

지속가능 성장을 위한

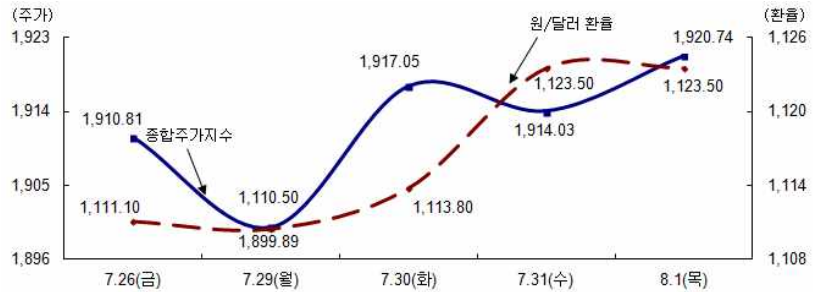
경제주평

Weekly Economic Review

□ 엔 캐리트레이드 향방과 시사점

週間 主要 經濟 指標 (7.26~8.1)

Better than
the Best!



차 례

| | |
|--------------------|----|
| 주요 경제 현안 | 1 |
| □ 엔 캐리트레이드 향방과 시사점 | 1 |
| 주요 국내외 경제지표 | 16 |

□ 본 자료는 기업 경영인들을 위해 작성한 국내외 경제 경영 주요 현안에 대한 분석 자료입니다.
 □ 본 보고서의 내용은 연구원의 공식의견이 아닌 연구자의 개인 견해를 밝히며, 보고서 인용 시에는 반드시 출처를 명기해 주시기 바랍니다.

□ 총괄 : 한 상 완 경제연구본부장 (2072-6230, swhan@hri.co.kr)
 □ 작성 : 정 민 선 임 연구원 (2072-6220, chungm@hri.co.kr)
 이 부 형 수석 연구위원 (2072-6306, leebuh@hri.co.kr)

Executive Summary

□ 엔 캐리트레이드 향방과 시사점

1. 엔 캐리트레이드 확대 가능성 대두

아베내각 출범 이후 일본은행의 무제한 양적완화 정책의 현실화로 엔 유동성이 급증하고, 엔화 가치가 하락하면서 엔 캐리트레이드 확대 가능성이 대두되고 있다. 추정가능한 엔 캐리트레이드는 일본 내 외환순매도포지션, 일본 투자자들의 대외증권투자액, 일본 개인투자자들의 외화표시 예금액, 단기대출금을 포함한 해외 엔화대출의 4개 형태이다. **과거 엔 캐리트레이드가 활발하게 진행되었던 2005~2007년 수준에는 못 미치나, 일본투자자들의 해외 증권 순투자를 제외하면 최근 엔 캐리트레이드는 증가세가 이어지고 있다.**

2. 엔 캐리트레이드의 확대 가능성 점검

엔 캐리트레이드는 엔화 가치가 하락할 것이라는 예상과 더불어 타국과의 금리 격차가 존재하고, 국제금융 시장의 불확실성과 환율 내재변동성이 축소될 때 캐리트레이드 수익성이 높아지면서 증가한다. 이들 요건들을 점검해 본 결과 향후 엔 캐리트레이드가 확대될 가능성이 커지고 있다. **첫째, 엔화 가치 하락세가 당분간 지속될 전망이다.** 아베내각 출범 이후 엔/달러 환율은 17.1% 상승하였고, 실질실효환율 지수는 79.9p로 하락했다. 주요 투자은행들의 엔/달러화 전망에 따르면, 2014년 6월 말 100엔대 후반까지 하락할 가능성이 있다. **둘째, 일본과 주요국 사이에 금리 차도 지속되고 있다.** 2013년 7월 현재 일본의 정책금리는 0.1%로, 미국 0.25%, 유로 0.5%보다 낮은 수준이며, 러시아, 인도네시아, 브라질 등 주요 개도국들과는 약 2~8%p 정도 차이가 있다. 엔화 3개월 리보도 달러화 리보에 비해 낮은 수준이다. 2014년까지 일본의 주요 금리는 안정세를 보일 것으로 전망됨에 따라 일본과 주요국 사이의 금리차도 당분간 지속될 전망이다. **셋째, 국제금융시장의 불확실성과 환율 내재변동성도 크게 축소되었다.** 금융시장에서의 투자불안심리를 나타내는 VIX(Volatility Index; 공포지수)는 2008년 11월 20일 80.8p로 최고치를 기록한 후 2013년 8월 1일에는 12.9p로 하락하였으며, 채권 및 신용시장이 위협도를 나타내는 TED 스프레드도 0.2%p대로 낮아졌다. 미래 환율변동성에 대한 투자자들의 평균 예상치인 내재변동성의 경우, 엔화는 2008년 10월 27일 27.4%에서 2013년 8월 2일 12.3%로 하락했고 호주 달러화 등 주요 캐리트레이드 대상들도 하향 안정화되고 있다. **이로 인해 엔화 현물의 환차익과 금리 수익률을 더해 나타내는 엔 캐리트레이드 수익률도 크게 개선되었다.** 브라질 헤알화, 호주 달러화, 뉴질랜드 달러화, 멕시코 페소화 등에 투자한 엔 캐리트레이드 수익률은 최근 230~300p의 높은 수준을 보이고 있다.

3. 시사점

엔 캐리트레이드 여건 개선으로 향후 엔 캐리트레이드 규모가 점진적으로 증가할 것으로 예상됨에 따라 이에 대한 사전적인 대응전략 마련이 필요하다. **우선,** 과거 엔 캐리트레이드 재개 및 청산 과정에서 원화 가치와 주가가 급등락하고, 키코(Kiko)사태 등 증가된 외화 채무로 인한 부작용 발생 등 국내 금융시장이 큰 혼란을 겪은 바 있어 이러한 부작용에 대한 사전적인 대응 전략 마련이 필요하다. **다음으로,** 실물경기 회복력 강화를 통해 엔 캐리트레이드 급변 시 발생할 수 있는 금융리스크가 실물경제에 전이될 리스크를 최소화해야 한다. **또,** 엔 캐리트레이드 확대 시 상대적인 원화 강세로 인한 수출 경쟁력 약화가 예상됨에 따라 국내 수출기업의 대외 경쟁력 제고를 위한 지속적인 노력이 필요하다. **마지막으로,** 일본의 아베노믹스 실패 가능성, 미국의 조기 출구전략 시행 등 불확실한 글로벌 경제 및 금융 환경에 대한 선제적인 대응 전략을 마련해야 한다.

1. 엔 캐리트레이드 확대 가능성 대두

○ (엔 유동성 확대) 아베노믹스 등장 이후 일본은행의 무제한 양적완화 정책 현실화로 엔 유동성이 급증하고, 엔/달러 환율이 하락하면서 엔 캐리 트레이드 재개 가능성이 확대

- 일본은행 무제한 양적완화 실시¹⁾

- 본원 통화량 연간 약 60~70조 엔 규모 확대, 장기국채 매년 50조 엔 규모 매입 등 각종 채권 매입 규모 확대
- 일본은행의 무제한 양적완화는 소비자물가 2% 달성 시까지 유지될 전망

- 급증하고 있는 엔 유동성

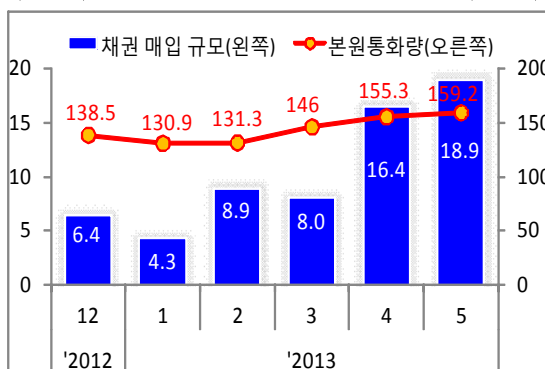
- 일본은행도 4월 4일 무제한 양적·질적 금융완화 정책을 도입한 이후 4월과 5월에만 약 35.2조 엔 규모의 국채를 포함한 각종 채권을 매입
- 본원 통화량은 2012년 말 138.5조 엔에서 지난 5월 말 159.3조 엔으로 약 15% 증가
- 본원 통화량은 2013년 말 200조 엔, 2014년 270조 엔 규모에 달할 전망

- 엔화 가치 하락

- 엔/달러 환율은 아베내각출범 당시인 2012년 12월 26일 84.93엔/달러에서 지난 7월 18일 100.26엔/달러로 약 18.0% 상승
- 엔 실질실효환율은 2012년 12월 93.10p에서 2013년 6월 79.94p로 14.1% 하락

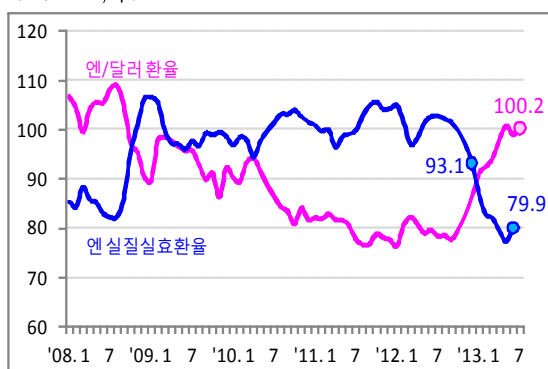
< 일본은행 채권 매입 및 본원통화 규모 >

(조 엔)



< 엔화 환율 추이 >

(조 엔) (엔/달러, p)



자료 : 日本銀行.

주 : 엔 실질실효환율은 2010년 월평균=100을 기준으로 환산.

1) 日本 内閣府, 日本經濟再生に向けた緊急經濟対策, 2013年 1月 11日; 日本銀行, 量的·質的金融緩和の導入について, 2013年 4月 4日.

2. 엔 캐리트레이드 추세

① 개념 및 주요 형태

○ (개념) 엔 캐리트레이드란 저금리 통화인 엔 대신 상대적으로 고금리인 통화로 대체함으로써 금리 차 뿐 아니라 엔저로 인한 자본수익을 얻고자 하는 통화거래를 말함

- 캐리트레이드 : 캐리 트레이드는 저금리 통화의 차입을 통해 고금리 통화에 대한 투자가 이루어지기 때문에 캐리 거래를 금리 차에 대한 레버리지 (Leverage) 거래 또는 금리 차액거래라고도 함²⁾

· 캐리거래에서 조달 통화(Funding Currency)는 캐리거래 수행을 위해 차입 하는 저금리 통화를, 투자통화(Investment Currency)는 투자 대상이 되는 고 금리 통화를 지칭

- 엔 캐리트레이드의 주요 형태 : 엔 캐리트레이드는 일반적으로 대차대조표 상의 부외거래(off balance)와 부내거래(on balance)로 나누어 추정할 수 있음³⁾

· 추정가능한 엔 캐리트레이드 형태는 일본투자자들의 외환마진거래, 일본 투자자들의 외화자산구입, 해외 투자자의 엔 자금조달을 들 수 있음⁴⁾

< 추정가능한 엔 캐리트레이드의 주요 형태 >

| 구 분 | | 특 징 |
|-----------------------|--------------------|--------------------------------|
| 부외거래 (off balance) | 일본 투자자들의 외환마진거래 | - 일본 내 FX 매매포지션 - 보유 변동성 높음 |
| 부내거래 (on balance) | 일본 투자자들의 외화자산구입 | - 대외 증권투자액 - 개인투자자 외화표시 예금액 |
| | 해외 투자자의 엔 자금조달 | - 해외 엔화대출(해외 단기대출 금 포함) |

2) BIS, *Evidence of Carry Trade Activity*, BIS Quarterly Review, Sep., 2007.

3) 이외에도 경상수지를 이용한 추정방법이 있으나, 여기에서는 단기거래를 중심으로 한 엔 캐리트레이드로 제한 함. 國際金融情報センター, 最近の資金フローに関する研究会報告書, 2007年 3月 참조.

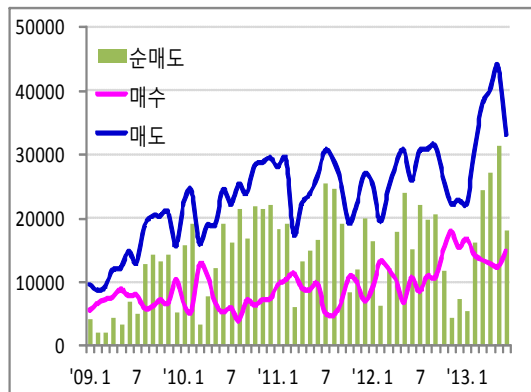
4) 부외거래 가운데는 IMM(International Monetary Market; 국제통화시장) 엔 선물거래량과 비상장증거금 선물 거래, 부내거래로는 일본 국내투자자들의 고금리 외화자산 매입이 엔 캐리트레이드에 포함되나 추정 불가능.

② 부문별 엔 캐리트레이드 추이

- (엔 캐리트레이드 증가) 일본 투자자들의 해외증권 순투자를 제외하면 일본 내 외환마진거래, 일본인 개인투자자들의 외화예금, 일본 은행들의 해외 엔화대출의 3개 부문은 아베내각 출범 이후 증가세를 보이고 있음
 - 일본 내 외환(FX)마진거래 증가 : 2012년 하반기부터 감소세를 보이던 순매도 규모가 2013년 2월부터 급증
 - 아베내각 출범 이후 2013년 1~6월까지 외환마진거래 순매도액은 누적 약 12.3조 엔으로 전년동기(9.2조 엔) 대비 약 33.4% 증가
 - 일본 투자자들의 해외증권 순투자 유입 증가 : 2013년 1월부터 순유입으로 전환되어, 5월까지 5개월 연속 유입
 - 2013년 1~5월까지 누적 유입액은 약 12.0조 엔으로, 이는 전년동기 순유출 4.5조 엔에 비해 약 16.5조 엔 유입이 증가한 수준

< 도쿄금융거래소 외환(FX)마진거래 추이 >

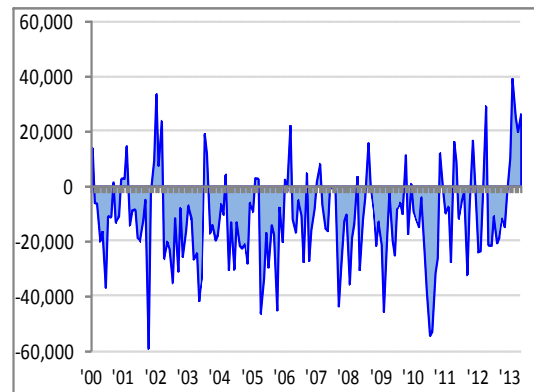
(억 엔)



자료 : 日本 金融先物取引業協會.

< 일본 투자자들의 해외증권 순투자 추이 >

(억 엔)

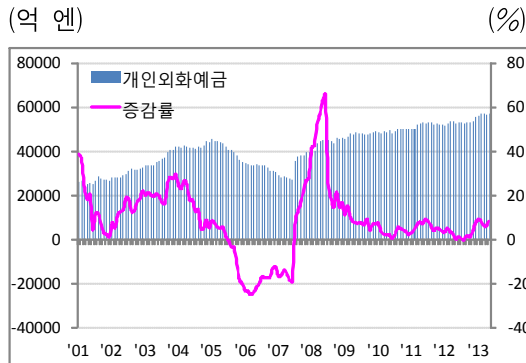


자료 : 日本 財務省.

주 : 플러스는 유입, 마이너스는 유출

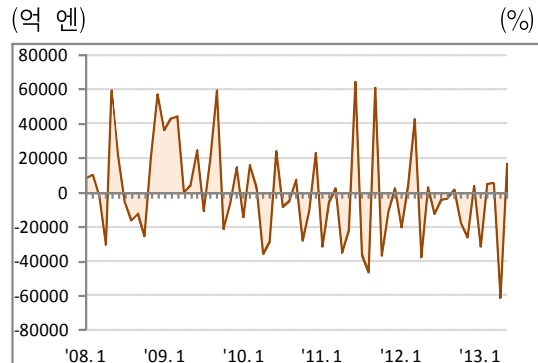
- 일본인 개인투자자들의 외화예금 증가 : 2012년 12월부터 증가세가 커지기 시작하여, 2013년 5월 말 약 5.7조 엔 규모로 확대
- 해외 엔화대출 증가 : 2013년 들어 누적 기준 해외 엔화대출 전체 규모 및 단기대출 규모 증가
 - 전체 해외 엔화대출 규모는 2013년 1~5월 약 6.5조 엔으로 이는 전년동기 약 0.8조 엔의 8배 이상 규모. 단기대출금은 약 5.0조 엔 증가

< 일본 개인투자자들의 외화예금 추이 >



자료 : 日本銀行.
주 : 은행, 신용금고, 기타 금융기관 합계임.

< 해외 엔화대출 추이 >



자료 : 日本銀行.
주 : 일본 내 은행은 외국은행 일본지점과 일본 국내의 자국은행 부문을 말함.

- 과거 엔 캐리트레이드 수준에는 못 미치나 최근 규모 확대 : 엔 캐리트레이드가 활발하게 진행되었던 2005~2007년에는 못 미치는 수준이나, 일본 투자자들의 해외 증권 순투자 규모를 제외하면 최근 엔 캐리트레이드 규모가 증가
 - 일본 투자자들의 해외 증권 투자는 일본 주가가 아베내각 출범일인 2012년 12월 26일 10,230.36엔에서 2013년 7월 23일 14,778.51엔으로 약 44.5% 상승하는 등 주가 급등으로 순유입세로 전환
 - 일본 개인투자자들의 외화예금은 2005~2007년에 비하면 약 57~70% 수준이나, 2012년 대비 증가. 해외 엔화대출 전체 규모 및 단기대출 규모도 2005~2007년에 비하면 작은 수준이나, 최근 순유출이 빠르게 진행
 - 엔화 약세 기대 지속으로 일본 내 외환마진거래 순매도액도 2012년에 비해 증가

< 부문별 엔화 자금 추이 >

(억 엔)

| 구분 | 일본 내 외환 마진거래 순매도액 | 일본 투자자들의 해외증권투자 | | | 일본 개인 투자자들의 외화예금 | 해외 엔화대출 | |
|------------|-------------------|-----------------|-----------|-----------|------------------|----------|----------|
| | | 순매수 | 매수 | 매도 | | | 단기 대출 |
| 2005년 | - | -235,673 | 1,757,252 | 1,521,577 | 498,701 | -96,647 | -92,119 |
| 2006년 | - | -96,891 | 1,580,051 | 1,483,161 | 399,326 | -72,174 | -66,001 |
| 2007년 | - | -129,297 | 2,037,832 | 1,908,534 | 400,299 | -165,705 | -155,056 |
| 2012년 1~5월 | 76,937 | -44,786 | 843,414 | 798,628 | 265,975 | -7,530 | 10,215 |
| 2013년 1~5월 | 104,741 | 120,439 | 970,031 | 1,090,468 | 285,975 | -64,800 | -49,507 |

자료 : 日本銀行, 財務省 자료를 바탕으로 현대경제연구원 재구성.
주 : 일본 투자자들의 해외 증권 순투자액과 해외 엔화대출의 경우, 마이너스는 순유출, 플러스는 순유입.

3. 엔 캐리트레이드의 확대 가능성 점검

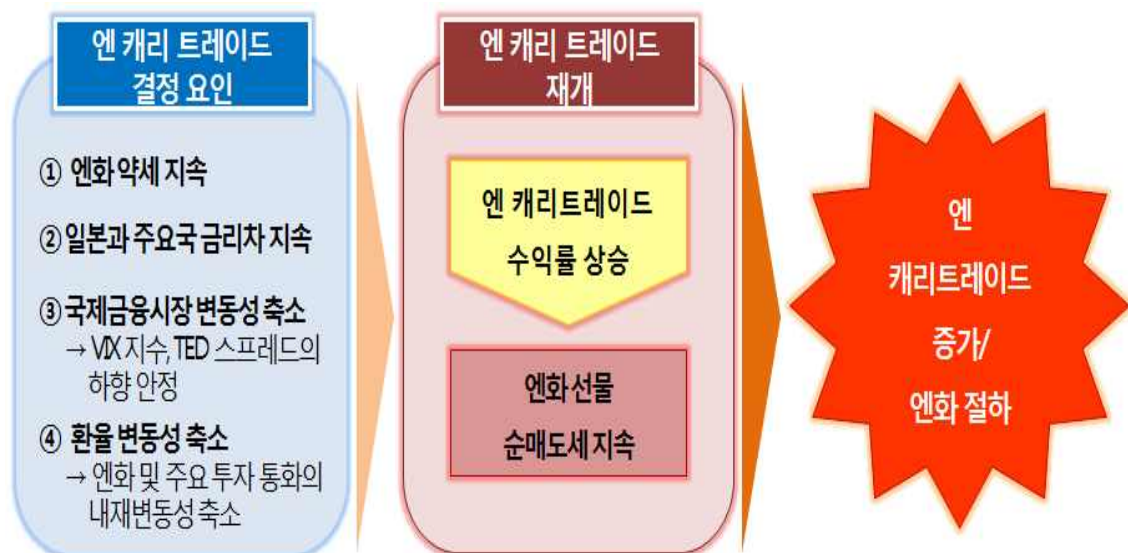
- (엔 캐리트레이드 결정 요인) 엔 캐리트레이드의 향방은 엔화 유동성 추이, 주요국과 일본과의 금리차, 국제금융시장의 변동성, 환율 변동성, 캐리트레이드 수익률, 국제통화시장(IMM : International Monetary Market)에서의 엔화 포지션 등에 의해 결정

< 엔 캐리트레이드 재개 요인 분석 지표 >

| 구분 | 분석 지표 | 엔 캐리트레이드 조건 |
|-----------------------------------|------------------------------------|---|
| 조달통화 추이 (Funding Currency) | - 엔/달러 추이 - 엔화의 실질실효환율 | - 엔화 약세가 지속적으로 환차익 측면에서 달러화와 유로화에 비해 유리 |
| 금리 격차 | - 주요국 정책금리 - 엔 달러, 유로 3개월 LIBOR | - 투자 통화와 조달통화 간 금리차는 캐리거래의 수익률을 결정하는 요인 |
| 국제금융 불확실성 | - VIX 지수 - TED 스프레드 | - 국제 금융시장의 불확실성 축소는 엔 캐리트레이드 재개 요인 |
| 환율 내재 변동성 (Implied Volatility) | - 환율 내재 변동성 (옵션 3개월 물) | - 조달통화인 엔화와 투자통화의 내재변동성이 축소되면 엔 캐리트레이드 재개 |
| 캐리트레이드 수익지표 | - 엔 캐리트레이드 수익성 지표 | - 엔 캐리수익률이 상승하면, 엔 캐리트레이드 재개 가속 |
| 통화선물포지션 (피생 캐리트레이드) | - 시카고 통화 선물시장의 엔화 포지션 | - 엔화 선물의 포지션이 순매도세이면 엔 캐리트레이드 재개 |

자료 : Stephanie Curcuru, Clara Vega, Jasper Hoek, *Measuring Carry Trade Activity*, Board of Governors of the Federal Reserve System, July, 2010. , BIS, *Evidence of Carry Trade Activity*, BIS Quarterly Review, Sep., 2007.

< 엔 캐리트레이드 재개 과정 >



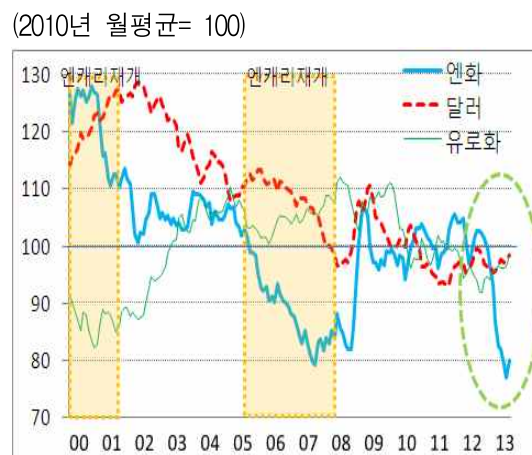
- (엔화 약세 지속 전망) 아베노믹스 등장 이후 엔화 가치 하락세가 지속, 엔화가 달러화와 유로화에 비해 환차익 측면에서 유리한 상황이며 향후에도 엔화는 당분간 약세가 지속될 전망
 - 엔화 가치는 달러 대비 하락세를 보이고 있는 반면 유로화의 가치는 횡보
 - 엔/달러 환율은 아베내각출범 당시인 2012년 12월 26일 84.93엔/달러에서 8월 2일 99.49엔/달러로 약 17.1% 상승
 - 유로/달러도 동기간 0.759유로/달러에서 0.757유로/달러로 약 0.2% 하락
 - 엔화의 실질실효환율지수가 급락한 반면, 달러화와 유로화는 소폭 상승
 - 엔화의 실질실효환율 지수는 아베노믹스가 등장한 2012년 12월 93.1p에서 2013년 6월 현재 79.9p로 하락
 - 동기간 달러화와 유로화는 각각 95.4p, 96.7p에서 98.4p, 98.4p로 소폭 상승
 - 향후에도 엔화 약세가 지속될 전망
 - 주요 투자은행들의 경우, 엔/달러 환율 전망치 평균은 2013년 연말 105.0엔, 2014년 6월 말 108.5엔으로 엔화의 추세적 약세가 당분간 지속될 것으로 예상⁵⁾

< 엔/달러, 유로/달러 추이 >



자료 : 한국은행.

< 엔화, 달러화, 유로화 실질실효환율 >



자료 : BIS.

주 : Broad Index 61개국 기준임.

5) 이상 Barclays Capital, Credit Suisse, JP Morgan, BNP Paribas, UBS, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Citi, Deutsche Bank, Bank of America, HSBC, Standard Chartered, Nomura, RBS 등 14개 투자은행들의 엔/달러 환율 전망치 평균임.

- (금리 차 지속) 일본의 정책금리와 미국과 유럽 및 주요 고금리 신흥국의 정책금리 간의 격차가 지속되는 가운데, 엔 리보 금리가 달러 리보 금리를 다시 하회하면서 엔화의 조달 통화로서의 역할이 증대되고 있음

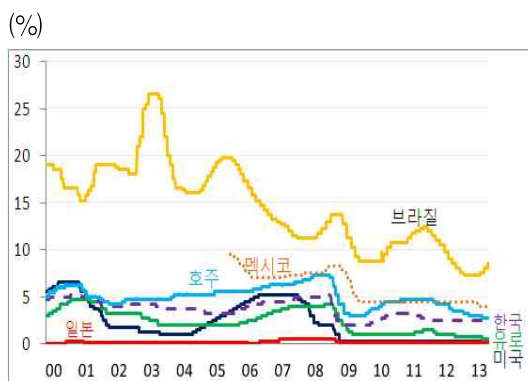
- 정책금리 차 지속

- 세계적인 저성장 및 저물가 기조가 자리를 잡으면서 금리 수준 자체가 전반적으로 하락하여 금리 격차는 줄어들었지만, 여전히 일본의 정책금리와 주요국의 정책금리 간의 격차 지속
- 2013년 7월 현재 일본의 정책금리는 0.1%로 미국 0.25%, 유로 0.5%보다 낮음
- 러시아, 인도네시아, 브라질 등 주요 개도국 정책 금리는 상대적으로 하락 폭이 낮아 일본과의 정책금리 간 격차는 2.4%p~ 8.4%p에 달함

- 엔 리보(Libor)가 달러 리보 하회

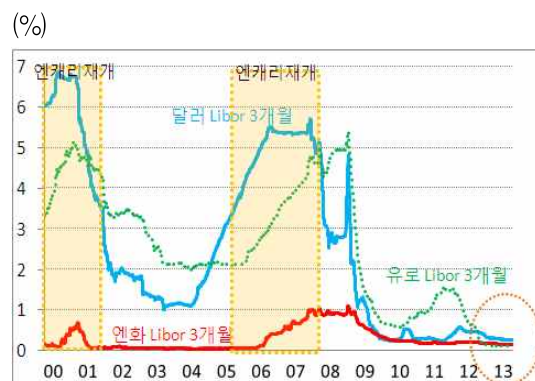
- 2009년 8월 이후 달러 리보가 엔 리보를 하회하는 현상이 나타났으나, 2010년 3월 4일 이후 다시 역전되면서 엔화가 조달통화 역할 확대
- 2013년 8월 1일 현재 엔화 3개월 리보는 0.156%로 달러화 0.266%에 비해 0.109%p 낮은 수준임
- 2012년 8월 21일 이후 유로화 리보가 엔화리보보다 낮은 수준에 형성되었으나, 유럽 내 정치적 및 경제적 불확실성 요인들이 상존해 조달통화로 자리 잡기는 곤란

< 주요국의 정책금리 격차 >



자료 : Bloomberg.

< 달러, 엔, 유로 Libor(3개월) 금리 >



자료 : Bloomberg.

- 2014년까지 일본 시장금리는 안정세를 보일 전망

- 일본 내 주요 전망기관들에 따르면 일본의 2013년과 2014년 무담보 콜 익일 물 금리는 0.095%, TIBOR는 0.25% 수준을 유지할 전망

- 10년물 기준 신규 국채 발행금리도 시장의 우려와는 달리 2013년 0.897%에서 2014년 1.057%로 0.16%p 상승에 그칠 전망

< 일본의 주요 금리 전망 >

| 구분 | 무담보 콜 익익물 금리 | TIBOR | 신규국채(10년물) 발행금리 |
|-------|--------------|-------|-----------------|
| 2013년 | 0.095% | 0.25% | 0.897% |
| 2014년 | 0.095% | 0.25% | 1.057% |

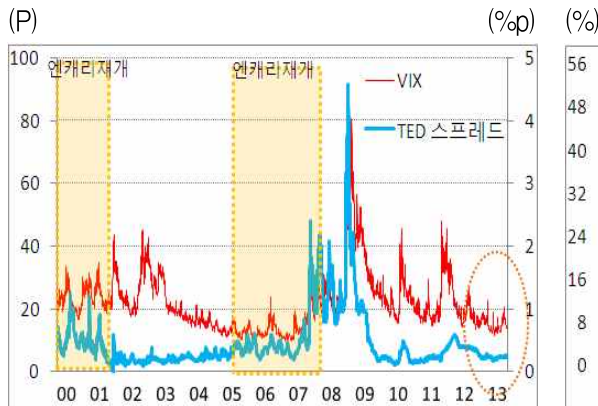
자료 : 日本總合研究所, '日本經濟展望', 2013年 6月 5日; 大和總研, 第177回日本經濟予測, 2013年 5月 21日; 農林中金總合研究所, '2013·14年度 改訂經濟見通し', 2013年 5月 20日; みずほ總合研究所, '2013·14年度 内外經濟見通し', 2013年 5月 17日; 三菱總合研究所, '2012-2014の内外經濟見通し', 2013年 5月 17日; 三菱UFJリサーチ&コンサルティング, '2013/2014年度 經濟見通し', 2013年 5月 20日.

- 주 1. 각 수치는 6개 기관 평균임.
- 2. TIBOR는 유로화 기준. 단, 三菱總合研究所, 日本總合研究所를 제외한 4개 기관 전망 평균.

- (국제금융시장 불확실성 축소) 국제금융시장의 변동성이 축소되고 있는 가운데 엔화 및 주요국 환율 변동성도 과거 엔 캐리트레이드 재개 시기 수준으로 축소
 - 국제금융시장 리스크 축소 : 글로벌 금융위기 이후 주요국의 적극적인 대응으로 국제금융시장의 불확실성이 축소되고 위험회피 심리도 완화
 - 투자불안 심리를 나타내는 VIX⁶⁾지수는 2008년 11월 20일 80.8p로 최고치를 기록 후 2013년 8월 1일 현재 12.9p로 하락
 - 채권 및 신용시장의 위험 지표인 TED 스프레드⁷⁾도 2008년 10월 10일 4.6%p로 최고치를 기록 후 2013년 8월 1일 현재 0.23%p로 하락
 - 환율 변동성 축소 : 2009년 이후 엔화를 포함한 주요국 환율의 내재변동성 (Implied Volatility)⁸⁾이 크게 축소
 - 옵션만기일까지의 환율 변동성에 대한 투자자들의 평균 예상치를 의미하는 내재변동성(Implied Volatility)은 2008년 금융위기 이전 수준으로 축소
 - 엔화의 내재변동성은 2008년 10월 27일 27.4%로 최고치를 기록 후 2013년 8월 2일 현재 12.3%로 하락
 - 주요 투자 통화인 호주 달러도 동기간 34.0%에서 12.3%로 하락

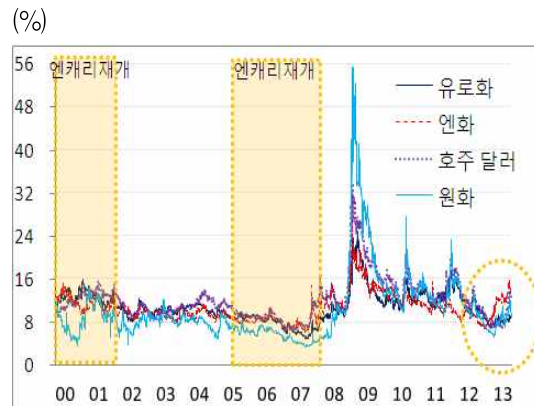
6) VIX(Volatility Index)는 변동성지수로, S&P 500지수 옵션과 관련해 향후 30일간의 변동성에 대한 투자기대 지수를 의미, VIX지수가 높다는 것은 투자자들의 불안심리가 커지는 것임.
 7) TED스프레드는 국제적인 단기자금 시장의 여건을 가늠하는 데 활용되어 신용경색 정도를 나타냄, 스프레드의 증가는 단기자금 조달 비용이 더 많이 들어간다는 것을 의미.
 8) 내재변동성(Implied Volatility)은 옵션잔존 만기일까지 환율의 미래변동성에 대한 투자자들의 평균 예상치를 의미.

< VIX와 TED 스프레드 추이 >



자료 : Bloomberg.
주 : TED 스프레드는 US Libor 3개월- US 국채 3개월 임.

< 주요 환율 내재 변동성 >



자료 : Bloomberg.
주 : 옵션 3개월 물이고, 기준통화 USD임.

- (엔 캐리트레이드 재개 가능성 고조) 엔화 약세, 글로벌 금융시장 리스크 축소 등 엔 캐리트레이드 여건이 조성되면서 엔 캐리트레이드 수익률이 상승하고, 엔화 선물 포지션이 순매도세로 전환
 - 엔 캐리트레이드 수익률 개선 : 엔화 현물의 환차익과 금리 수익률을 합을 나타내는 엔 캐리트레이드 수익 지표⁹⁾는 최근 상승세로 전환되면서, 엔 캐리트레이드 재개 가능성이 커지고 있음
 - 엔화를 조달하여 브라질 헤알화, 호주 달러화, 뉴질랜드 달러화 등에 투자한 수익률은 금융위기 이전보다 높은 수준으로 회복
 - 브라질 헤알화에 투자한 수익성 지표는 2008년 12월 4일 174.9로 최저치를 기록 후 2013년 8월 2일 현재 293.1로 상승
 - 엔화 선물 포지션 순매도세 전환 : 파생 캐리트레이드를 나타내는 통화선물시장의 포지션에서 엔화 매입이 2012년 10월 말 이후 급증하면서 순매도 포지션이 확대되는 등 엔화 캐리트레이드가 재개되고 있는 것으로 추정
 - 아베내각이 출범한 2012년 4/4분기 이후 시카고선물시장 엔선물거래 순매도가 본격화되면서, 2013년 2/4분기까지 누적 약 2.5조 엔의 순매도가 이루어짐

9) 캐리트레이드의 주요 선호 투자 대상은 호주 뉴질랜드 등 전통적인 고금리 국가의 자산과 브라질을 비롯한 이머징마켓의 고수익 자산임.

< 엔화 캐리트레이드 수익성 지표 >

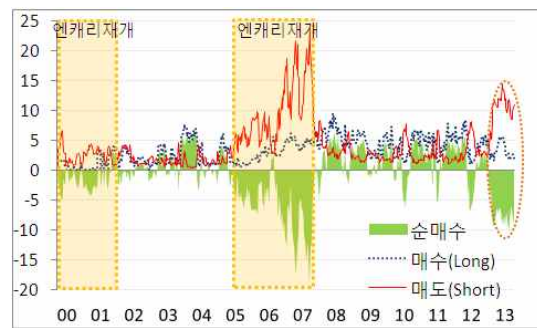
(1999.1.1.=100)



자료 : Bloomberg.
주 : 캐리수익률은 스왑 수익 + 금리 스프레드를 의미.

< 엔화 선물시장 순매수 포지션 >

(만 계약)



자료 : Bloomberg.
주 1. 미국 시카고상품거래소(Chicago Merchantile Exchange)의 비상업용(Non-Commercial) 투자자 기준임.
2. 순매수는 매수(long)-매도(short)임.

4. 한국 경제 미치는 영향

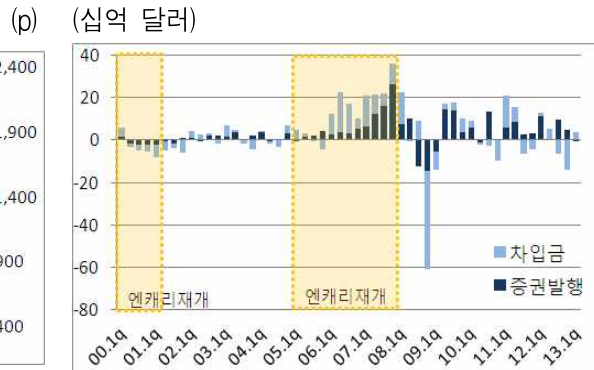
- (금융시장 급변동) 과거 엔 캐리트레이드 재개 과정(2005~2007년)에서는 원화 가치와 주가가 상승한 반면, 엔 캐리트레이드 청산 과정에서는 환율과 주식 시장의 변동성이 확대
 - 환율 급변동
 - 2005년 2월~2007년 10월 동안의 엔 캐리트레이드 과정에서 원/달러와 원/100엔 환율은 각각 약 10.5%, 17.4% 하락함
 - 반면, 엔 캐리트레이드가 청산되던 2007년 10월 31일~2008년 10월 24일의 약 12개월 간 원/달러와 원/100엔 환율은 각각 약 57.9%, 83.1%씩 급등
 - 주가 급등락 : 코스피지수도 엔 캐리트레이드 시기인 같은 23개월 동안 1,011.4p에서 2,064.9p로 약 2배 상승하였으나, 청산과정 12개월 동안 938.7p까지 하락
- (대외채무 급증에 따르는 부작용 발생 가능성 상존) 엔 캐리트레이드 재개 기간에 원고, 엔저 현상이 나타나면서 한국의 대외 채무 증가하였는데, 엔 캐리트레이드 청산과정에서는 반대 현상이 발생하면서 심각한 부작용이 발생할 우려도 상존
 - 원화강세는 원화환산 대외채무의 감소 효과와 환차익 기대 효과를 유발해 내국인의 외화 차입 확대와 외국인 자금 유입을 유도¹⁰⁾

< 환율과 주가 추이 >



자료 : 한국은행.

< 대외채무 증감액 추이 >



자료 : 한국은행.

주 : 장·단기 대외 채무 중 차입금과 증권 발행 금액의 전기대비 증감액 기준임.

- (무역수지 흑자 폭 축소) 엔화가치 하락에 따르는 원화가치의 상대적인 상승은 對日 수출 감소는 물론 무역수지 흑자폭을 축소시킬 것으로 우려
- 엔 캐리트레이드 재개 시 對日 수출 급감 우려 상존 : 2005년~2007년 엔 캐리트레이드 과정에서 한국의 총수출 증가율은 회복했으나, 對日 수출 증가율은 하락세
- 무역수지 흑자 폭 축소 : 엔/달러 환율이 2013년 연평균 100엔으로 상승 시 국내 총수출은 -2.6% 감소

< 한국 총수출 및 對日 수출 증가율 >



자료 : 무역협회; 주원 외, 「엔화 가치 급락과 한국경제에 미치는 영향」, 『한국경제주평』, 현대경제연구원, 2013. 5. 24.

1. 엔/달러 환율 괄호는 2012년 평균 79.8엔 대비 2013년 평균 100엔, 110엔, 120엔시 절하율.
2. 원/달러 환율은 1,100원으로 가정.
3. 무역수지 괄호는 2012년 무역수지(283억 달러) 대비 변동 폭.

< 엔/달러 환율 변동이 국내 총수출입에 미치는 영향 >

| 구분 | 수출 | 수입 | 무역수지 |
|--------------|---------------|---------------|-------------|
| 100엔 (20.2%) | 5,334 (-2.6%) | 5,066 (-2.5%) | 268 (-15억) |
| 110엔 (27.4%) | 5,202 (-5.1%) | 5,019 (-3.4%) | 183 (-100억) |
| 120엔 (33.5%) | 5,080 (-7.3) | 4,980 (-4.2%) | 100 (-182억) |

10) 2008년 4~5월에 터진 Kiko(Knock in Knock Out)사태가 대표적임. 엔 캐리트레이드가 확대되던 2005년 Kiko가 환헤지 상품으로 도입, 환율 급변동기에 외화채무 손실이 확대되면서 국내 금융시장에 큰 혼란을 야기. 금융감독원(2010년 10월 28일)은 Kiko 피해기업 수 총 738개사, 피해 규모 3조 2,247억 원으로 집계.

5. 시사점

- 엔 캐리트레이드 여건이 개선되고 있는 가운데 일본의 양적완화정책이 지속될 전망이고, 미국의 출구전략 마저 예상되고 있어 향후 엔 캐리트레이드 규모가 점진적으로 증가할 것으로 전망
 - 엔 캐리트레이드 여건 개선
 - 금리격차는 과거에 비해 축소되었으나 여전히 상당한 격차가 존재
 - 더욱이, 국제금융시장 변동성 축소, 엔화 약세 지속, 엔화 선물 순매도 포지션 증가 등 과거 엔 캐리트레이드 재개 시기보다 엔 캐리트레이드 여건이 개선
 - 엔 캐리트레이드 재개의 우호적인 정책 여건
 - 일본은 명목 2% 물가 상승률, 3% 경제성장률 달성을 위해 양적완화 기조를 당분간 유지할 것으로 예상되는 가운데 일본 개인 및 기관투자자들의 해외 투자 확대 가능성이 증대하고 있음
 - 미국의 출구전략이 가시화될 경우, 정책금리 및 리보(Libor) 차 확대, 달러화 강세로 엔 캐리트레이드가 확대될 가능성이 큼
- 첫째, 엔 캐리트레이드 확대는 환율 급변동 등 국내 금융시장 변동성 확대를 통해 부작용을 초래할 우려가 커, 이에 대한 사전적인 대응 전략마련이 필요
 - 대외채무 급증 방지를 위한 단기외채 및 금융기관 외화유동성 관리 강화
 - 엔화 차입, 총외채, 단기외채에 대한 모니터링을 강화하고, 금융기관의 외화 유동성 관리 강화 등 단계별 대응책 마련
 - 엔 캐리트레이드에 대한 모니터링을 강화하는 한편, 해외 자금 유출입의 급격한 쏠림현상을 완화할 수 있도록 정책적 노력 필요
 - 환위험에 노출된 개인이나 중소기업의 기업들이 효과적으로 환위험을 회피할 수 있는 여건을 마련
 - 환위험 관리가 어려운 중소기업들이 다양한 방식을 통해 이러한 위험을 관리할 수 있는 장기적인 전략이 필요
 - 과거의 키코사태를 반면교사로 삼아 파생상품 거래에 대해서 정보비대칭 문제를 해소하고 고객을 보호할 수 있는 시자 친화적인 감독과 규제가 필요
 - 엔화 차입이 과도하게 이루어질 경우 엔 캐리트레이드 청산 시 엔화 대출기업들의 환차손 발생 가능성에 대비해야 함

- 둘째, 실물경기 회복력 강화를 통해 엔 캐리트레이드 급변 시 발생할 수 있는 금융 리스크가 실물경제에 전이될 리스크를 최소화해야 함
 - 국내 소비 진작과 투자 환경 개선 등 내수 확대 노력 강화
 - 서비스 산업 활성화 대책 마련, 자영업 경쟁력 제고, 소비자 보호제도의 강화, 상거래 제도의 투명성 확보 등을 통해 내수 시장 육성
 - 가계의 연체 채권 채무조정, 고금리 대출의 저금리 전환 등 국민행복기금의 활용도 제고, 주택담보대출 형태의 다양화 등을 통해 가계부채 연착륙을 유도, 개인 소비 기반을 강화
 - 투자 관련 규제 개선 가속, 창조경제 관련 산업육성 로드맵 구축 및 조기 시행, 유턴기업 지원 강화, 비즈니스 마인드 개선 등 기업의 투자 환경을 개선
 - 경제시스템의 선진화 촉진
 - 법치주의 원리 확립, 통합의 정치리더십, 갈등 조정 시스템 구축 등을 통해 경제시스템의 선진화를 촉진
- 셋째, 엔 캐리트레이드 재개 시 상대적 원화 강세로 인한 수출경쟁력 약화가 예상됨에 따라 국내 수출기업의 대외 경쟁력의 지속적인 제고 노력이 필요
 - 해외시장 개척, 새로운 기술 확보, 기업 내 효율적 조직운영 등 수출기업들의 대외경쟁력 강화 전략을 통해 경상수지 흑자의 안정적 유지
 - 엔화 약세를 배경으로 일본 수출 산업 경쟁력이 회복되면서, 상대적으로 주요 수출 시장 내 국내 수출 산업의 경쟁력 약화가 예상되기 때문에 자생적 경쟁 우위 확보가 필요
- 마지막으로, 일본 양적완화의 성패 여부, 미국의 양적완화 종료 등 불확실한 글로벌 경제 환경에 대응이 필요
 - 아베노믹스 실패로 인한 일본 재정위기, 미국의 조기 출구전략 등 불확실한 글로벌 경제 및 금융 환경에 대응하기 위한 지속적인 모니터링과 국제협력 강화가 필요하며, 항시적인 외화유동성 점검 체제 구축 및 확보 전략 강화 필요

정 민 선임연구원 (02-2072-6220, chungm@hri.co.kr)
 이부형 수석연구위원 (02-2072-6306, leebuh@hri.co.kr)

< 참고 > 엔 캐리트레이드의 향방에 미치는 요인¹¹⁾¹²⁾ >

| 구 분 | 분석 원인 |
|--------------------------------|--|
| 금리 격차 | <ul style="list-style-type: none"> - 자금이 고금리 통화자산으로 이동하는 캐리거래가 증대될 수 있는 환경을 조성 <ul style="list-style-type: none"> → 투자 통화와 조달통화 간 금리차는 캐리거래의 수익률을 결정하는 요인이기 때문에 금치차의 변화에 따라 캐리거래의 수행 여부가 결정 → 일본의 정책금리와 주요 고금리 국가(호주) 및 신흥국(브라질, 인도네시아, 러시아 등)의 정책금리간의 격차가 발생하면 엔 캐리트레이드 재개 환경이 조성 → 엔화 리보금리가 달러 리보금리를 하회할 경우 엔화가 조달통화로써 역할이 확대 |
| 국제금융 불확실성 | <ul style="list-style-type: none"> - 국제 금융시장의 불확실성과 안전자산 선호 현상의 축소는 엔 캐리트레이드 재개 주요 원인임 <ul style="list-style-type: none"> → 투자 불안 심리를 나타내는 VIX 지수와 채권 및 신용시장의 위험 지표 TED 스프레드가 낮아질 수록 엔 캐리트레이드 재개 요인을 작용 |
| 환율 내재 변동성 (Implied Volatility) | <ul style="list-style-type: none"> - 환율변동에 따른 위험은 금리 차에 따른 수익요인보다 캐리트레이드 결정에 더 중요하게 작용한다는 점에서 캐리트레이드 움직임과 밀접한 관련이 있음 <ul style="list-style-type: none"> ※내재변동성이란 옵션잔존 만기일까지 환율의 미래변동성에 대한 투자자들의 평균 예상치를 의미 《환율선물 3개월 물 / USD달러 대비 기준임》 → 조달통화인 엔화와 투자통화인 고금리 국가 및 신흥국의 통화의 내재 변동성이 축소되면 엔 캐리트레이드 재개 |
| 조달통화 추이 (Funding Currency) | <ul style="list-style-type: none"> - 캐리 트레이드에서 조달통화(캐리거래 수행을 위해 차입하는 저금리 통화)를 매도하기 때문에 약세로 전환되는 것이 일반적이며, 조달통화의 약세는 환차익측면에서 유리한 상황임 <ul style="list-style-type: none"> → 아베노믹스 이후 엔화 약세가 지속되고 있어 환차익측면에서 유리, 따라서 엔 캐리트레이드 재개 요인으로 작용 |
| 캐리트레이드 수익지표 | <ul style="list-style-type: none"> - 캐리트레이드 수익은 저금리 통화를 매도하고 고금리 통화를 매수하여 환차익을 얻고, 금리 스프레드를 이용하여 금리스프레드 수익을 얻을 수 있음 <ul style="list-style-type: none"> ※ 캐리트레이드 수익지표 = 스왑 수익+금리스프레드 = 매수통화 총 수익 - 매도통화 총 수익 금리 스프레드 = 매수(Long) 포지션 금리 - 매도(Short) 포지션 금리 → 엔 캐리수익률이 상승하면, 엔 캐리트레이드 재개 가속 |
| 통화선물 포지션 (파생 캐리트레이드) | <ul style="list-style-type: none"> - 통화선물을 이용한 캐리거래에서 투자자들은 고금리 통화에 대해서는 매수(Long)포지션을 취하고 저금리 통화에 대해서는 매도(Short)포지션을 취함 - 캐리거래 투자자들이 고금리 통화에 대해 매수포지션을 취하는 이유는 고금리 통화로의 자본유입으로 인해 고금리 통화의 평가절상을 기대하는 반면, 저금리 통화에 대해 매도포지션을 취하는 것은 저금리 통화의 차입에 따른 자본유출로 인해 저금리 통화의 평가 절하를 예상하기 때문임 → 엔화 선물의 포지션이 순매도세이면 엔 캐리트레이드 재개 |

11) Stephanie Curcuru, Clara Vega, Jasper Hoek, *Measuring Carry Trade Activity*, Board of Governors of the Federal Reserve System, July, 2010.

12) BIS, *Evidence of Carry Trade Activity*, BIS Quarterly Review, Sep., 2007

< 참고 문헌 >

- 국제금융센터, '주요 투자은행 환율전망', 2013년 7월 22일.
- 이부형·정민, 「아베노믹스가 국내경제에 미치는 영향과 시사점-환율, 경상수지, 산업 경쟁력 모두 문제다!」, 『경제주평』, 현대경제연구원, 2013년 2월 1일.
- 임희정·김천구·주원·이부형, 「엔화 가치 급락과 한국경제에 미치는 영향」, 『경제주평』, 현대경제연구원, 2013년 5월 24일.
- BIS, 'Evidence of Carry Trade Activity,' *BIS Quarterly Review*, Sep., 2007.
- Deutsche Bank, The Unwinding of Yen Carry Trades, Oct., 2008.
- Joseph E. Gagnon, Alain P. Chaboud, 'What Can the Data Tell Us about Carry Trade in Japanese Yen?,' **International Finance Discussion Paper No 899**, Board of Governors of Federal Reserve System, July 2007.
- Markus K. Brunnermeier, Stefan Nagel, Lasse H. Pedersen, 'Carry Trade and Currency Crashes,' *NBER Macroeconomics Annual 2008*, Vol 23, NBER, April 2009.
- Stephanie Curcuru, Clara Vega, Jasper Hoek, 'Measuring Carry Trade Activity,' Board of Governors of the Federal Reserve System, July 2010.
- 국제금융센터, '최근의 자금흐름에 관한 연구보고서', 2007년 3월.
- 대외경제연구원, '177회 일본경제전망', 2013년 5월 21일.
- 일본은행, '량의·질의 금융緩和의導入について', 2013년 4월 4일.
- 일본경제연구소, '일본경제전망', 2013년 6월 5일.
- 일본 내각府, '일본경제再生に向けた緊急經濟対策', 2013년 1월 11일.
- 農林中金総合研究所, '2013・14年度 改訂經濟見通し', 2013년 5월 20일.
- みずほ総合研究所, '2013・14年度 内外經濟見通し', 2013년 5월 17일.
- 三菱総合研究所, '2012-2014の内外經濟見通し', 2013년 5월 17일.
- 三菱UFJリサーチ&コンサルティング, '2013/2014年度 經濟見通し', 2013년 5월 20일.

주요 국내외 경제지표

□ 주요국 성장률 추이

| 구분 | 2011년 | 2012년 | | | | | 2013년 | | |
|-------|-------|-------|------|------|------|------|-------|------|-----|
| | | 연간 | 1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 연간(E) | 1/4 | 2/4 |
| 미국 | 1.8 | 2.8 | 3.7 | 1.2 | 2.8 | 0.1 | 1.7 | 1.1 | 1.7 |
| 유로 지역 | 1.4 | -0.6 | -0.1 | -0.2 | -0.1 | -0.6 | -0.6 | -0.3 | - |
| 일본 | -0.6 | 1.9 | 4.8 | -0.6 | -3.6 | 1.2 | 2.0 | 4.1 | - |
| 중국 | 9.3 | 7.8 | 8.1 | 7.6 | 7.4 | 7.9 | 7.8 | 7.7 | 7.5 |

주 1) 2013년 연간 전망치는 IMF 2013년 7월 기준이고, 한국은 현대경제연구원 전망치임
 2) 미국, 일본은 전기대비 연율, EU는 전기대비, 중국은 전년동기대비 기준임.

□ 국제 금융 지표

| 구분 | 2011년말 | 2012년 | | 2013년 | | | |
|----|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| | | 6월말 | 12월말 | 7월 26일 | 8월 1일 | 전주비 | |
| 해외 | 미국 10년물 국채 금리(%) | 1.88 | 1.65 | 1.70 | 2.57 | 2.71 | 0.14%p |
| | 엔/달러 | 77.66 | 79.37 | 85.86 | 99.25 | 97.84 | -1.41¥ |
| | 달러/유로 | 1.2955 | 1.2437 | 1.3222 | 1.3280 | 1.3298 | 0.0018\$ |
| | 다우존스지수(p) | 12,218 | 12,880 | 12,938 | 15,559 | 15,628 | 69p |
| | 닛케이지수(p) | 8,455 | 9,007 | 10,395 | 14,130 | 14,006 | -124p |
| 국내 | 국고채 3년물 금리(%) | 3.34 | 3.30 | 2.82 | 2.94 | 2.92 | -0.02%p |
| | 원/달러(원) | 1,151.8 | 1,145.4 | 1,070.6 | 1,111.1 | 1,123.5 | 12.4원 |
| | 코스피지수(p) | 1,825.7 | 1,854.0 | 1,997.1 | 1,910.8 | 1,920.7 | 9.9p |

□ 해외 원자재 가격 지표

| 구분 | 2011년말 | 2012년 | | 2013년 | | | |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 6월말 | 12월말 | 7월 26일 | 8월 1일 | 전주비 | |
| 국제 유가 | WTI | 99.22 | 84.86 | 90.89 | 104.69 | 107.85 | 3.16\$ |
| | Dubai | 104.89 | 92.89 | 107.99 | 104.52 | 104.89 | 0.37\$ |
| CRB선물지수 | 305.30 | 284.19 | 294.78 | 284.46 | 285.08 | 0.62p | |

1) CRB지수는 CRB(Commodity Research Bureau)사가 곡물, 원유, 산업용원자재, 귀금속 등의 주요 21개 주요 상품선물 가격에 동일한 가중치를 적용하여 산출하는 지수로 원자재 가격의 국제기준으로 간주됨.

□ 국내 주요 경제지표 추이

| 구 분 | | 2011 | | | 2012 | | | 2013(E) |
|-----------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| | | 상반기 | 하반기 | 연간 | 상반기 | 하반기 | 연간 | |
| 국민계정 | 경제성장률 (%) | 3.9 | 3.5 | 3.7 | 2.6 | 1.5 | 2.0 | 2.6 |
| | 민간소비 (%) | 3.1 | 1.7 | 2.4 | 1.2 | 2.2 | 1.7 | 2.1 |
| | 건설투자 (%) | -7.0 | -2.6 | -4.7 | -1.9 | -2.4 | -2.2 | 2.5 |
| | 설비투자 (%) | 9.0 | -1.3 | 3.6 | 2.3 | -6.1 | -1.9 | 1.0 |
| 대외거래 | 경상수지 (억 달러) | 81 | 184 | 265 | 137 | 294 | 431 | 395 |
| | 무역수지 (억 달러) | 153 | 155 | 308 | 109 | 174 | 283 | 270 |
| | 수출 (억 달러) | 2,736 | 2,816 | 5,552 | 2,750 | 2,729 | 5,479 | 5,589 |
| | (증가율, %) | 23.6 | 14.9 | 19.0 | 0.5 | -3.1 | -1.3 | 2.0 |
| | 수입 (억 달러) | 2,582 | 2,662 | 5,244 | 2,641 | 2,555 | 5,196 | 5,319 |
| | (증가율, %) | 26.7 | 20.2 | 23.3 | 2.3 | -4.0 | -0.9 | 2.4 |
| 소비자물가 (평균, %) | | 3.9 | 4.1 | 4.0 | 2.7 | 1.6 | 2.2 | 1.6 |
| 실업률 (평균, %) | | 3.8 | 3.0 | 3.4 | 3.5 | 2.9 | 3.2 | 3.3 |
| 원/달러 환율 (평균, 원) | | 1,102 | 1,114 | 1,108 | 1,142 | 1,112 | 1,127 | 1,105 |

주 : E(Expectation)는 전망치