

엔캐리 청산 위험의 귀환: 구조적 엔저와 원화의 재평가

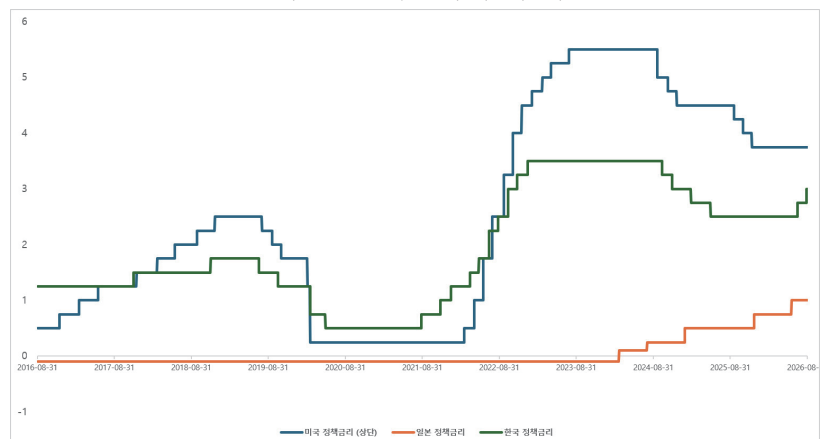
엔캐리 트레이드는
생각보다 쉽게
사라지지 않는다

캐리 트레이드는 낮은 금리의 통화를 빌려 상대적으로 높은 수익률을 제공하는 해외자산에 투자하는 전략이다. 일본은 오랜 기간 초저금리 정책을 유지했고, 그 결과 엔화는 글로벌 금융시장에서 대표적인 조달통화로 자리 잡았다. 따라서 일본은행이 금리를 올리면 엔캐리 거래의 매력이 줄어드는 것은 당연하다. 엔화를 차입하는 비용이 올라가고 다른 국가와의 금리차가 축소되기 때문이다. 하지만 이를 기존 포지션의 대규모 청산과 동일한 의미로 받아들이기 필요는 없다.

캐리 트레이드를 이해할 때 중요한 것은 단기적인 금리 변화와 구조적인 금리 차이를 구분하는 것이다. 최근 국제금융 연구가 보여주는 중요한 결과 가운데 하나는 캐리 수익의 상당 부분이 특정 통화의 금리가 일시적으로 높아졌다가 낮아지는 데서 나오기보다, 어떤 통화가 오랜 기간 상대적인 고금리를 유지하고 어떤 통화가 상대적인 저금리를 유지하는 데서 발생한다는 점이다.

일본은 이러한 의미에서 매우 전형적인 저금리 국가다. 현재 일본 정책금리는 약 1.0%까지 높아졌지만 미국의 3.5~3.75%보다 여전히 상당히 낮다. 일본은행이 추가적인 금리 정상화를 진행하더라도 주요국과의 금리차가 상당 기간 유지된다면 엔화를 조달통화로 활용하려는 유인 역시 쉽게 사라지지 않을 것이다.

한·미·일 정책금리 추이 비교



따라서 일본은행의 금리 인상과 엔캐리 청산 사이에는 한 단계 이상의 과정이 존재한다. 일본의 금리가 오르는 것만으로는 충분하지 않고, 미·일 금리차가 빠르게 줄어드는 동시에 엔화의 절상 기대가 강해지고 글로벌 금융시장의 위험회피가 확대돼야 대규모 포지션 청산 가능성이 높아진다.

엔캐리 청산을 결정하는 환율과 변동성

엔화의 구조적인 저금리가 유지된다고 해서 엔캐리 청산 위험이 사라지는 것은 아니다. 장기간의 저금리 환경에서 레버리지 포지션이 크게 누적된 경우에는 예상 밖의 엔화 절상과 변동성 상승이 큰 폭의 포지션 조정을 유발할 수 있다. 엔화를 빌려 해외자산에 투자하는 전략은 몇 퍼센트의 금리차를 장기간 누적하는 방식이기 때문이다. 엔화가 단기간에 그 이상 절상하면 금리에서 얻은 수익은 빠르게 사라진다. 여기에 금융시장 변동성이 동시에 높아지면 투자자들은 손실을 줄이기 위해 레버리지를 축소하고 위험자산을 매각하게 된다. 기존에 빌렸던 엔화를 갚기 위해서는 다시 엔화를 사야 하기 때문에 엔화는 더욱 강해진다. 엔화 절상이 추가적인 캐리 손실을 만들고, 손실 확대가 다시 포지션 청산을 유도하는 자기강화적 과정이 나타날 수 있다.

실제로 여러 학술 연구에서도 고금리 통화는 글로벌 외환시장 변동성이 크게 높아지는 시기에 상대적으로 큰 손실을 기록하는 반면, 엔화와 같은 저금리 통화는 상대적으로 강해지는 경향이 확인된다. 평상시에 높은 캐리 수익을 얻는 대가로 금융시장이 가장 불안한 시기에 큰 손실을 부담하는 셈이다. 장기적으로 쌓인 캐리 포지션이 크면 클수록 변동성이 큰 시기의 손실도 커지는 구조다.

엔캐리 트레이드의 지속과 청산 조건

구분	엔캐리 지속 국면	엔캐리 청산 국면
금리	일본의 구조적 저금리 지속	미·일 금리차 빠른 축소
환율	엔화 약세 또는 안정	엔화의 빠른 절상
금융시장	낮은 변동성, 위험선호	변동성 급등, 위험회피
투자자 행동	엔화 차입, 해외자산 투자	레버리지 축소, 엔화 매입
글로벌 영향	위험자산과 유동성 지지	자산가격 조정, 자본흐름 역전

현재로서는 일본은행의 긴축에도 일본의 구조적 저금리가 상당 기간 유지되는 경우가 보다 자연스러운 기본 시나리오다. 다만 일본은행의 예상보다 강한 긴축과 글로벌 위험자산 조정이 겹칠 경우 엔화 강세와 캐리 포지션 청산이 빠르게 진행될 가능성은 여전히 존재한다.

850원대 엔화에 몰리는 국내 자금

최근 국내 금융시장에서 나타나는 엔화예금의 급증은 현재의 엔저가 단순히 국제 외환시장의 현상에 그치지 않고 국내 투자자의 포트폴리오 선택까지 바꾸고 있음을 보여준다. 8월 말 기준 4대 은행의 엔화예금 잔액은 1조3,164억엔으로 7월 말 9,897억엔보다 불과 한 달 사이 33% 증가했다. 증가분 3,267억엔을 현재 환율로 환산하면 약 2조 8천억 원에 달한다.

이러한 자금 이동의 직접적인 배경은 최근 원·엔 환율의 급락이다. 아래 그림에서 볼 수 있듯이, 원화와 엔화는 지난 2년간 대체로 비슷한 방향으로 움직였으나 8월 말 원·엔 환율은 100엔당 850~860원대까지 낮아졌다. 엔화 자체가 달러 대비 약세를 이어간 반면, 최근 원화가 빠르게 강해지면서 한국 투자자 입장에서 엔화 가격이 더욱 낮아졌다. 여행을 위한 환전 수요도 있지만 향후 일본은행의 추가 금리 인상이나 엔화 반등을 기대한 저가 매수 자금도 상당 부분 포함돼 있는 것으로 보인다.

원화와 엔화의 대미환율 비교



이러한 엔화예금 증가는 엔캐리 트레이드와는 구분할 필요가 있다. 엔캐리는 낮은 금리의 엔화를 차입해 다른 고수익 자산에 투자하는 전략인 반면, 최근 국내 투자자는 오히려 원화를 이용해 엔화를 직접 매입하고 있다. 즉 글로벌 투자자가 엔화를 조달통화로 사용하는 동안 한국의 일부 투자자는 엔화가 지나치게 저평가됐다고 판단해 반대 방향의 포지션을 쌓고 있는 셈이다.

이 현상은 현재 시장의 미묘한 균형을 잘 보여준다. 일본과 미국의 금리차가 여전히 커 엔캐리를 지속할 유인은 남아 있지만, 동시에 엔화 가격이 충분히 낮아졌다는 판단과 일본은행의 추가 긴축 기대도 커지고 있다. 일본은행이 9월 금리를 1.25%로 추가 인상할 것이라는 전망도 시장에서 제기되고 있다. 그러나 앞서 살펴본 것처럼 0.25%포인트의 추가 인상만으로 엔화의 구조적인 저금리 지위가 사라지는 것은 아니다. 엔화 반등의 가능성과 엔캐리의 구조적인 지속 가능성이 동시에 존재할 수 있다는 의미다.

한국 입장에서 이 이러한 움직임은 중요하다. 국내 투자자가 엔화를 저가에 매입하는 흐름은 원·엔 환율이 과거보다 크게 낮아졌다는 사실에 대한 시장의 반응이다. 따라서 850원대 원·엔 환율과 사상 최대 수준의 엔화예금은 엔화 반등이 임박했다는 확정적인 신호라기보다, 엔화의 구조적 약세를 뒷받침하는 금리 여건과 이를 지나친 약세로 판단하는 투자자의 기대가 동시에 강해지고 있음을 보여주는 사례로 보는 것이 적절하다.

변화하는 국제금융시장에서 한국의 위치

엔화와 대비해 보면 최근 한국의 변화도 흥미롭다. 한국은행이 8월 기준금리를 3.0%까지 올렸음에도 현재 금리는 미국보다 낮다. 과거 한국과 같은 신흥국이 일반적으로 미국보다 높은 금리를 제공하면서 해외자본을 유치했다는 점을 고려하면 이례적인 모습이다.

그렇다고 원화를 새로운 글로벌 조달통화라고 부르는 것은 아직 적절하지 않다. 무엇보다 지속 기간에서 차이가 크다. 일본의 상대적인 저금리는 수십 년 동안 지속된 구조적인 현상이다. 반면 한국 금리가 미국보다 낮은 것은 훨씬 최근의 일이다. 한국은행의 추가 금리 인상이나 미국의 금리 인하에 따라 현재의 금리 역전 현상은 사라질 수도 있다.

글로벌 금융불안기에 통화가 움직이는 방식도 다르다. 엔화는 위험회피가 커질 때 상대적으로 강해지는 경우가 많지만 원화는 외국인 자금 유출과 달러 수요 증가로 약세를 보이는 경우가 여전히 많다. 국제 거래와 금융시장에서의 활용도에서도 엔화와 원화 사이에는 큰 차이가 있다. 따라서 현재 원화를 ‘조달통화’로 규정하기 보다, 한국이 과거의 전형적인 고금리·자본유입형 신흥국에서 다른 형태의 경제로 이동하고 있는지를 살펴보는 것이 더 적절하다.

이러한 변화를 보여주는 한 가지 지표가 해외투자다. 2025년 한국 거주자의 해외증권투자는 1,403억 달러로 2024년 670억 달러보다 두 배 이상 증가했다. GDP 대비로도 7.5%에 달했다. 다만 이 수치를 구조적 변화의 확정적인 증거로 받아들여서는 안 된다. 2025년에는 미국 주식시장의 높은 수익률과 AI·빅테크 투자 열풍에 따른 일시적인 쏠림이 있었을 가능성이 크다. 실제로 2025년의 투자 규모는 최근의 평균적인 흐름보다도 매우 높다.

따라서 지금 단계에서는 두 가지 가능성을 함께 열어둘 필요가 있다. 최근의 해외증권투자 급증 가운데 일부는 미국 주식시장 호황에 따른 일시적인 현상일 수 있다. 동시에 고령화와 낮아진 국내 성장률, 해외자산 축적이 맞물리면서 한국의 해외투자 확대가 보다 장기적인 흐름으로 자리 잡고 있을 가능성도 있다. 앞으로 몇 년간의 흐름이 어느 쪽이 맞는지를 판단하는 중요한 기준이 될 것이다.

한국 기업 대응방안: 하나의 전망에서 복수의 환율 시나리오로

한국 기업의 외환 리스크 관리도 하나의 환율 전망에 의존하는 방식에서 벗어날 필요가 있다.

첫 번째는 일본의 구조적 저금리가 지속되는 가운데 달러가 다시 강세를 보이고, 원화와 엔화가 달러 대비 동반 약세로 돌아서는 경우다. 엔캐리 거래와 엔저가 상당 기간 이어질 수 있으며, 원화 약세는 국내 수입물가를 다시 자극할 수 있다. 두 번째는 글로벌 금융시장 변동성이 급등하면서 엔캐리가 빠르게 청산되는 경우다. 미국 경기 충격이나 연준의 빠른 금리 인하, 일본은행의 예상보다 강한 긴축이 겹치면 엔화가 급격하게 강해지고 위험자산 가격이 하락할 수 있다. 한국의 대외건전성이 과거보다 크게 개선됐다고 해도 원화가 엔화와 같은 안전통화가 된 것은 아니다. 이 경우 원화 약세뿐만 아니라 외국인 자금유출, 국내 주가 조정, 외화조달 비용 상승이 동시에 나타날 가능성이 있다.

세 번째는 한국의 대외 펀더멘털 개선과 글로벌 달러 약세가 맞물리면서 원화가 계속 절상되는 경우다. 최근 몇 년 동안 기업의 외환관리가 주로 원화 약세 위험에 초점을 맞췄다면 이제는 예상보다 강한 원화에서도 수익성을 유지할 수 있는지 점검해야 한다. 특히 엔화가 여전히 약한 가운데 원화만 빠르게 강해지는 조합은 일본 기업과 경쟁하는 한국 기업에 가장 불리한 환율 환경이 될 수 있다.

따라서 기업의 환헤지 목적 역시 환율을 맞추는 것이어서는 안 되며, 현금흐름을 안정화하는 것이 핵심이다. 기업은 통화별 매출과 비용을 일치시키는 자연헤지를 우선 확대하고, 엔화와 원화가 서로 다른 방향으로 움직이는 경우까지 반영해 결제통화와 선물환 만기를 분산할 필요가 있다. 특히 일본 기업과 경쟁하는 수출업체는 원·달러 환율뿐 아니라 원·엔 실효환율과 한·일 제품 가격 격차를 별도의 리스크 지표로 관리해야 한다.

정책적 시사점: 환율 수준보다 자본흐름의 구조

정책당국 역시 특정한 원·달러 환율 수준보다 그 환율을 만들어내는 자본흐름의 구조에 주목할 필요가 있다.

최근 원화가 빠르게 절상됐다고 해서 모든 절상을 비정상적인 시장 움직임으로 볼 필요는 없다. 대규모 경상수지 흑자와 개선된 대외대차대조표가 원화 강세의 방향을 일정 부분 뒷받침하기 때문이다. 반대로 경상수지 흑자가 사상 최대라는 이유만으로 원화가 앞으로도 계속 강해질 것이라고 예상해서도 안 된다. 한국의 해외자산 투자가 커지면서 경상수지와 금융계정을 함께 보지 않고서는 외환시장 수급을 제대로 이해하기 어려워졌다.

2025년 해외증권투자가 1,403억 달러까지 급증한 것도 그 자체로 구조 전환의 확정적인 증거라기보다 이러한 변화의 가능성을 보여주는 중요한 관찰치로 이해할 필요가 있다. 향후 몇 년 동안 해외투자가 팬데믹 이전보다 높은 수준에서 지속되는지가 보다 중요한 판단 기준이다. 또한 현재 한국의 상대적인 저금리를 구조적인 현상으로 전제해서도 안 된다. 한국은행이 추가적으로 금리를 올리거나 미국이 금리를 낮추면 한·미 금리차는 빠르게 좁혀질 수 있다.

바로 이 점에서 일본과 한국의 차이가 분명하다. 일본에서는 어느 정도의 추가 긴축 이후에도 구조적인 저금리가 남을 가능성이 높다. 반면 한국의 상대적인 저금리는 아직 경제와 통화정책 환경에 따라 변화할 수 있는 상태에 가깝다. 따라서 글로벌 금융환경의 전환기에 중요한 것은 오늘 나타난 움직임을 곧바로 새로운 구조라고 선언하는 것이 아니다. 어떤 변화가 일시적인 쏠림인지, 어떤 변화가 장기간 지속될 구조적인 흐름인지를 구분하는 것이 환율과 자본흐름을 읽는 가장 중요한 출발점이다. **FKI**

저자: 최상엽(연세대 경제학부 교수)

**이 글은 저자 개인의 의견이며, 한국경제연구원의 공식 견해가 아닙니다.*