USDTWD 옵션 변동성도 데이터 집계 이래 가장 높은 수준까지 상승했는데 이는 시장 참여자들이 향후 대만달러 환율 불확실성을 높게 평가하고 있음을 방증한다. 이에 대만 중앙은행 양진롱 총재는 외환시장에 대한 무책임한 발언은 시장 불안 유발과 함께 실물경제에도 악영향을 미친다고 경고했다. 그리고 최근 대만달러 급등은 수출업체 및 외국인 자금 유입이 과도하게 집중되었기 때문이며 중앙은행은 통상적인 수준에서 외환시장 개입을 했지만 시장 기대감이 너무 강해 통제를 넘어서게 되었다고 설명했다. 더불어 비정상적이고 과도한 강세 기대를 비판했다.

라이칭더 총통도 시장 안정을 위한 사전녹화 연설에 나섰다. 대만달러 급등은 외국 자금 유입 때문이며 미국과의 무역흑자도 환율이 아닌 대만 기술 제품 수요 때문이라고 강조했다. 그럼에도 불구하고 시장 개입은 미미했고, 일부 시장 참여자들은 '정책 변화 신호'로 해석하면서 미국달러의 대만달러에 대한 매도세를 이어갔다.

대만달러 급등 배경을 정리하면 다음과 같다. 1) 미국달러 약세 우려와 2) 미국-대만 간 무역협상 기대감 고조, 3) 대만 생보사들의 미국 자산 헤지 수요, 4) 수출 기업들의 달러 매도 (AI 기반 반도체 수요 급증에 따른 수출 호조).

우선 트럼프 관세정책 불확실성으로 인한 Sell America 현상과 이에 따른 주요국 통화 대비 미달러 약세 현상은 주지하다시피 새로운 것이 아니다. 달러인덱스 전고점은 올해 1월 13일로 트럼프 취임 이후 꾸준히 하락했고, 트럼프 트레이드 선반영이 시작된 작년 9월 저점보다도 낮은 수준을 기록 중이다.

결국 2)~4) 재료가 더 중요한 역할을 한 것이다. 참고로 대만-미국의 관세협상 1차 라운드는 종료됐다. 물론 외환정책은 의제로 다뤄지지 않았다. 다만, 미국은 대만달러가 과소평가 되었다고 꾸준히 주장하고 있다 (대만달러 약세를 수출 경쟁력 강화 원인으로 간주).

이런 환경에서 대만은 올해 1분기에 약 1,300억달러 규모의 사상 최대 수출 실적을 달성했다. 이는 팬데믹 이후 AI 기반 반도체 수요 급증에 기인했고, 경상수지도 작년까지 4년 연속 1천억 달러 이상의 흑자를 기록했다. 여기에 시장이 당국의 외환정책 기조 변화 신호를 선반영하자 수출 기업들도 외화 수익을 빠르게 대만달러로 환전한 것으로 판단된다.

이제는 정책 당국의 커뮤니케이션이 중요해진 국면이다. 현재 당국은 대만달러 강세가 기술 경쟁력 때문이지 인위적인 조작이 아니라고 방어 중인 가운데 30달러가 일부 수출 기업에게 3 수익 실현의 적절한 시점이자 시장 참여자들에게 심리적 지지선으로 작용할 수 있다는 견해가 확산되는 모습이다.

또 하나의 대만달러 강세 재료는 대만 보험사들의 대규모 환전 수요이다. 대만 생보사가 보유 중인 해외자산은 올해 2월 말 기준 약 7,670억달러 (NT\$23조) 수준으로 이 중 상당수는 미국 국채 및 회사채 등 달러 표시 자산으로 알려져 있다. 대만 금융감독위원회 (FSC)가 4월 말에 기재한 보도자료를 보면 올해 2월말 기준으로 생보사의 신규 외화표시 보험상품의 보험수입은 NT\$673.5억으로 전년동기대비 41% 증가했다. 그 중 투자형 상품이 NT\$94.2억으로 14%를 차지했고, 전년동기대비 증가율은 122%를 기록했다.

즉, 투자 수익이나 환 차익을 기대한 외화자산 투자가 큰 폭으로 증가한 만큼 대만 생보사는 환헤지 부담도 커질 수밖에 없다. 하지만 환헤지 비율은 약 65%에 불과한 것으로 추정된다. 낮은 헤지 비율로 생보사의 해외투자 손실이 불가피한 가운데 금융당국은 보험사들과 회의를 열어 대응책을 논의했다. 단, 카타이생명, 푸본생명, 난산생명 등 3대 보험사는 대만달러 급등 이후에도 (30달러를 하회하더라도) RBC 비율과 순자산비율이 여전히 법적 규제 기준 (200% 이상과 3% 이상)을 충족할 것이라면서 당장 환헤지 비율을 확대할 계획은 없다고 밝혔다.

단, 대만달러 강세 추세가 이어질 경우 언헤지 포지션의 위험이 장기화되면서 생보사도 전략 재검토 필요성이 제기될 전망이다. 특히 위에서 언급한 1개월 옵션 변동성과 더불어 1년 역외 선물환 (NDF)과 현물환율 (Spot rate) 간 스프레드가 -3,000pips 이상 벌어진 점도 단기 환율 변동을 넘어 자본 이동 등의 추세를 형성할지 모니터링이 필요하겠다.

### 원화 강세로 성장에 집중할 5월 금통위. 연말 기준금리 2.00%로 하향조정

이번 대만달러 급등과 함께 주목 받은 통화는 원화이다 (도표3~6 참고). 주지하다시피 직전 4월 금통위는 기준금리를 동결했고, 포워드가이던스를 통해 5월 인하를 기정사실화 했다. 다만, 환율 (동결)과 성장 (인하)이라는 2개의 커다란 재료가 각 진영의 입장을 대변하고 있었다.

이런 상황에서 1,370~80원대까지 현물환율이 하락할 경우 한국은행의 운신의 폭은 넓어질 수 있다. 더불어 이창용 총재도 ADB (아시아개발은행) 연차 총회 참석하는 길에 기자단에 경기 상황에 따라 금리를 ‘충분히’ 낮출 것이라면서 연말 최종금리도 하나증권이 제시한 2.25%보다 낮은 2.00%까지 낮출 가능성도 함께 시사했다.

이에 하나증권은 올해 말 기준금리 전망치를 2.00%로 하향조정한다. 그리고 올해 성장을 0.8%, 내년 1.9%와 올해 물가 2.1%, 내년 물가 2.0%를 활용해 적정레벨을 재추정했다. 올해 성장+물가의 합은 2.9%, 내년은 3.9%이다. 여기에 ‘추경+금리인하’ 국면의 평균 갭인 1.05%p를 차감하면 올해와 내년 숫자는 각각 1.85%와 2.85%로 산출된다.

하나증권은 하반기 국고 금리 경로의 중요 변수로 추경 등 확장재정을 꼽았지만 이를 반영할 재료가 예상보다 더디게 나오는 만큼 추가 추경을 제외한 국고채 10년물 레벨을 올해와 내년 평균치인 2.35%로 새롭게 제시한다.

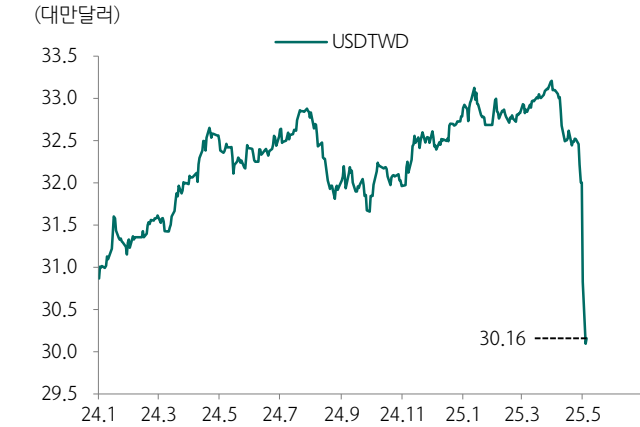
물론 국고 금리 추가 하락과 원화 추가 강세와 관련해 대만과 동일한 폭을 적용할 수는 없다. 실질 GDP와 명목 GDP를 단순하게 비교해 보더라도 올해 1분기 성적표는 대만이 한국보다 5%p 이상 높기 때문이다 (도표16~17 참고).

그럼에도 주요 아시아 수출국의 통화 강세와 주가지수의 선순환이 지속되고, 중국이 대만처럼 위안화 절상을 미국과의 무역분쟁 합의 카드로 사용하겠다는 신호를 준다면 원화 추가 강세도 가능하다. 단, 위안화의 1년 역사적 변동성은 대만달러나 엔화보다 훨씬 낮다.

실제로 올해 위안화는 미 달러대비 절상 폭이 2% 미만이며 전일 PBOC는 기준환율을 휴일 전보다 약간 낮은 수준인 7.2008로 고시해 7.1845를 다시 용인할 의지가 없음을 시사했다.

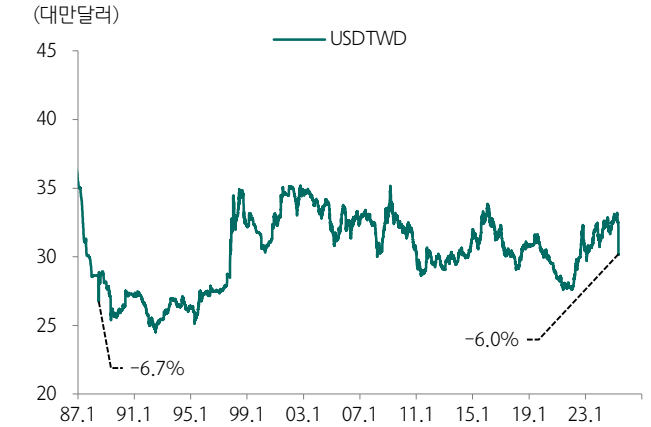
따라서 국내 채권시장 참여자들이 향후 주목할 재료는 1) 환율 추가 하락 여부와 2) 추가 확장 재정 카드 사용 여부를 꼽을 수 있겠다.

도표 1. 대만달러/미국달러 환율은 30TWD까지 급락



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 이를 동안 급락 폭은 1988년 6월 24일 이후 최대

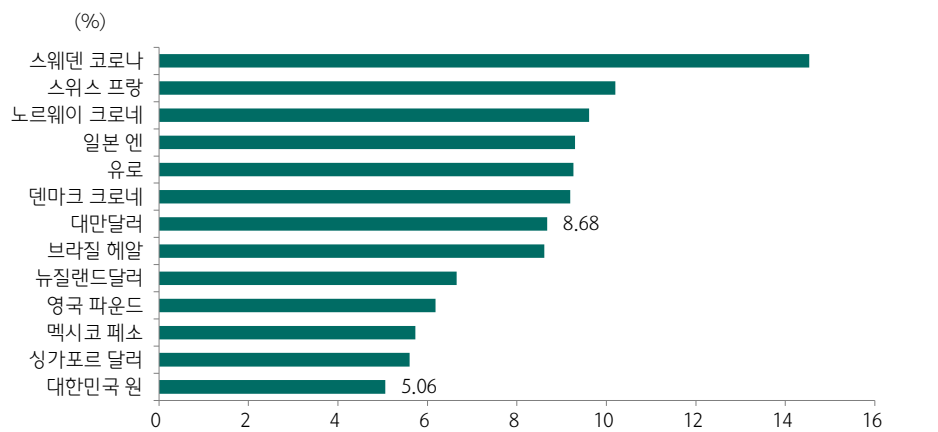


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 주요국 통화의 미국달러 대비 수익률 (작년 말 대비)

대만달러 7위

대한민국 원화 13위

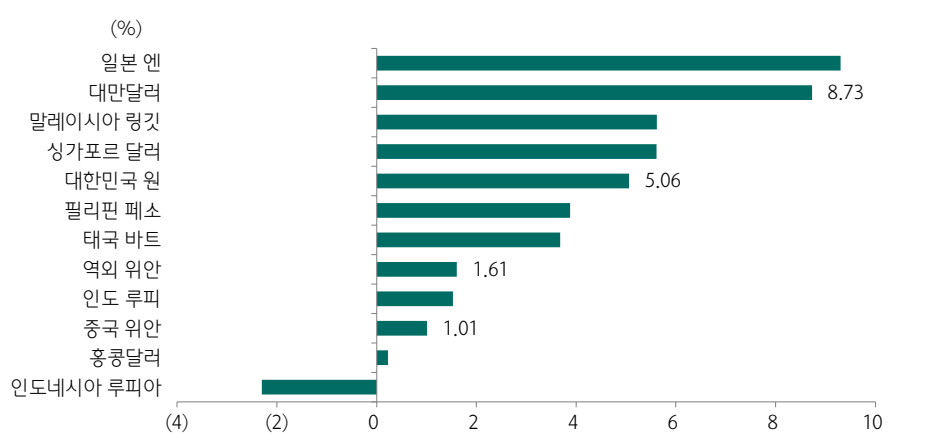


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 아시아 통화의 미국달러 대비 수익률 (작년 말 대비)

대만달러 2위

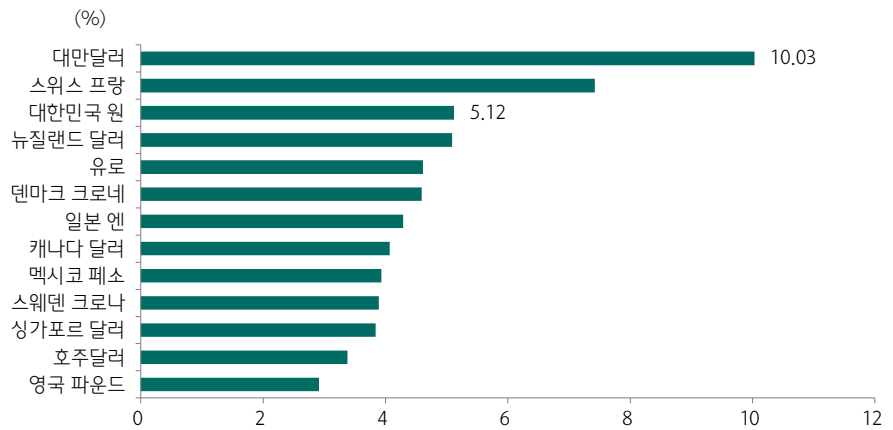
대한민국 원화 5위



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 주요국 통화의 미국달러 대비 수익률 (올해 1분기 말 대비)

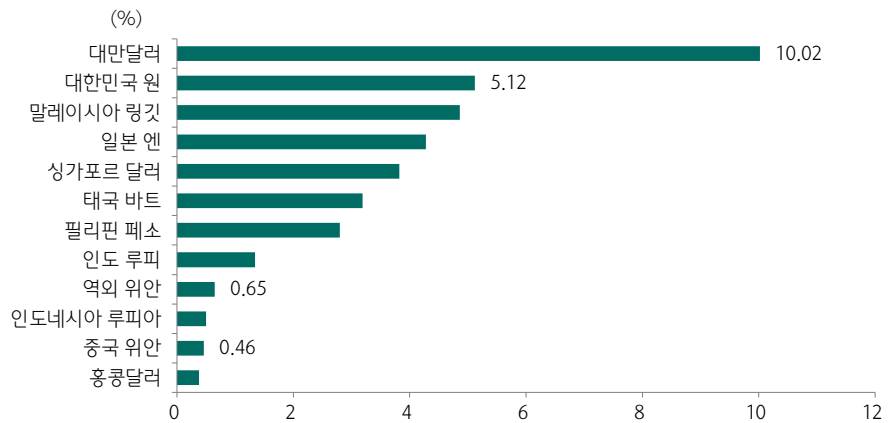
대만달러 1위  
대한민국 원화 3위



자료: Bloomberg, 하나증권

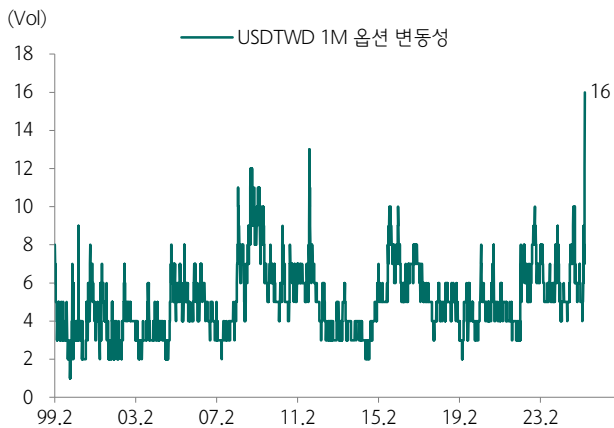
도표 6. 아시아 통화의 미국달러 대비 수익률 (올해 1분기 말 대비)

대만달러 1위  
대한민국 원화 2위



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 향후 1개월 옵션 변동성도 최고치 경신



자료: Bloomberg, 하나증권

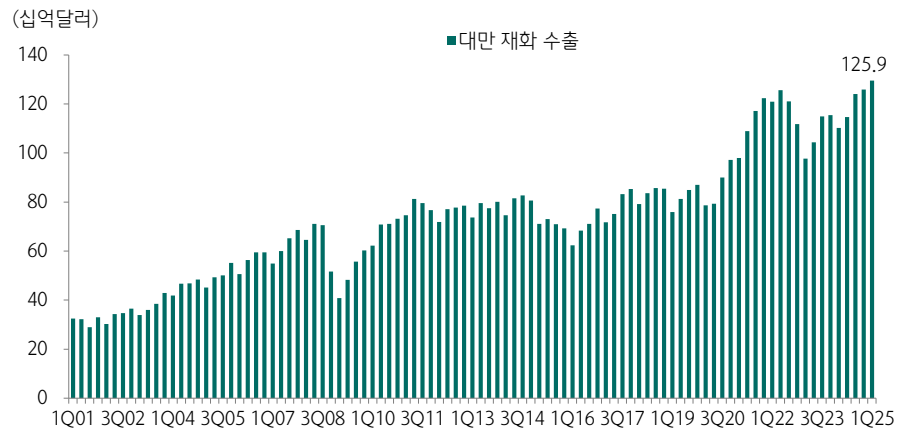
도표 8. 미 달러 약세 흐름은 연초 이후 꾸준히 진행 중



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. 대만 수출 사상 최대치 달성 (Major Commodities)

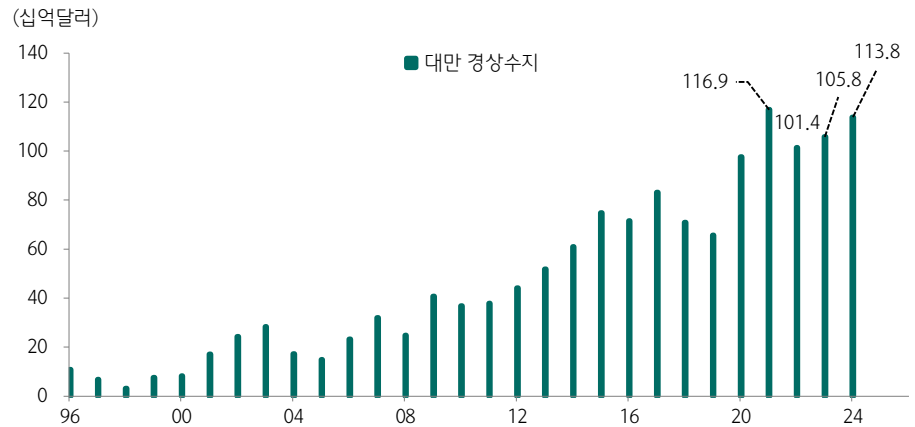
올해 1분기 1,296억달러 수출



자료: Taiwan's Ministry of Finance, 하나증권

도표 10. 대만 경상수지도 4년 연속 1천억달러 상회

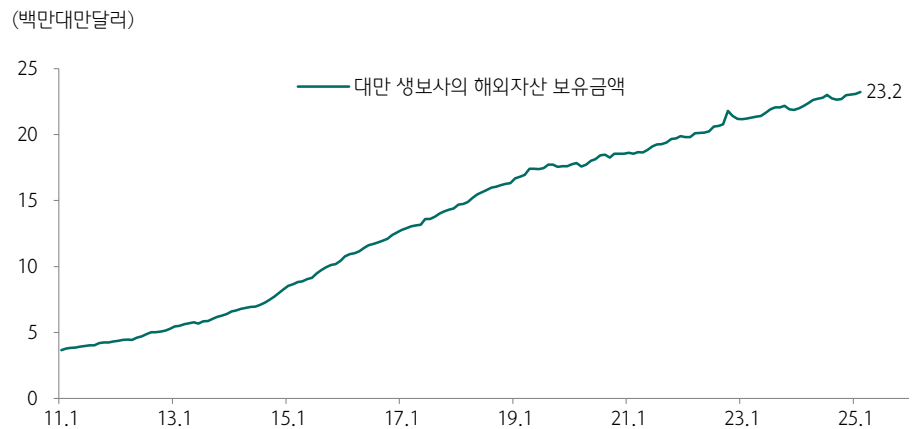
작년 경상수지 1,138억달러



자료: Taiwan's Ministry of Finance, 하나증권

도표 11. 대만 생보사들의 해외자산 보유 규모는 꾸준히 늘어나는 중

올해 2월 말 기준 약 7,670억달러



자료: Taiwan's Ministry of Finance, 하나증권

도표 12. 대만 금융감독위원회의 4월 말 보도자료: 신규 외화표시 보험상품이 투자형 중심으로 빠르게 늘어나는 모습 (2월 말 기준)

## Sales statistics of foreign-currency denominated products by life insurance industry as of the end of February 2025

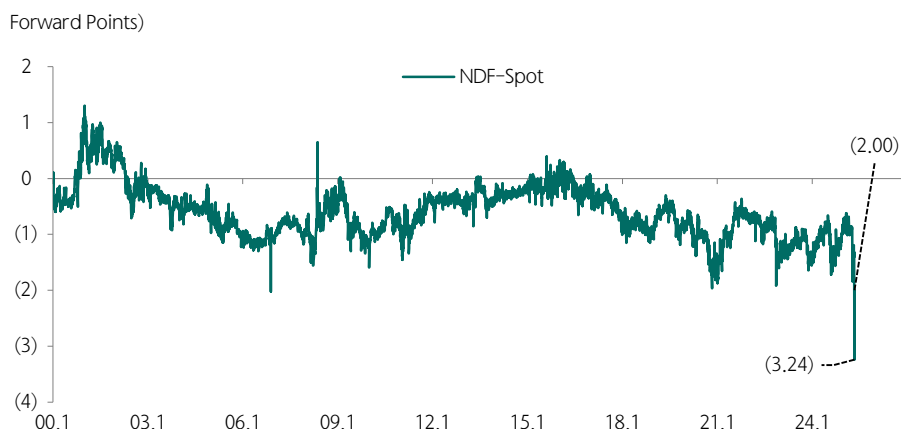
2025-04-29

The sales statistics of foreign-currency denominated products by life insurance industry as of the end of February 2025 were as follows: premium revenues from new foreign-currency denominated policies amounted to around NT\$67.354 billion, up by 41% from NT\$47.808 billion year-on-year. Within these figures, investment-linked insurance products accounted for NT\$9.42 billion (around 14% of the total), up by 122% from NT\$4.248 billion year-on-year, and the sales of traditional insurance products totaled NT\$57.934 billion (around 86% of the total), up by 33% from NT\$43.56 billion year-on-year.

자료: Financial Supervisory Commission Republic of China (Taiwan), 하나증권

도표 13. 대만달러 1년 역외선물환과 현물환율 간 스프레드 추이

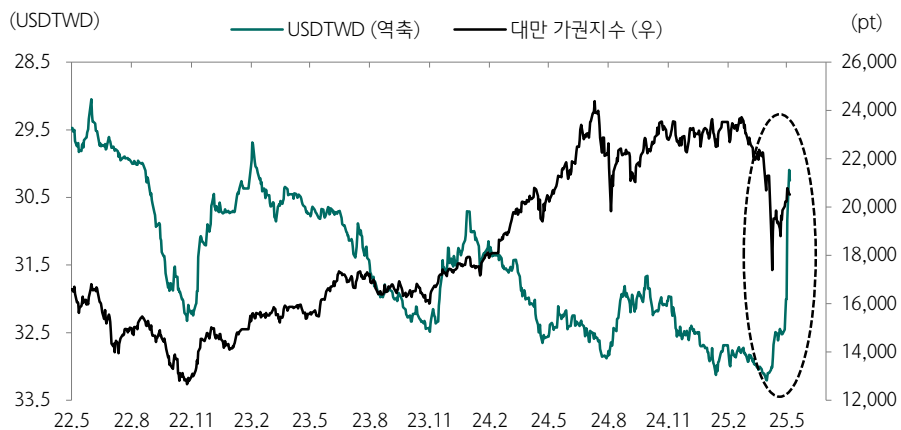
3천pip 이상 벌어졌던 갭은 2천  
pip 아래로 축소



자료: Taiwan's Ministry of Finance, 하나증권

도표 14. 대만 환율과 가권 지수의 선순환

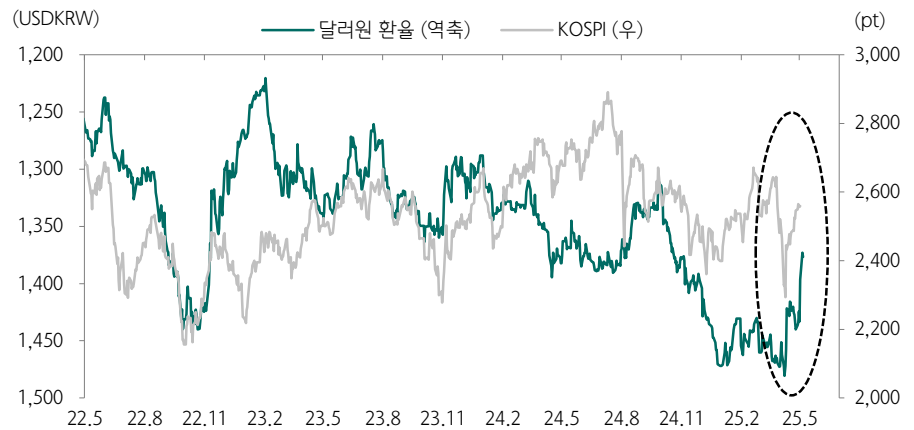
최근 3년 간 상관관계는 -0.7에서  
-0.2까지 절대값 기준으로 하락  
향후 3년 평균치인 -0.5 수준까지  
재차 상승 여부에 주목



자료: Taiwan's Ministry of Finance, 하나증권

도표 15. 달러원 환율과 KOSPI 선순환도 작용하는 모습

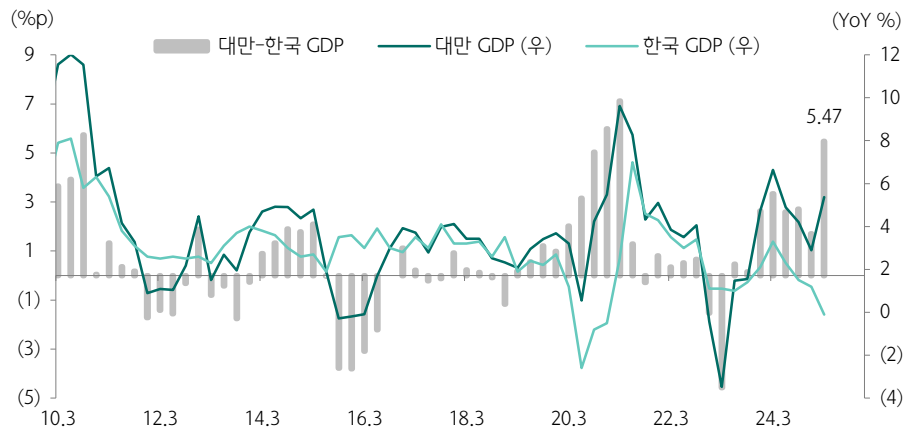
최근 3년 간 상관관계가 대만보다  
소폭 더 높은 수준  
향후 3년 평균치도 -0.5로 유사



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 16. 단, 대만달러와 가권지수가 한국보다 성적이 양호한 배경은 실질 성장률

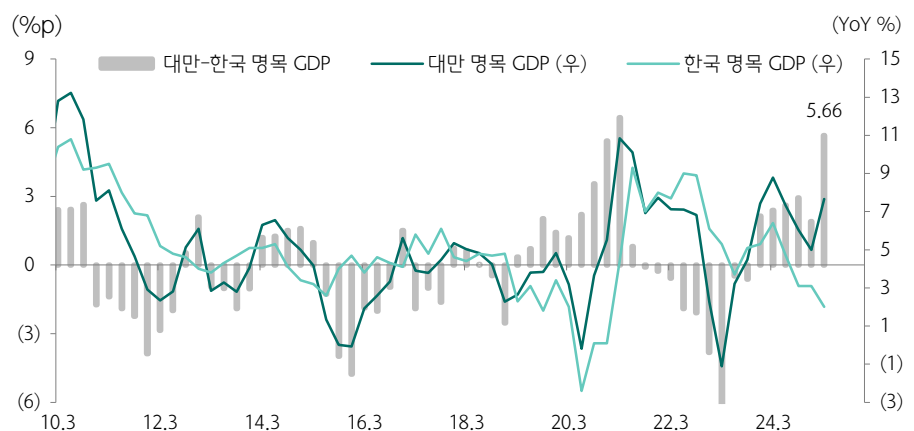
대만 1분기 실질성장률은  
전년비 5.4% vs 한국은 -0.1%



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 17. 명목성장률로 비교하더라도 대만이 우위

대만 1분기 명목성장률은  
전년비 7.7% vs 한국은 2.0%



자료: Bloomberg, 하나증권