

문홍철의 Concise

채권/FX

2024. 09. 30

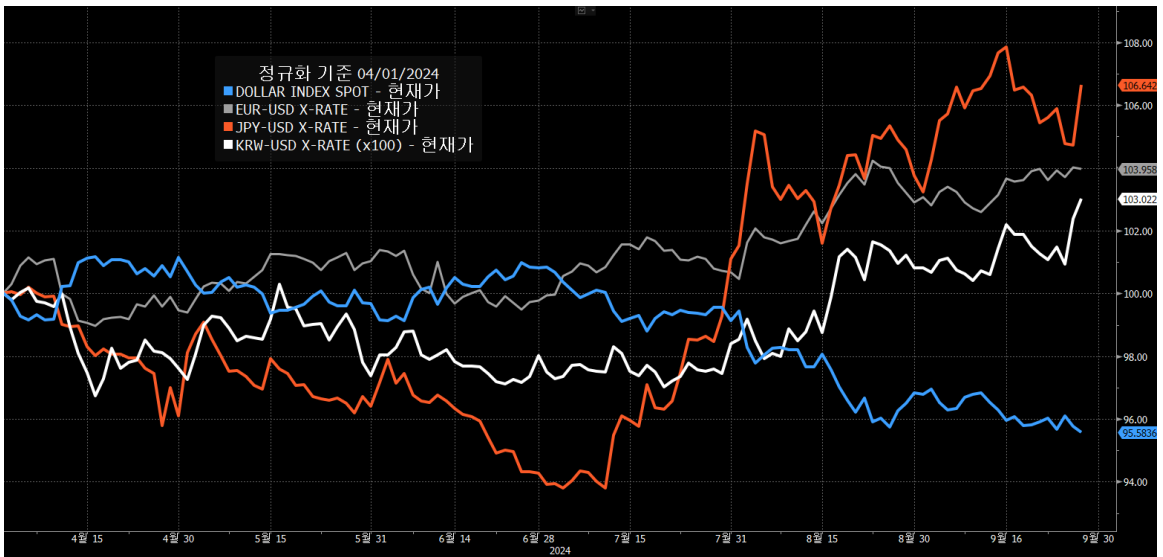
일본의 Maverick이 실험기에 올라탔다

- 이시바 시게루, Maverick 성향의 공격적 정책을 도입할 수 있다
- 엔이 직간접적으로 창출해왔던 유동성 축소 리스크에 대비
- 달러/원 환율은 하락세 강화, 국채로 포트폴리오를 방어하라

이시바 시게루, Maverick 성향의 공격적 정책을 도입할 수 있다: 이시바의 과거 독특한 행보는 탐건의 Maverick에 비견된다[도표7]. 그의 총리 당선이 예상 외라고 하지만 그렇지 않다. 이미 일본인들 사이에서는 기존 아베노믹스에 대한 인내심이 바닥나고 반감이 팽배해 있었다. 자민당 내 정치인들 사이에서는 더 이상 아베의 정책을 계승하는 것이 표에 유리하지 않다는 인식이 자리잡고 있다. 이시바는 정치자금, 통일교 스캔들의 반작용으로 선택되었다. 이런 경우 역사에서는 급진적인 정책전환이 화를 불러오고 지도자 생명이 짧다. 중요한 것은 그의 성향이 아니라 선거의 원동력이 된 일본 국민들의 인식 변화다. 이시바가 내세우는 경제정책의 핵심은 反아베다. 통화정책의 정상화(=금리인상과 양적긴축), 재정건전화 추진이다. 이는 하나하나가 모두 엔 강세를 유발할 요소다. 이미 달러/엔 시장은 추세가 바뀌었으며 USDJPY FX스왑에는 환위험을 헤지하려는 징후가 7월부터 나타나고 있었다[도표1,2,3]. 10월 중순 이후 일본 주요 투자기관과 금융권은 포트폴리오를 공시한다. 당장 해외자산 매각을 서두르지는 않겠지만 환헤지 비중 변화만 확인하더라도 시장 반응이 클 수 있다. 엔강세 테마는 피흘리는 먹잇감이므로 헤지펀드들이 상어떼처럼 달려들 것이다. 일본투자자 입장에서 환헤지시 연간 손실이 4~5%다[도표4]. 환율이 안정되거나 엔이 다시 약세 전환되지 않는 이상은 외화자산을 오래 유지할 수 없다. 과거 일본 투자자의 미국 포트폴리오 투자는 엔화가치에 연동되었다[도표5]. 동 모델에 따르면 연간 10%의 엔 절상시 연 2,200억달러 이상의 미국 투자 순회수가 발생한다. 더불어 2011년 아베노믹스 이후 누적된 규모를 장기 추세 이하로 되돌릴 경우 **잠재적으로 청산 가능한 해외 포트폴리오 규모는 최대 2~4조달러**로 추정된다. 청산 대상은 주로 US의 주식과 크레딧, 일본 주식이다. 참고로 우리가 생각하는 적정 달러/엔 환율은 125엔 이하다[도표6]. 이는 어디까지나 적정 수준이며 변동성은 더 클 수 있는데다 향후 금리차와 물가 흐름에 따라 균형수준은 더 하락할 수도 있다.

엔이 직간접적으로 창출해왔던 유동성 축소 리스크에 대비, 달러/원은 하락세 강화, 국채와 귀금속으로 포트폴리오를 방어하라: 미국 8월 PCE는 거주비 노이즈가 적게 반영되면서 예상보다 낮았으나 물가는 여전히 서비스 비중으로 인해 과대계상되고 있다. 약달러 요소다. 엔캐리의 영향은 유가증권만 논의되지만 역외 달러 시장에서 엔을 담보로 직간접적으로 창출되는 유동성 규모는 측정하기 어렵다. 자산시장과 펀더멘털 악영향 리스크에 대비할 때다. 달러/원 환율과 금리 하락 포지션, 귀금속 비중확대 등으로 리스크에 대비할 필요가 있다. 영화 '탐건'의 주인공 Maverick은 최고의 에이시지만 반골기질 때문에 부와 명예는 포기했다. 일본의 Maverick 총리가 경제와 세계 금융시장을 **영화 속 닥스타** 실험기처럼 추락시킬지 어려운 임무를 완수할 지 지켜볼 일이다.

도표 1. 엔화 가치(빨간색 선)의 강세 재개, 7~8월 엔숫퍼어트레이딩 청산 당시보다 더 강한 모습(4월1일=100환산)



자료: Bloomberg

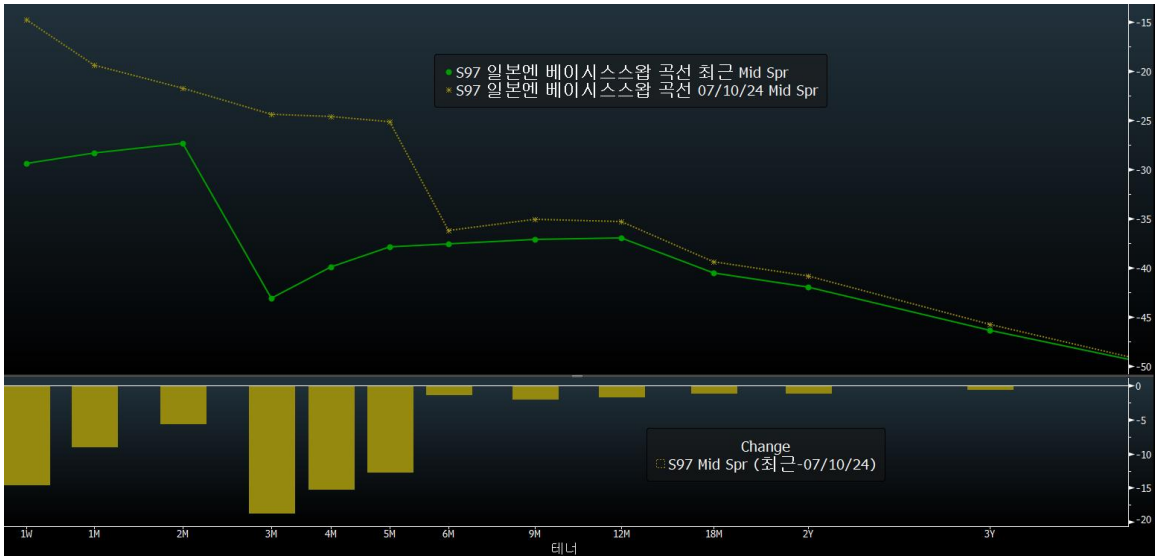
주: 위는 달러 대비 각 통화의 가치를 표시한 것으로서 선이 위로 갈수록 해당 통화의 달러 대비 강세를 의미

도표 2. USDJPY 환율의 주봉은 2022년부터 시작된 상향 트렌트(엔약세)를 아래로(엔강세) 뚫었다. 2021년부터 시작된 지지선은 유지되고 있지만 향후 흐름을 본다면 이 역시 아래(엔강세)로 진행될 가능성이 있다. 시계를 더 크게 본다면 2011년부터 시작된 엔화의 약세(=아베노믹스)가 되돌려질 가능성도 염두에 두어야 한다



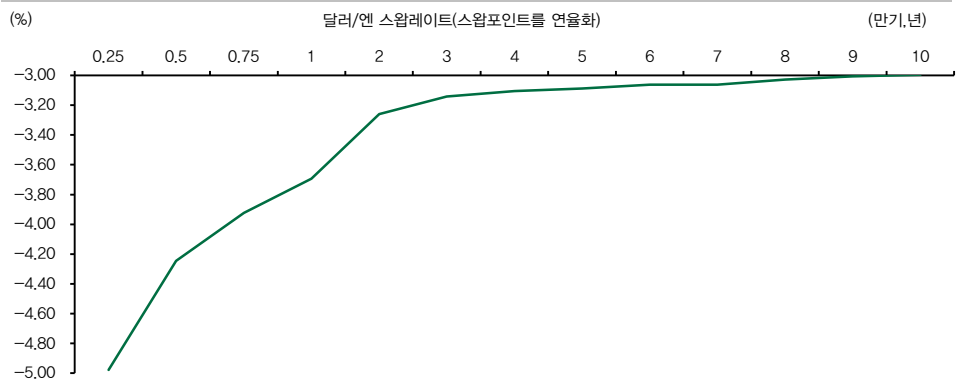
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 3. USDJPY FX스왑에서 6개월 이하 영역에서의 놀림이 이어지고 있다. 이는 일본의 투자자들이 달러 자산에 투자한 이후 환헤지를 늘리고 있는 데 따른 증거일 가능성이 있다. 6개월 이하 단기 영역이 환헤지시에 주로 활용하는 만기이고 아래로 놀릴 수록 달러를 엔화로 헤지하려는 수요가 늘어난다는 의미이기 때문이다.



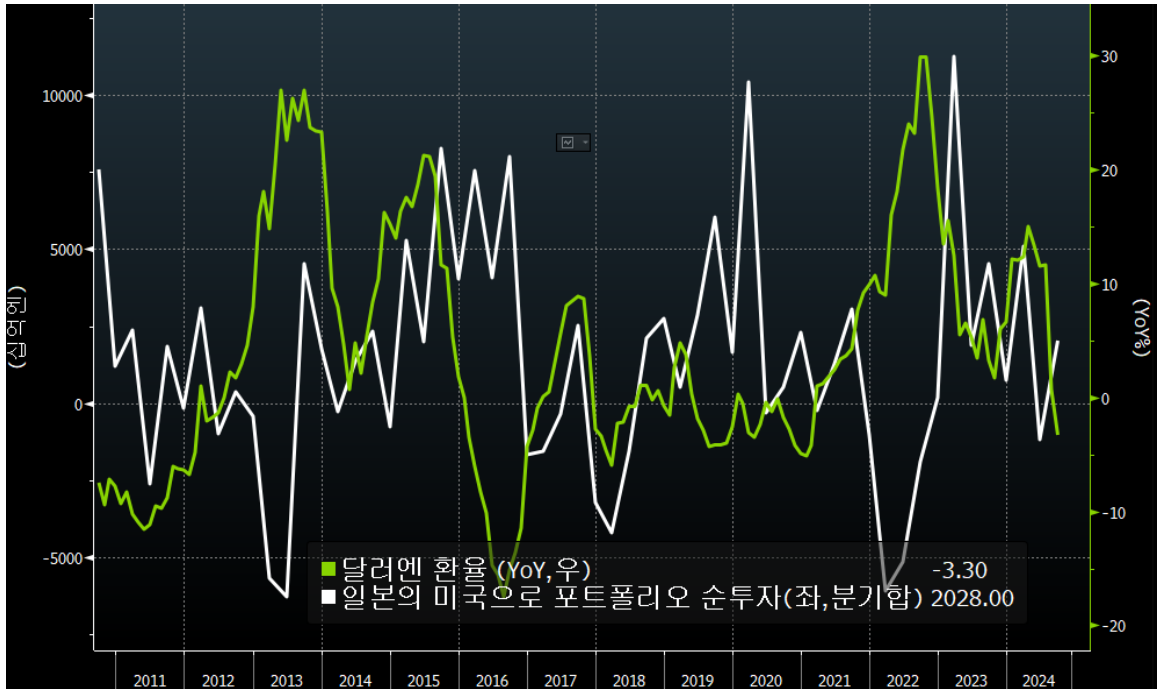
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 4. 각 만기별 달러/엔 FX스왑레이트, 6개월 아하는 주로 환헤지에 활용된다. 여전히 미일 금리차에 의해 4~5%의 연율화 헤지손실이 발생하며 포워드 금리를 참고한다고 하더라도 3%이하로 손실이 줄어들 가능성은 낮다. 동 수치는 향후 금리 변화에 따라 줄어들 수 있지만 환헤지를 유지만해도 확정 손실이므로 고통스럽다. 이를 견디고 환헤지를 이어가거나 기초자산인 해외물을 청산해야 한다. 일본 대형 투자 기관에게 15년간 쌓아온 외환 자산의 청산은 길고 고통스러운 과정일 수 있다.



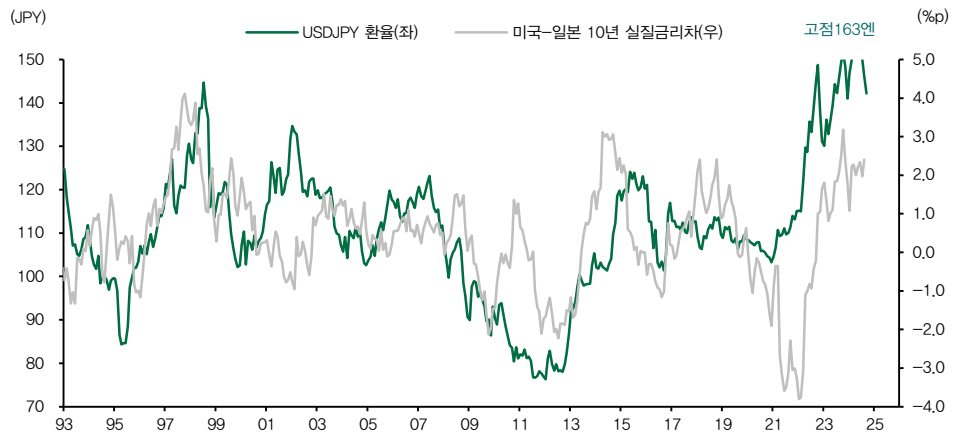
자료: DB금융투자

도표 5. 일본 투자자들의 미국으로의 포트폴리오 투자는 달러/엔 환율에 크게 좌우된다. 엔이 약세로 갈 때 해외투자가 늘어난다. 반대로 향후 엔이 강세로 간다면 연간 10%의 달러 대비 엔화 절상시 2,200억달러의 연간 포트폴리오 회수가 발생할 수 있다. 이는 미국만 따진 것으로 글로벌로는 더 클 수 있다



자료: CENSUS, DB금융투자

도표 6. 달러/엔 환율을 가장 잘 설명하는 것은 양국 실질금리 격차다. 9월말 현재의 수치를 적용할 경우 적정 환율은 125엔 전후다. 동 수준은 중요한 기술적 저항선이기도 하다. 향후 양국 물가와 금리의 변화에 따라 적정 환율은 더 하락할 수도 있으며 시장의 변동성이 커질 경우 아래쪽 압력이 더해질 수도 있다.



자료: DB금융투자

도표 7. 이시바는 지방 평당원을 비롯한 국민의 지지율 역시 높은 편이지만 당내에서는 인망이나 장악력을 보이지 못한다는 평이 있다

10년간 얘기한 적 없다.

아소 다로

회동에 초대해도 안 온다.

아베 신조

대화를 나눈 적 없다.

고노 다로

대신실, 각료실에서의 각의 말고는 대화한 적 없다.

스가 요시히데

8년은 대화한 적 없다.

다니카기 사다카즈

인망이 없음을 자각하시라.

사이토 겐(이시바 최측근)

파벌 회식 정도는 나와주시면 좋겠다.

다이라 마사아키(이시바 최측근)

인사도 안 돌아오는 희귀한 사람.

가네코 메구미

자료: <https://namu.wiki/w/%EC%9D%B4%EC%8B%9C%EB%B0%94%20%EC%8B%9C%EA%B2%8C%EB%A3%A8?rev=830fs-4>

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 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 기관투자자 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.