

문홍철의 Concise

채권/FX

2024. 09. 09

BoJ가 촉발하는 엔캐리의 대전환이 다가온다

- 지금은 연준을 볼 때가 아니다. BoJ와 일본 총리선거가 15년간의 트렌드를 바꾸려 한다
- 달러/엔 환율과 USD/JPY XCCY에 엔캐리 청산 조짐, 보수적 가정시 2~4조달러
- 이벤트가 많은 주간이다. 채권비중이 작다면 리스크가 크다

지금은 연준을 볼 때가 아니다. BoJ와 일본 총리선거가 15년간의 트렌드를 바꾸려 한다: 8월초의 엔숏페이 트레이딩의 청산은 엔캐리와 관련은 적지만 적어도 엔캐리 청산이라는 핵폭탄의 작은 기폭장치 역할을 했다. 다가올 핵겨울의 이해를 돕기 위해 당신이 일본 대형 연기금의 CIO에 빙의했다고 가정해보자. 2011년 아베노믹스 이후 당신은 잔뜩 보유했던 일본국채를 팔고 해외투자를 늘렸다. 엔약세와 내외금리차 속에서 상당한 수익을 거뒀다. 그런데 지금 환경이 바뀌려 한다. 아베는 암살되었고 후계자 기시다가 총리직에서 내려온다(9/27). 기업들은 풍족해졌지만 표심을 가진 일본인의 살림살이는 코로나까지 겹쳐 팍팍해지기만 했다. 차기 총리는 지지율을 위해 긴축적 통화정책을 이어나갈 것이다. BoJ도 이에 대비하는 듯하다. 연준이 금리를 인하할 것이니 미일 금리차에 의해 엔강세가 진행될 것이다. CIO의 고민이 확신으로 바뀌는 순간이다.

달러/엔 환율과 USD/JPY XCCY에 엔캐리 청산 조짐 보수적 가정시 2~4조달러: 일본 투자자의 본격적인 해외투자 청산 움직임은 10월에 주요 금융기관의 반기보고서가 나와야 알 수 있다. 언론에 포지션 전환을 흘리는 바보짓을 기대하기는 어렵다. 따라서 간접적으로 느껴보자. 달러 대비 엔의 가치는 8월 초의 엔숏페이 트레이디의 청산 당시보다 더 강해졌다[도표1]. 달러/엔 의 다양한 기술적 지표들 보면 5년 가까이 진행된 추세가 전환점을 맞이했다[도표2]. 해외 자산을 바로 매각하면 시장에 충격이 커지며 자충수가 될 수 있다. 따라서 최선의 대치는 USD/JPY 선물환 매도를 통한 환헤지다. 해당 움직임을 보여주는 달러/엔 베이시스스왑(XCCY)은 최근 수개월간 하락하면서 환헤지 수요가 몰리고 있음을 암시했다[도표3]. 엔캐리 규모는 상황에 따라서 다르게 측정해야 한다. 지금은 일본 금융기관의 해외대출을 볼 때가 아니다. 대신 일본 연기금, 보험사, 은행들의 2011년 아베노믹스 개시 이후의 늘어난 해외투자 전체가 잠재적인 청산 규모라고 봐야 한다. 정부산하 연기금으로서 타 투자기관의 모범으로 참고할만한 GPF는 2011년 이후 주로 해외주식과 채권, 일본 주식을 편입했다[도표4,5]. 보험사나 민간연금도 크게 다르지 않을 것이다[도표6,7,8,9]. 이들이 2011년 이전의 해외투자 증가 추세선까지 회귀해간다고 했을 때 청산 가능한 엔캐리 규모는 2~4조달러로 추정된다. 이는 2011년 이후 증가분의 전체 청산이 아닌, 99~2010년까지의 완만한 해외투자 비중 증가 추세를 가정한 채 이를 넘어서 부분만 산정한 것이므로 보수적 가정이다. 연기금은 외환 안헤지 경향이 있고 보험사도 헤지 비중을 40%까지 낮춰놓았으므로[도표10] 달러/엔 변동이 클 수 있다. 미국채는 재무성이 주로 보유하므로 청산 대상이 아니며 해외채권은 크레딧 중심이다. 항모전단의 방향 전환처럼 느리지만 길고 끈질긴 포트폴리오 조정에 대비할 때이다.

이벤트가 많은 주간, 채권비중이 작다면 리스크가 크다: 대선토론, CPI발표, FOMC, 추석캐리 등 많은 이벤트가 있지만 디플레 방향성에 대한 믿음과 리스크 대비가 필요하다. 채권 비중이 작다면 위험하다. 참고로 우리는 세간의 인식과 반대로 **트럼프를 상대적 디플레, 해리스를 인플레이**로 본다. 9월은 대형 투자자의 휴가 복귀후 포트폴리오 재조정이 빈번하고 일본의 반기결산이라 유로달러시장의 유동성이 긴축되는 시기다. BoJ긴축이 늘 미국채를 유발했던 패턴도 기억할 필요가 있다[도표11]. 비싸더라도 채권비중을 늘려서 보험을 듣자.

도표 1. 달러 대비 각 통화의 가치와 달러 인덱스(청색)의 비교. 빨간색의 엔화의 가치는 이미 8월 초 시장 혼란기보다더 더 높아졌다. BoJ가 긴축 기조를 그대로 유지할 것이라는 전망에 대해서 일본 투자자들이 본격적인 엔캐리 청산 움직임을 보이고 있을 가능성이 있다.



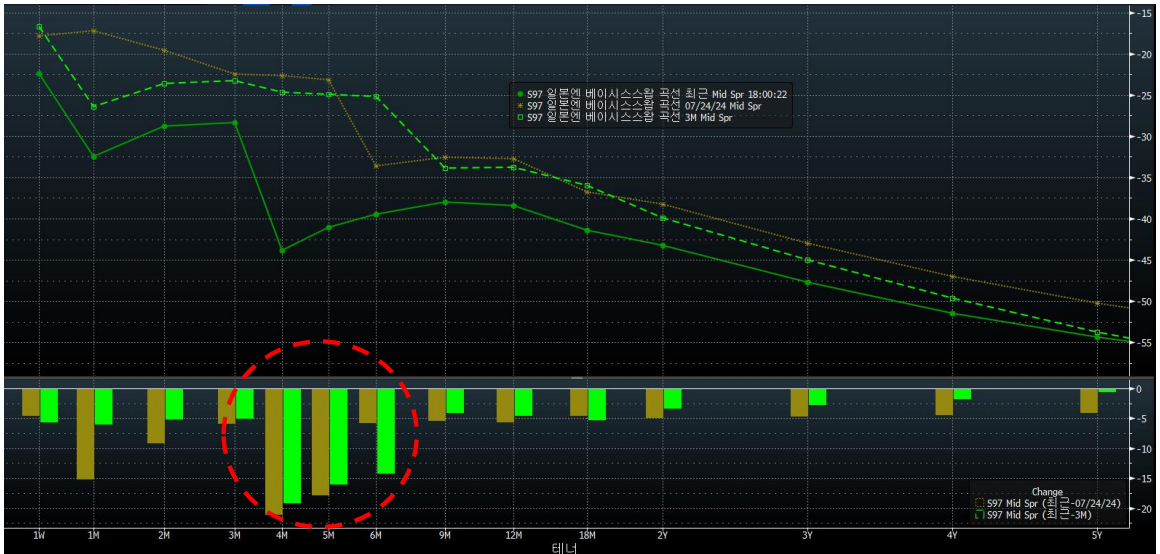
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 2. 달러/엔 환율은 5년 가까이 진행된 상승트렌드(엔약세)가 큰 음봉으로 깨졌다. 중기 추세선의 전환을 의미한다(주봉)



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 3. 달러 엔 베이스스 스왑(XCCY)은 환헤지가 주로 이루어지는 단기 영역을 중심으로 최근 2~3개월래 하락했다. 아래 그림에서 실선은 현재의 베이스스 스왑의 커브이며 점선은 동일한 커브의 3개월 전과 7월 말을 표시한 것 그 밑의 막대 그래프는 해당 기간동안 테너별로 베이스스스왑의 하락폭을 표시한 것이다. 테너는 1W~5Y까지 표시

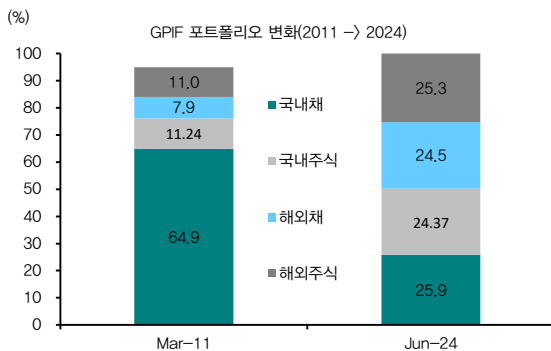


자료: Bloomberg, DB금융투자

주: JPY USD Basis swap 은 환헤지에 사용되는 상품으로서 일본 단기 준거 금리 TONA와 미국의 SOFR를 교환하는 거래

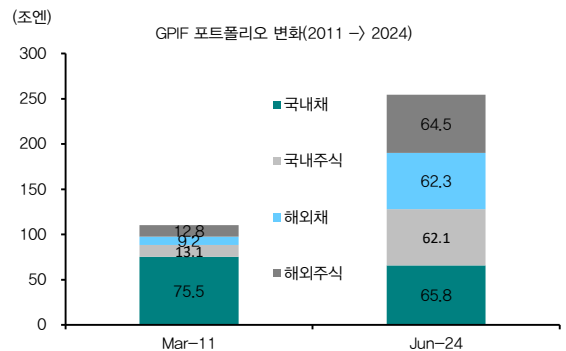
주: JPY USD Basis swap 이 하락한다는 의미는 일본인 입장에서 보유한 해외 달러 자산의 환위험을 헤지하려는 수요인 에셋스왑 주문이 활발함을 의미

도표 4. 일본 GPIF, 해외와 주식 중심 자산 증가



자료: GPIF

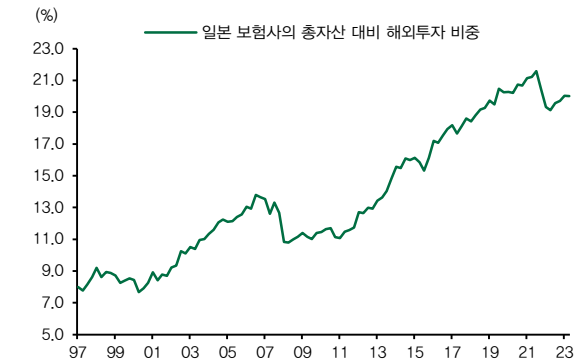
도표 5. GPIF 자산의 절대규모도 대폭 증가



자료: GPIF

주: 세로축 단위에 10을 곱하면 대략적인 원화로 치환할 수 있다

도표 6. 일본 보험사 해외 비중 증가세는 2011년 이후 가팔라져



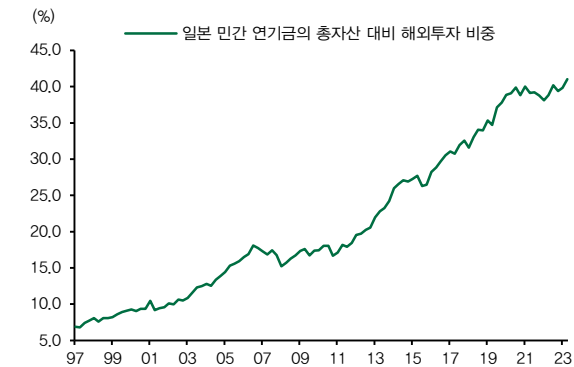
자료: BoJ

도표 7. 일본 보험사 2011년 이후 해외 비중 증가세 가팔라



자료: BoJ

도표 8. 일본 민간연기금 해외 비중 확대는 2011년 이후 가속도



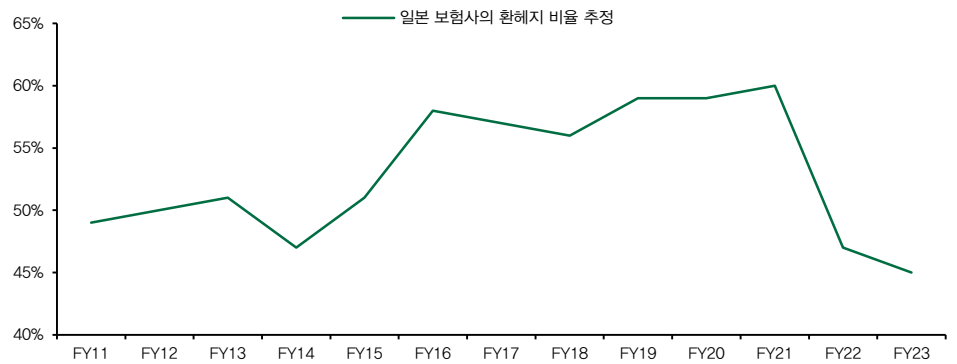
자료: BoJ

도표 9. 일본 민간연기금 2011년 이후 해외 비중 증가세 가팔라



자료: BoJ

도표 10. 일본 보험사의 환헤지 비율은 많이 하락한 상태, 향후 선물환 매도헤지 가능성 높아



자료: 일본 8대 보험사 공시 자료

도표 11. 일본이 긴축에 나서면(파란 선) 미국에 침체가 발생한다(빨간 음영)



자료: Bloomberg, DB금융투자

주: 빨간색 음영은 미국의 침체 파란선은 일본의 정책금리

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 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.