

업무참고자료
2009-5

최근의 글로벌 캐리트레이드에 대한 분석과 시사점

2009. 10

한국은행 국제국

최근의 글로벌 캐리트레이드에 대한 분석과 시사점

2009. 10

본 책자에 수록된 두 편의 보고서는 한국은행 국제국 국제연구팀 직원들이 2009년 5월과 10월에 각각 작성한 것으로서 한국은행의 공식견해를 나타내는 것은 아닙니다. 본 보고서의 내용을 보도하거나 인용할 경우에는 집필자명을 반드시 명시하여 주시기 바랍니다. (문의처 ☎ 02-759-5970, 5962, 5966)

국제국 국제연구팀

목 차

■ 제 1 편

글로벌 캐리트레이드의 재개 움직임과 시사점
(2009.5월) □차장 이승호, 조사역 안희주

- I. 캐리트레이드의 의의 및 특징 1
- II. 최근의 글로벌 캐리트레이드 동향 3
- III. 캐리트레이드 재개 움직임의 주요 원인 8
- IV. 시사점 12

■ 제 2 편

달러화 및 엔화의 글로벌 캐리트레이드 비교 분석과 시사점
(2009.10월) □과장 조석방, 조사역 김동우·박영진

- I. 검토배경 17
- II. 캐리트레이드의 의의 18
- III. 최근 달러화 및 엔화의 캐리트레이드 여건과 동향 19
- IV. 과거 엔 캐리트레이드와의 비교 분석 28
- V. 시사점 33

■ 제 1 편

글로벌 캐리트레이드의 재개 움직임과 시사점

I. 캐리트레이드의 의의 및 특징	1
II. 최근의 글로벌 캐리트레이드 동향	3
1. 투자수익률 개선	3
2. 선물포지션 및 자금흐름 변동	5
3. 고금리통화의 강세 전환	7
III. 캐리트레이드 재개 움직임의 주요 원인	8
1. 위험자산 회피심리 완화	8
2. 금리격차 확대	10
3. 환율변동성 축소	11
IV. 시사점	12

I 캐리트레이드의 의의 및 특징

□ 국제금융시장에서의 캐리트레이드(Carry Trade)란 통상 저금리 통화(funding currency)를 차입 또는 매도하여 고금리통화(target currency) 자산에 투자함으로써 수익을 추구하는 거래를 말함*

* 저금리통화는 전통적으로 일본 엔화 및 스위스 프랑화 등이었으나, 작년 9월 글로벌 금융위기 이후에는 미 연준의 초저금리 정책으로 미 달러화도 활용되고 있으며, 고금리통화로는 호주 및 뉴질랜드 달러화와 남아공 램드화, 러시아 루블화 등 신흥시장국 통화가 대표적인

○ 유형별로는 현물거래 위주의 기초자산 캐리트레이드(canonical carry trade)와 파생상품을 이용하는 파생 캐리트레이드(derivatives carry trade)로 구분(Gagnon and Chaboud, 2007)

- 기초자산 캐리트레이드 : 금융시장에서 저금리통화를 차입하여 고금리통화 자산에 투자하거나 자국통화를 외화로 교환하여 해외유가증권 등에 투자
- 파생 캐리트레이드 : 선물환, 통화선물 등 외환파생시장에서 저금리통화 매도 / 고금리통화 매수 포지션을 구축

□ 이와 같은 캐리트레이드의 투자수익은 주로 두 통화간 금리차(carry)와 환율변동에 따라 결정

○ 고금리통화의 환율이 절상될 경우 금리차익 이외에 환차익을 얻게 되며, 반대로 절하될 경우 금리차익에도 불구하고 손실이 발생할 수도 있음

캐리트레이드에 따른 투자자의 BS 변화*
(투자이익 발생시)

자 산 (고금리자산 + 기타자산)	순자산 (Net worth)	자 산 (고금리자산 + 기타자산)	↑
	부 채 (저금리부채 + 기타부채)		순자산 (Net worth)
			↑
			부 채 (저금리부채 + 기타부채)

[최초투자 시점]

[투자만기 시점]

* 자료 : Plantin and Shin(2007)

□ 한편 캐리트레이드는 대체로 레버리지(저금리통화 차입)를 수반하게 되므로 고위험이 내재

○ 캐리트레이드의 포지션 구축(build-up)은 점진적으로 이루어지는 한편 외부충격 등에 따른 포지션 청산(un-winding)은 급격히 발생

— 예상치 못한 급격한 가격하락(고금리통화 절하) → 담보가치 하락 → 마진콜 → 강제적인 포지션 청산(fire sale)

○ 이에 따라 캐리트레이드 포지션 구축기와 청산기 사이에는 투자수익률, 환율 및 환율변동성 등에 있어서 비대칭성(asymmetry)이 나타나는 경향*

* Gagnon and Chaboud(2007), Galati et al.(2007) 등

캐리트레이드와 시장변동의 비대칭성

		포지션 구축기	포지션 청산기
캐리트레이드 수익률		완만한 상승	급격한 하락
환율	저금리통화	완만한 절하	급격한 절상
	고금리통화	완만한 절상	급격한 절하
환율변동성		낮은 수준 유지	급격히 확대

II 최근의 글로벌 캐리트레이드 동향

2008.9월 중순 리먼사태 발생 이후 급격한 청산을 보이던 글로벌 캐리트레이드는 최근 들어 ① 투자수익률 개선, ② 선물포지션 및 자금흐름 변동, ③ 신흥시장국 통화가치 상승과 더불어 재개되고 있는 것으로 보임

① 투자수익률 개선

□ 리먼사태 발생 이후 글로벌 캐리트레이드의 기대수익률*은 대규모 포지션 청산 등의 영향으로 급격한 하락세로 전환

* G10통화중 저금리통화(3개)를 차입하여 고금리통화(3개)에 투자하는 포트폴리오의 저금리통화 무위험수익률 대비 초과수익률(금리차 + 환율변동률 - 무위험수익률). Barclays Capital社의 data를 인용

○ 이번 캐리트레이드 청산시기는 과거 1994년 멕시코 외환위기 및 1998년 LTCM 파산시와 비교할 때 수익률 하락폭이 훨씬 크고 청산 및 조정 기간도 더 긴 것으로 추정

과거 캐리트레이드 청산기와의 비교

청산개시시점	청산 기간 ¹⁾		조정기간(週) ²⁾	회복 이후 3개월간 수익률(%)
	수익률 하락폭(%)	지속기간(週)		
1994.12.20	-14.5	14	8	9.2
1998. 8.11	-11.4	9	12	6.3
2008. 7.15	-28.0	14	14	7.8

주 : 1) 청산개시시점부터 carry 수익률이 최저점에 달한 시기

2) 최저점부터 회복기까지의 소요기간. 단, 금번 청산기의 경우는 1차 저점인 08.10.24일부터 2차 저점인 09.1.30일중.

자료 : Barclays Capital社의 주별 carry portfolio, 10개국 통화를 대상

□ 그러나 금년 2월 이후 투자수익률이 상승세로 반전하면서 캐리트레이드 재개 움직임이 나타남

○ 캐리트레이드 회복기(2009.1.30일 이후 3개월)의 투자수익률은 7.8%를 보임

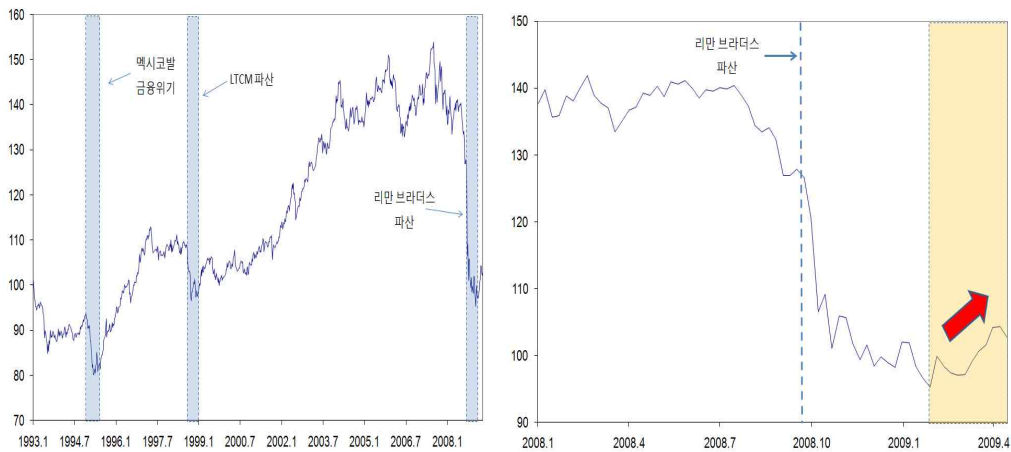
- 이는 과거 LTCM사태 이후 회복기의 수익률(6.3%) 보다 다소 높으나 멕시코 외환위기 이후 회복기(9.2%)에 비해서는 다소 낮음

○ 한편 Bloomberg社에 따를 경우 G3통화를 차입하여 6개 고금리통화(브라질, 헝가리, 인도네시아, 남아공, 뉴질랜드 및 호주)에 투자한 경우

3.20일~4.10일 3주간 투자수익률이 1999년 이후 최고인 8%에 달하는 것으로 추정

- 이에 대해 Goldman Sachs 등 일부 국제투자은행은 세계경제가 변곡점(inflexion point)에 도달한 것으로 평가

캐리트레이드 투자수익률

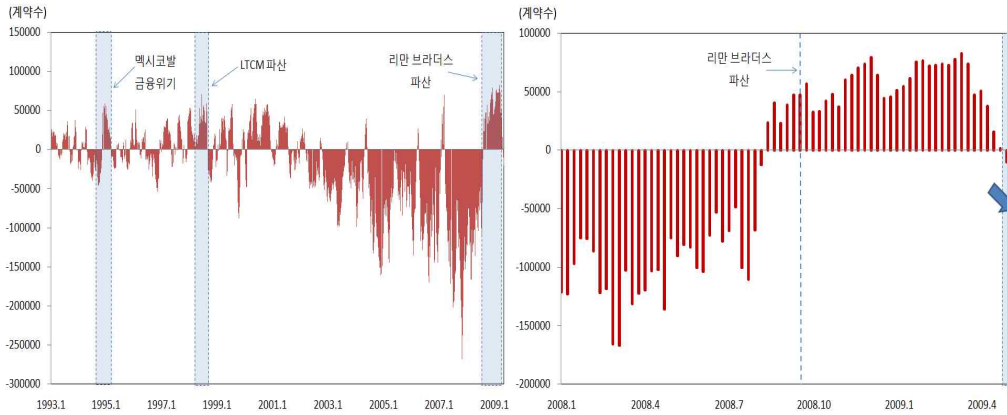


자료 : Barclays Capital社의 주별 carry portfolio 기대수익률.

② 선물포지션 및 자금흐름 변동

- 최근 파생 캐리트레이드의 funding currency로 활용되는 G3 저금리통화(미 달러화, 엔화 및 유로화)의 투기적 포지션(美 CME 선물시장기준)을 보면 금년 4월 이후 매도로 전환

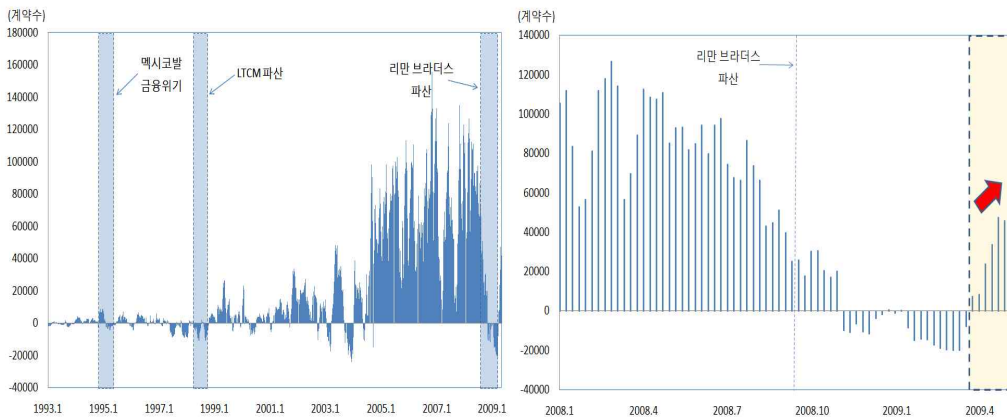
G3 통화의 선물포지션 추이



자료 : CME의 International Money Market

- 반면 투자대상 통화로 이용되는 호주 달러화 및 멕시코 페소화 등 고금리통화의 투기적 포지션은 금년 3월 이후 매입으로 반전

호주 달러화 및 멕시코 페소화 선물포지션 추이

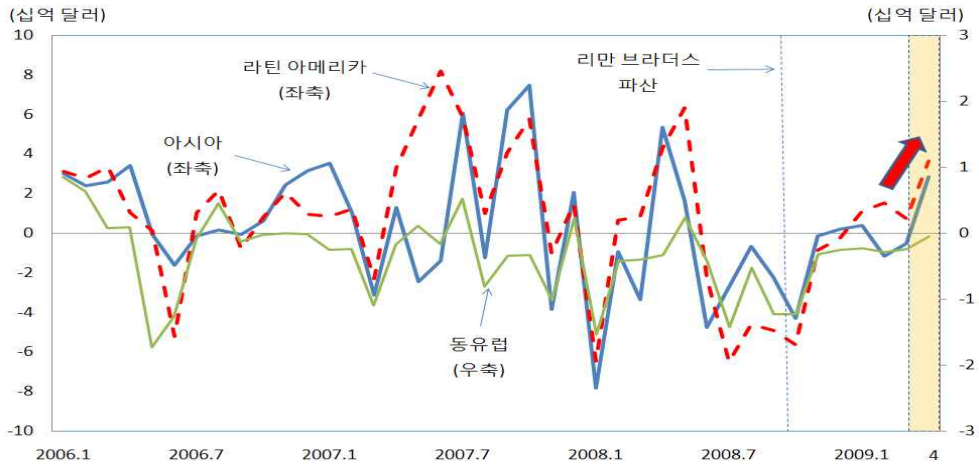


자료 : CME의 International Money Market

□ 한편 아시아, 남미 등 신흥시장국에 대한 투자자금도 금년 3월 이후 유입으로 반전

○ 다만, 동유럽 국가에 대한 자금유입은 아직 본격화되지 않고 있는 것으로 보임

각 지역펀드로의 자금유입액 추이



자료 : EPFR Global

③ 고금리 통화의 강세 전환

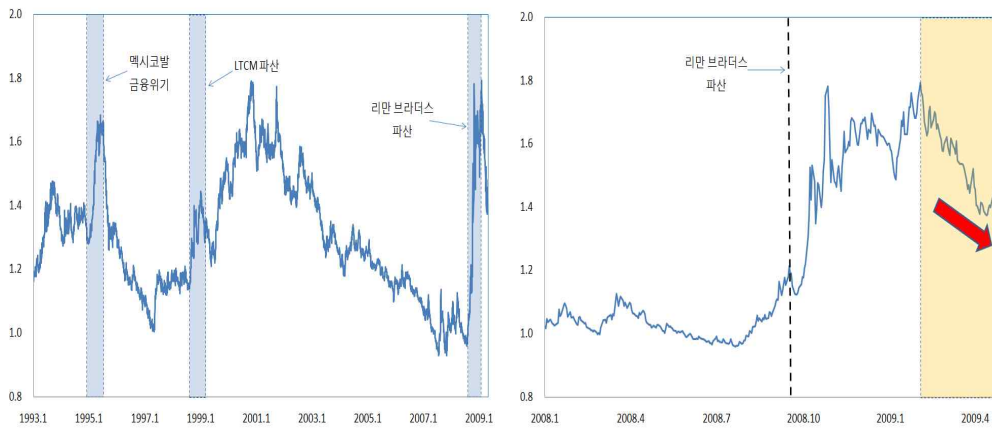
- 고금리 통화는 금년 2월 이후 캐리트레이드 재개 등의 영향으로 강세를 시현
 - 특히 엔화에 대한 호주 및 뉴질랜드 달러화의 강세가 가장 큰 것으로 나타남

주요 고금리 통화의 對엔화가치 추이

	(전기말 대비, %)									
	08.6	9	10	11	12	09.1	2	3	4	5 ¹⁾
호주달러	11.6	-16.6	-23.8	-3.0	-0.3	-7.9	8.6	9.2	5.3	3.2
뉴질랜드달러	2.2	-11.7	-20.4	-7.1	-0.8	-12.0	7.1	14.8	-1.0	5.1
브라질헤알	15.5	-19.0	-13.3	-11.4	-5.8	0.9	6.1	2.0	6.7	4.5
멕시코페소	9.2	-6.7	-19.2	-5.8	-9.8	-3.8	3.2	6.2	3.6	2.2
헝가리포린트	17.1	-12.4	-23.4	0.0	0.7	-19.1	7.7	2.2	5.8	5.2
인도네시아루피아	5.6	-3.1	-19.1	-11.9	5.1	-5.4	4.0	4.6	8.9	0.7
남아공랜드	9.1	-5.8	-23.2	-2.5	1.4	-7.9	11.0	5.0	12.3	-0.7

주 : 1) 5.13일 기준

호주 달러 및 일본 엔 환율 추이



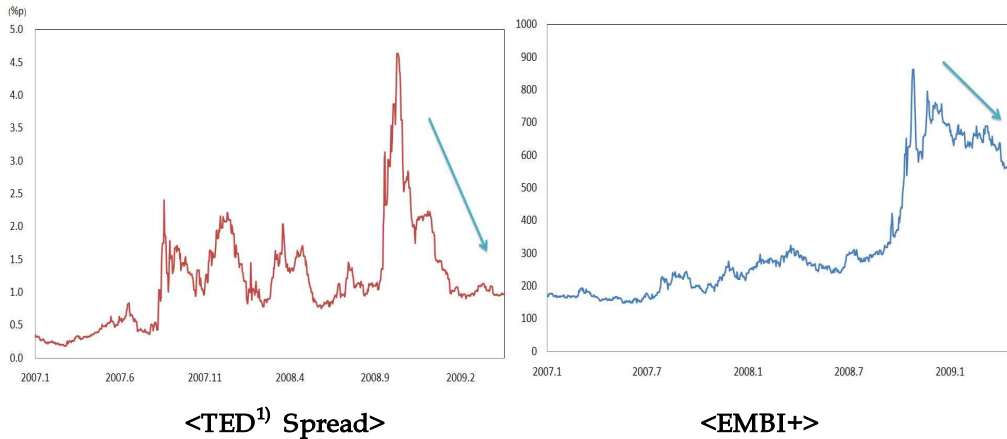
Ⅲ 캐리트레이드 재개 움직임의 주요 원인

최근 캐리트레이드 재개 움직임은 ① 위험자산 회피심리 완화, ② 금리격차 확대, ③ 환율변동성 축소 등에 주로 기인

① 위험자산 회피심리 완화

- 미국 등 주요국의 적극적인 통화정책 대응 등으로 글로벌 금융시장의 불확실성 및 안전자산 선호 현상이 상당부분 축소
 - TED 스프레드(미 달러화 Libor 금리 - 미국채 금리)가 하락세를 지속하면서 위기발생 이전 수준에 근접
 - EMBI+(Emerging Market Bond Index) 스프레드도 지난해 말을 정점으로 하락세

채권 및 신용시장 위험지표 추이

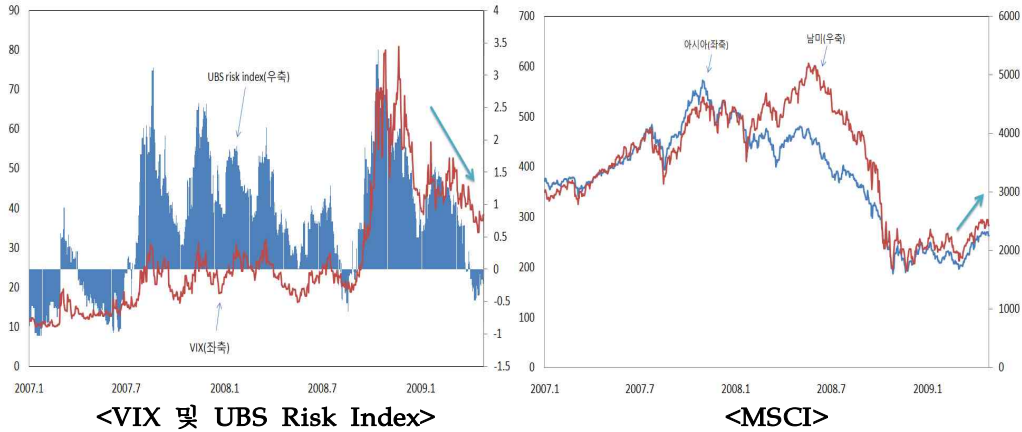


주 : 1) 미 달러화 Libor 3개월 금리 - 미국채 3개월 금리

□ 한편 투자불안 심리를 나타내는 VIX(Volatility Index) 지수도 하향안정세를 지속하고 있으며 위험회피성향을 나타내는 Risk Index(UBS社)도 금년 4월 마이너스(陰)로 전환

○ 이에 힘입어 아시아 및 남미를 중심으로 한 신흥시장국 주가지수도 금년 3월 이후 상승세

VIX, UBS Risk Index 및 MSCI지수 추이



주요 신흥시장국 주가상승률 추이

(전기말 대비, %)

	08.6	9	10	11	12	09.1	2	3	4	5 ¹⁾
호주	-2.6	-11.8	-12.7	-6.9	-0.5	-4.9	-5.5	7.1	5.5	2.6
뉴질랜드	-7.9	-3.3	-8.7	-3.9	0.2	2.2	-9.1	2.7	5.8	2.6
브라질	6.6	-23.8	-24.8	-1.8	2.6	4.7	-2.8	7.2	12.0	6.4
멕시코	-4.9	-15.3	-17.9	0.4	9.0	-12.6	-9.3	10.6	11.6	8.2
헝가리	-6.1	-7.5	-28.4	-6.0	-3.6	-5.9	-11.5	8.7	12.2	9.6
인도네시아	-4.0	-22.0	-31.4	-1.2	9.2	-1.7	-3.5	11.6	20.1	6.9
남아공	4.7	-24.3	-12.3	1.4	0.5	-4.8	-10.8	11.7	0.9	7.0

주 : 1) 5.13일 기준

② 금리격차 확대

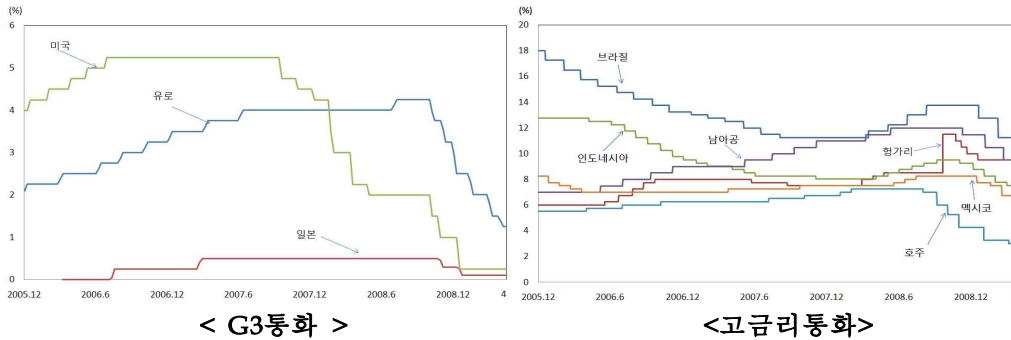
□ 미 연준이 2007.9월 이후 9차례에 걸쳐 정책금리를 인하하고 유로지역 및 일본도 초저금리 정책에 공조함에 따라

선진국 금리가 크게 하락한 반면 신흥시장국의 정책금리 하락 폭은 상대적으로 작았음

○ 현재 일본(0.1%), 미국(0.25%), 유로(1.0%) 등 선진국의 정책금리는 전례없이 낮은 수준

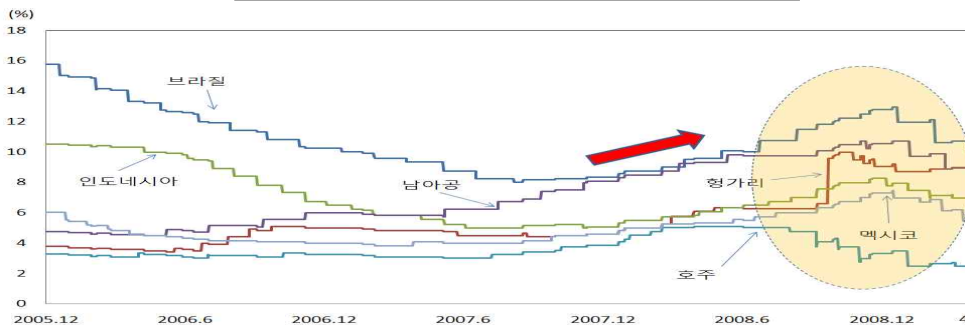
- 아울러 최근 국제투자은행의 실적 호전, 미 주택경기의 바닥신호, 주요국의 일부 실물경기지표 개선 등에도 불구하고 선진국의 초저금리 정책기조는 당분간 지속될 것으로 예상

주요국 정책금리 추이



□ 이에 따라 브라질, 멕시코, 헝가리 등 신흥시장국과 G3 국가간의 금리격차는 5.5%p~9.7%p에 달함(단, 호주는 2.5%p)

G3통화와 고금리통화간 정책금리갭 추이



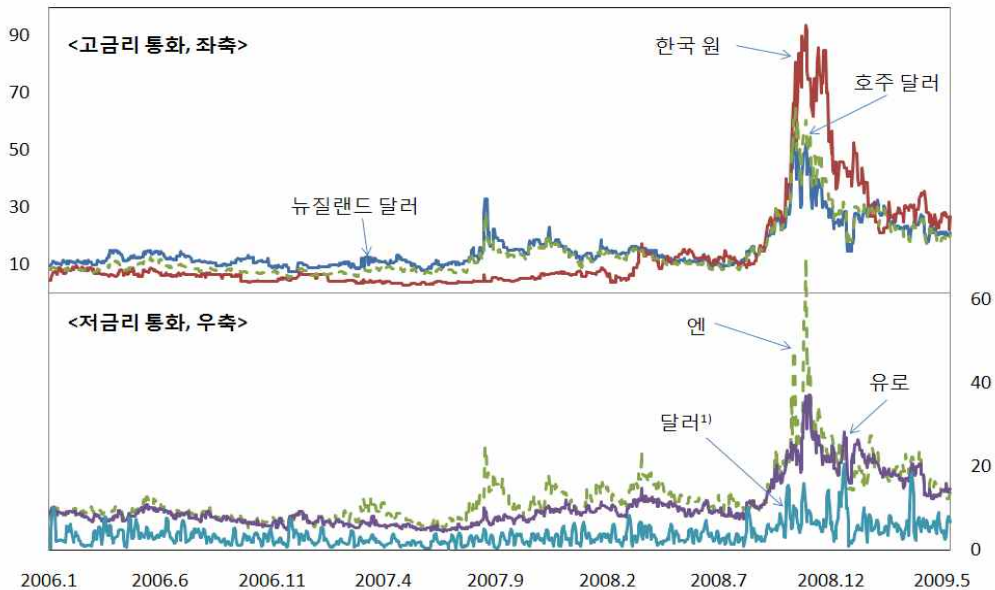
③ 환율변동성 축소

□ 금년 들어 G3 통화 등 차입대상 통화는 물론 호주 달러화 등 투자대상 통화의 내재변동성(implied volatility)*이 크게 축소

* 내재변동성이란 옵션잔존 만기일까지 환율의 미래변동성에 대한 투자자들의 평균 예상치를 의미

○ 환율변동에 따른 위험은 금리차에 따른 수익요인보다 캐리 트레이드 결정에 더 중요하게 작용한다는 점에서 최근의 캐리 트레이드 재개 움직임과 밀접한 관련이 있는 것으로 보임

통화별 내재변동성 추이



주 : 1) 달러화는 달러화지수의 역사적변동성(1주일 이동 표준편차)*10을 한 값임
출처 : Bloomberg

IV 시사점

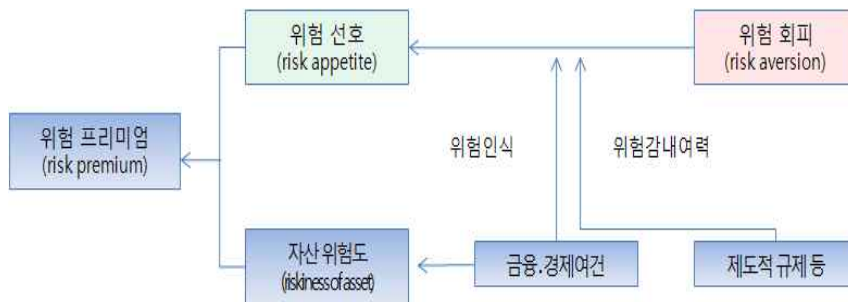
□ 지난해 9월 중순 리먼사태 이후 급격한 청산을 보였던 글로벌 캐리트레이드가 G3 통화를 중심으로 재개되고 있는 것은

국제금융시장의 위험회피심리 완화 등으로 G3 등 선진국의 저금리 자금이 신흥시장국 등 고금리 위험자산 시장으로 이동하고 있는 것을 시사

○ 이와 같은 흐름이 향후 글로벌 금융·실물경제의 호전과 맞물릴 경우 신흥시장국 위험 프리미엄의 축소(re-pricing of risk premium) 등의 요인으로 작용할 전망

- 다만 세계경제여건의 불확실성이 여전히 크기 때문에 이와 같은 흐름이 역전될 가능성 상존

위험회피·위험선호 심리와 위험프리미엄의 관계



* 자료 : Bank of England(2004), BIS(2009)에서 재인용

○ 한편 이와 같은 글로벌 캐리트레이드의 재개는 신흥시장국 통화 등 고금리 통화의 강세요인으로 작용할 것으로 예상

- 주요 국제투자은행들은 호주 달러화, 브라질 헤알화, 멕시코 페소화 등 캐리트레이드의 투자대상 통화가 강세를 보일 것으로 전망

□ 따라서 향후 글로벌 금융시장 및 실물경제 여건이 호전되면서
캐리트레이드 재개가 본격화될 경우

대규모 자본유입에 따른 부작용을 최소화할 수 있도록 대비해
나갈 필요가 있는 것으로 보임

○ 캐리트레이드 포지션 구축기의 경우 국내로의 자본유입이
완만하지만 장기간 지속적으로 이루어졌던 과거의 경험에
비추어 환율 및 통화 정책 수행시 이에 유의할 필요

< 참고문헌 >

- Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin, 2008a, "Liquidity, Monetary Policy and Financial Cycles," Current Issues in Economics and Finance, Vol. 14, No. 1, Federal Reserve Bank of New York
- Drage, D., Anella Munro and Cath Sleeman, 2005, "An update on Eurokiwi and Uridashi bonds", Bulletin, Vol.68, No.3, Reserve Bank of New Zealand
- Edison, H.J. and Dmitriy L. Rozhkov, 2007, "New Zealand: Selected Issues", International Monetary Fund
- Engel, C., 1995, "The Forward Discount Anomaly and the Risk Premium: A Survey of Recent Evidence", NBER Working Papers #5312
- Galati, G., Heath, A. and Patrick McGuire, 2007, "Evidence of Carry Trade Activity", BIS Quarterly Review, Sep. 2007
- Gagnon, J. and Alain P. Chaboud, 2007, "What Can the Data Tell Us about Carry Trades in Japanese Yen?", International Finance Discussion Papers # 899, Board of Governors of the Federal Reserve System
- Goldman Sachs, 2009, "Time to Reconsider Carry"
- Hattori, M. and Hyun Song Shin, 2007, "The Broad Yen Carry Trade", IMES Discussion Paper Series, No. 2007-E-19
- Hattori, M. and Hyun Song Shin, 2008, "Yen Carry Trade and the Subprime Crisis", IMF Staff Papers
- JP Morgan, 2009, "IMM CFTC Commitment of Traders Report"
- Morgan Stanley, 2009, "JPY: Why the Yen Should Strengthen"
- Nishigaki, H., 2007, "Relationship between the yen carry trade and the related financial variables", Economics Bulletin, Vol.13, No.2, pp.1~7

■ 제 2 편

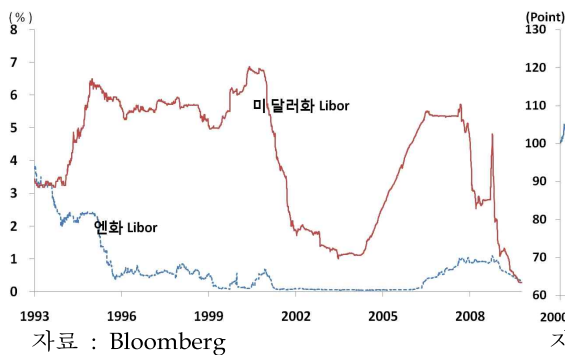
달러화 및 엔화의 글로벌 캐리트레이드 비교 분석과 시사점

I. 검토 배경	17
II. 캐리트레이드의 의의	18
III. 최근 달러화 및 엔화의 캐리트레이드 여건과 동향	19
1. 통화별 캐리트레이드 여건 비교	19
2. 통화별 캐리트레이드 동향	22
3. 주요 고금리국가로의 자본유입 동향	27
IV. 과거 엔 캐리트레이드와의 비교 분석	28
1. 과거 엔 캐리트레이드 추이	28
2. 최근 달러 캐리트레이드의 특징 : 과거 엔 캐리와의 비교 ..	29
V. 시사점	33

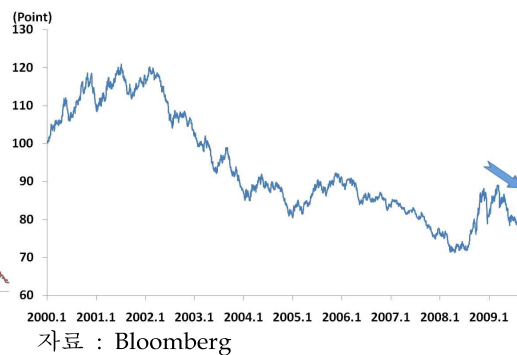
I 검토 배경

- 최근 국제금융시장에서는 달러화 금리가 엔화 금리를 하회하는 가운데 달러화의 글로벌 약세가 가속화되면서 달러 캐리트레이드에 대한 관심이 고조
 - 10.15일 현재 달러화 Libor(3개월)는 0.28%로 엔화(0.34%)에 비해 0.06%p 낮은 수준을 기록*
 - * '93.5월 이후 처음으로 달러화 금리가 엔화 금리를 하회
 - 10.15일 현재 달러화 지수는 76.8p로 전년 9월 리먼사태 발생 이후 최고치(89.2p, '09.3.5일) 대비 13.9% 하락

3개월물 달러 및 엔 Libor 추이



달러화 지수(DXY) 추이



- 달러 캐리트레이드는 투자대상 신흥시장국의 외화자금사정 개선 등 긍정적 효과를 가져오기도 하지만 달러화의 글로벌 유동성이 엔화에 비해 현저히 큰 점에 비추어 볼 때,
 - 외국인 투자자금의 과도한 유입에 따른 부작용(환율절상 및 통화증발 등), 글로벌 금융시장 불안 등 부정적 효과가 엔 캐리트레이드에 비해 크게 나타날 가능성을 배제하기 어려움

⇒ 달러화 및 엔화의 최근 글로벌 캐리트레이드 동향을 비교 점검하고 최근 달러화와 과거 엔화 캐리트레이드의 차이점을 분석* 하여 시사점을 도출하고자 함

* JPMorgan, Deutsche Bank, Goldman Sachs 등 주요 IB의 통화전략가와의 conference call, 주요국 중앙은행, 재무부 및 BIS 통계 등을 이용하여 분석

II 캐리트레이드의 의미

- 국제금융시장에서의 캐리트레이드(carry trade)란 통상 저금리통화(funding currency)를 차입 또는 매도하여 고금리통화(target currency) 자산에 투자함으로써 수익을 추구하는 거래를 말함*

* 저금리통화는 전통적으로 일본 엔화 및 스위스 프랑화 등이었으나, 작년 9월 글로벌 금융위기 이후에는 미 연준의 초저금리 정책으로 미 달러화도 활용되고 있으며, 고금리통화로는 호주 및 뉴질랜드 달러화와 남아공 랜드화, 러시아 루블화 등 신흥시장국 통화가 대표적임

- 유형별로는 현물거래 위주의 기초자산 캐리트레이드(canonical carry trade)와 선물환, 통화선물 등 파생상품을 이용하는 파생 캐리트레이드(derivatives carry trade)로 구분*(FRB, Gagnon and Chaboud, 2007)

* 이자율평형이론(interest rate parity theory)에 따르면 저금리통화 차입/고금리통화 투자는 선물환시장에서의 forward premium 통화(저금리통화) 매도/discount 통화(고금리통화) 매수와 이론적으로 동일(FRBSF, Michele Cavallo, 2006)

- 한편, 기초자산 캐리트레이드는 거래 주체, 차입여부에 따라 다음과 같이 협의 및 광의로 구분 가능

— 협의의 캐리 : 비거주자들이 저금리통화를 차입하여 고금리통화 자산에 투자하거나 대출로 운용(비거주자 중심의 차입형 캐리)

— 광의의 캐리 : 저금리 국가의 거주자들이 보유하고 있는 자국 통화를 외화로 교환한 후 고금리 외화예금이나 해외유가증권 등에 투자(거주자 중심의 비차입형 캐리)

Ⅲ 최근 달러화 및 엔화의 캐리트레이드 여건과 동향

1. 통화별 캐리트레이드 여건 비교

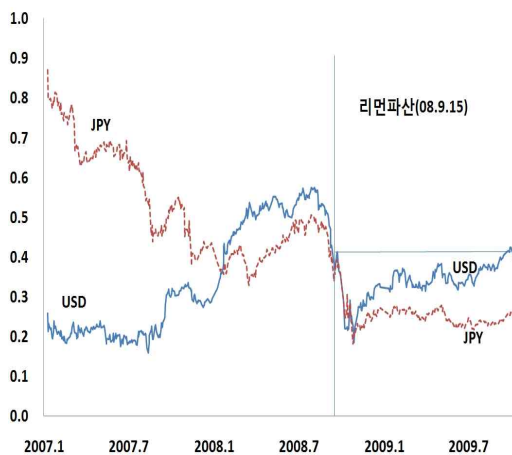
◆ 금년 들어 위험자산 회피심리 완화, 금융시장의 변동성 축소 등으로 글로벌 캐리트레이드 여건이 전반적으로 호전되는 가운데 통화별 금리격차 및 환율변동성, 환차익(손) 등의 측면에서 달러 캐리트레이드 여건이 엔화에 비해 크게 개선

□ 캐리트레이드 유인을 나타내는 CTR 비율(Carry-to-Risk Ratio)*을 통화별로 보면

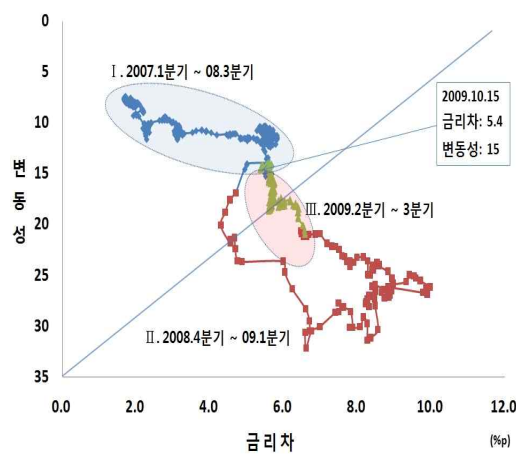
달러화 CTR 비율은 환율의 내재변동성이 크게 줄어들면서 상승세('08.10말 : 0.23 → '09.10.15일 : 0.39)를 보이고 있는 반면 엔화 CTR비율은 고금리통화와의 금리격차 축소로 개선 정도가 작은 편임(0.21 → 0.25)

* CTR비율 = 통화간 금리격차(수익) ÷ 환율변동성(위험). CTR비율이 상승(하락)하면 캐리 트레이드 수요가 증가(감소). 본고에서는 저금리통화(달러화와 엔화)와 6개 고금리통화간 금리격차 및 통화옵션 내재변동성을 이용하여 분석

달러화 및 엔화 CTR 비율¹⁾ 추이



달러화 금리 갭 및 환율변동성¹⁾²⁾



주: 1) 운용통화는 인도네시아, 필리핀, 러시아, 남아공, 호주, 뉴질랜드 기준. 통화옵션의 내재변동성은 3개월 기준(축역전)

2) 대각선 가까이, 위쪽에 분포할수록 캐리트레이드 수요 증가. 자료: Bloomberg

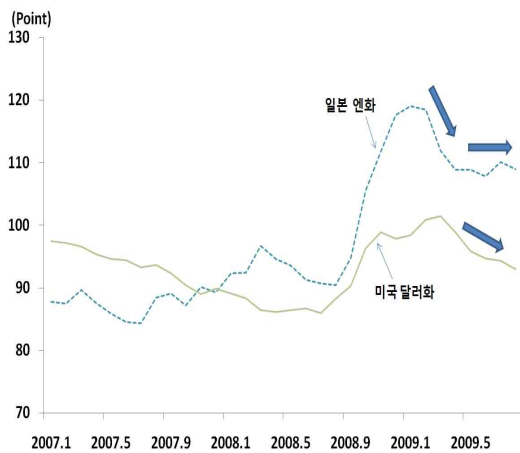
□ 아울러 금년 3월 이후 글로벌 금융시장이 안정되면서 달러화 가치는 약세를 지속하고 있는 반면

엔화는 주요국통화에 대해서는 횡보세, 달러화에 대해서는 강세를 보이고 있어 달러 캐리트레이드가 엔화에 비해 환차익 측면에서 유리한 상황

○ 달러화 명목실효환율지수(BIS 기준)는 '09.3월 101.4p를 정점으로 하락세를 지속하고 있는 반면, 엔화의 경우 3월중 118.5p에서 5월 111.9p로 하락한 이후 6~9월중에는 108p~110p내외에서 횡보

○ 한편 엔/달러 환율은 금년 1월 이후 일시 상승세(엔화 약세)를 보였으나 100.85엔(4.7일)을 정점으로 하락세(엔화 강세)로 전환된 이후 10.15일 현재 89.45엔을 기록

달러화 및 엔화의 명목실효환율¹⁾ 추이



주 : 1) Broad Index 기준

자료 : BIS

엔/달러환율 추이



자료 : ECOS

2. 통화별 캐리트레이드 동향

< 개 관 >

- ◆ “II. 캐리트레이드 의의”(17쪽 참조)에 따라 협의 및 광의의 기초자산 캐리트레이드와 파생 캐리트레이드로 구분하여 최근 달러화 및 엔화의 글로벌 캐리트레이드 동향을 살펴보면 다음과 같음

(1) 협의의 기초자산 캐리트레이드(비거주자 중심의 차입형 캐리)

- 동 캐리트레이드의 자금원천으로 볼 수 있는 은행부문의 해외대출, 국제금융시장에서의 채권발행 동향 등을 보면
금년 들어 미국 은행의 해외대출 및 주요국의 글로벌 달러화 채권발행이 증가세로 전환되어 달러 캐리트레이드가 늘어난 것으로 나타난 반면,
일본 은행의 해외대출 및 주요국의 글로벌 엔화 채권발행은 감소세를 지속하고 있어 엔 캐리트레이드는 부진한 것으로 추정

(2) 광의의 기초자산 캐리트레이드(거주자 중심의 비차입형 캐리)

- 광의의 기초자산 캐리트레이드를 나타내는 거주자의 해외증권투자 동향을 보면, 달러 및 엔 캐리트레이드 모두 대체로 활발한 것으로 추정. 다만 엔 캐리트레이드는 금년 7월 이후 상당히 둔화

(3) 파생 캐리트레이드

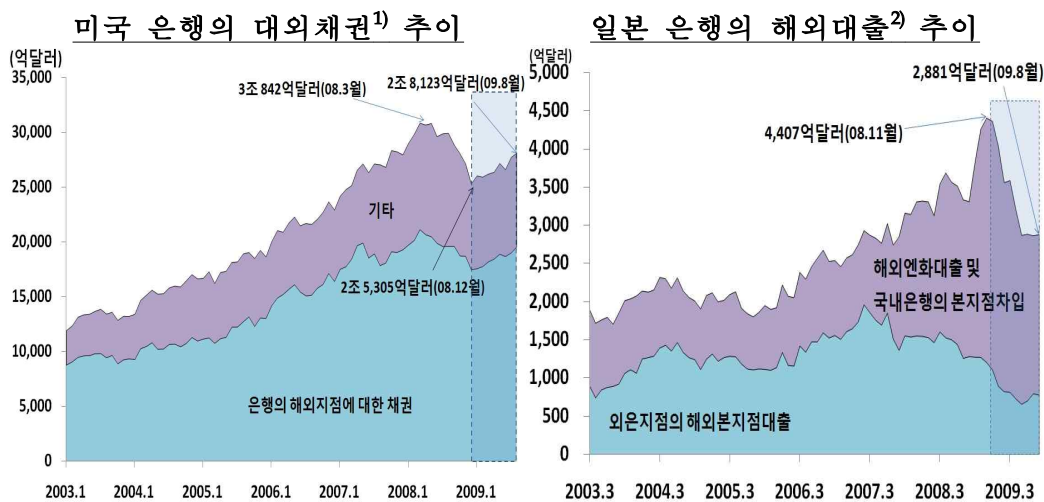
- 달러화의 경우 달러화 매도/고금리통화 매수 포지션이 확대되고 있어 달러 캐리트레이드는 활발한 것으로 보이는 반면, 엔화의 경우 최근 매입포지션이 늘어나고 있어 엔 캐리트레이드는 부진

- ◆ 종합해 보면, 달러 캐리트레이드는 전 부문에서 활발한 반면, 엔 캐리트레이드는 광의의 기초자산 캐리를 제외하고는 대체로 부진

(1) 협의의 기초자산 캐리트레이드

◆ 협의의 기초자산 캐리트레이드(비거주자 중심의 차입형 캐리)의 자금원천으로 볼 수 있는 은행의 해외대출, 주요국의 국제금융시장에서 채권발행 동향을 보면 달러 캐리트레이드는 활발한 반면 엔 캐리트레이드는 부진한 것으로 추정

- 미국 은행의 해외대출은 금년 들어 증가세로 전환된 반면, 일본의 경우 아직 감소세가 지속
 - 미국 은행의 해외대출 등 대외채권잔액은 '09.8월말 현재 2조 8,123억달러로 과거 최고치('08.3월말 3조 842억달러) 대비 91% 회복, 최저치('08말 2조 5,305억달러) 대비 11%(금액으로는 2,818억달러) 증가
 - 일본 은행의 해외대출잔액은 '09.8월말 현재 2,881억달러로 과거 최고치를 기록했던 '08.11월말(4,407억달러) 이후 감소세를 지속하여 최고치 대비 65%까지 감소



주 : 1) 은행부문 달러화 단기채권, 예금, 대출 등 대외채권(주식제외) 기준

2) 일본 국내은행 및 외은지점의 본지점 차입(송금) 및 해외엔화대출, 월말환율로 환산

자료 : 미 재무부, 일본은행

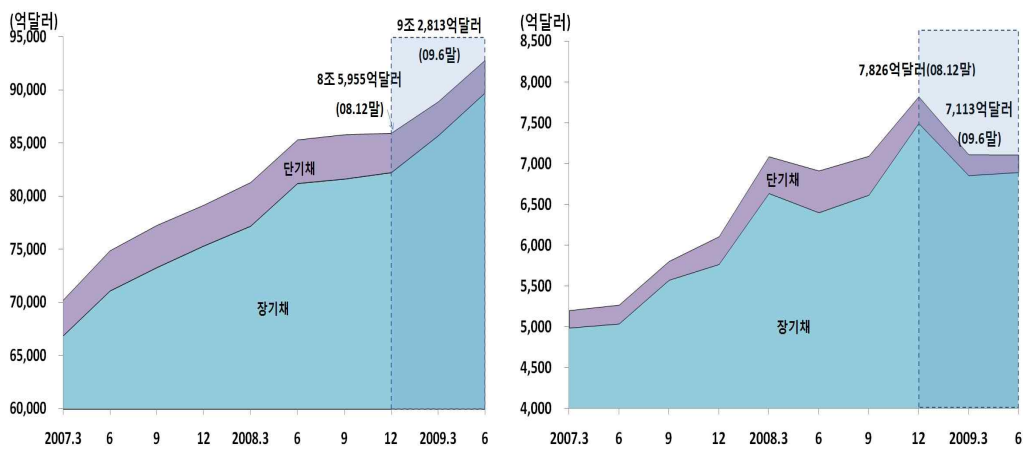
□ 또한, 국제금융시장에서의 장·단기 채권발행을 통한 자금조달도 달러화 시장은 호조를 보이고 있는 반면 엔화는 부진

○ 달러화의 경우 장기채*를 중심으로 발행시장이 호조를 보이면서 채권발행잔액이 금년 상반기중 6,858억달러 증가
(발행잔액: '08년말 8조 5,955억 → '09.6월말 9조 2,813억 달러)

* 달러화 장기채권 발행이 크게 늘어나고 있는 것은 향후 금리상승 리스크로 인해 장기자금 수요가 커진데 주로 기인

○ 반면 엔화 채권 발행잔액은 금년 상반기중 713억달러 감소하는 등 부진 지속
(발행잔액: '08년말 7,826억 → '09.6월말 7,113억 달러)

국제금융시장에서 달러화 채권발행잔액 국제금융시장에서 엔화 채권발행잔액



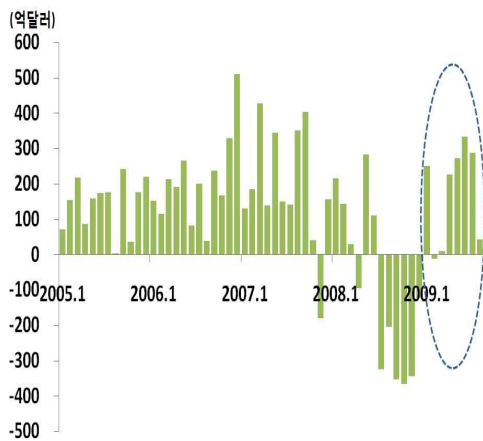
자료: BIS

(2) 광의의 기초자산 캐리트레이드

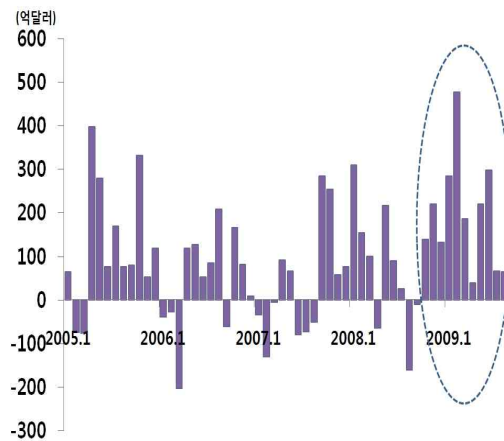
- ◆ 광의의 기초자산 캐리트레이드(거주자 중심의 비차입형 캐리)를 나타내는 거주자의 해외증권투자 동향을 보면, 달러 및 엔 캐리트레이드 모두 금년 상반기중 대체로 활발한 것으로 추정.
다만 엔 캐리트레이드는 금년 7월 이후 둔화된 것으로 보임

- 미국 거주자의 해외증권투자가 전년 하반기 중 감소세를 보이다가 금년 4월 이후 본격적인 증가세로 전환되었으며,
일본의 경우에는 전년 10월부터 증가로 전환된 이후 금년 상반기 중 큰 폭의 증가를 보였으며 7월 이후에는 증가폭이 상당히 둔화
- 미국의 '09.1~8월중 해외증권투자(순)는 1,415억달러를 기록하였으며, 일본의 금년 1~9월중 투자규모(순)는 1,771억달러 수준

미국 거주자의 해외증권투자 추이



일본 거주자의 해외증권투자 추이



자료: 미국 재무부, 일본 재무성

(3) 파생 캐리트레이드

◆ 파생 캐리트레이드를 나타내는 통화선물시장의 포지션을 보면 달러화의 경우 달러화 매도/고금리통화 매수 등 캐리 트레이드가 활발한 것으로 보이는 반면, 엔화는 매입포지션이 늘어나는 등 캐리트레이드가 부진

□ 달러화의 투기적 포지션(美 CME 선물시장기준)은 금년 4월 이후 순매도로 전환된 가운데 고금리통화 대비 순매도 포지션이 확대되는 등 파생 캐리트레이드가 빠른 속도로 증가하고 있는 것으로 추정

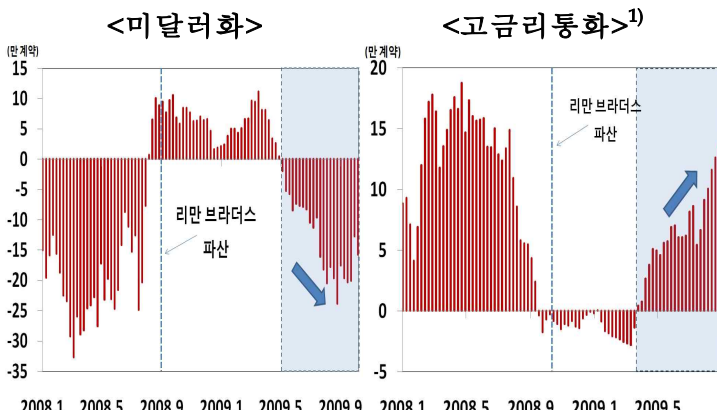
○ '09.7~9월중 달러화 순매도포지션(평균)은 175,276계약으로 과거 선물환매도가 활발했던 '08.1~7월중 평균치(204,078계약)에 근접

— 특히 기간중 달러화 매도포지션의 상대통화 가운데 고금리 통화(호주, 뉴질랜드, 멕시코)가 50%(평균 87,203계약)를 차지

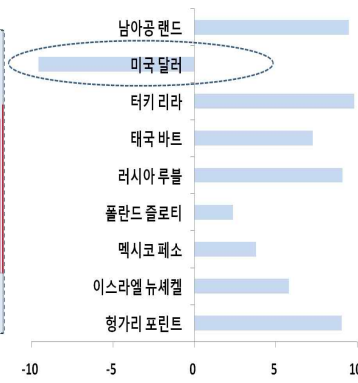
○ 또한 CTA(Commodity Trading Advisor) Fund*의 통화포지션(현물환, 선물환, 옵션 포함)도 최근 달러화의 대규모 매도, 고금리통화의 대규모 매수 포지션을 유지

* Deutsche Bank와 거래하는 CTA Fund 기준

미 달러화 및 고금리통화의 선물포지션 추이



CTA Fund 통화 포지션²⁾
('09.10.15일 현재)



주 : 1) 호주 및 뉴질랜드 달러화, 멕시코 페소화 포지션 합계

2) 주요 통화에 대한 매도/매수 포지션을 -10~+10의 scale로 지수화

자료 : CME의 International Money Market, Deutsche Bank

- 반면 엔화의 투기적 포지션(CME 기준)은 매도와 매입이 엇갈리다가 금년 7월 이후 엔화 강세 예상이 확대되면서 순매입으로 전환

일본 엔화의 선물포지션 추이

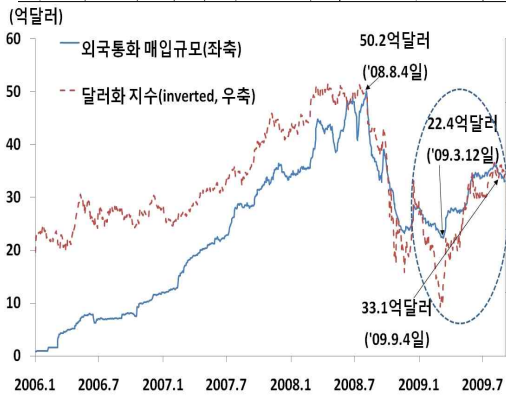


- 한편, 개인투자자(Mrs. Johns, Mrs. Watanabe)의 통화 트레이딩 동향을 보면 달러화(통화 ETFs* 거래 기준)는 순매도폭이 계속 확대되는 등 캐리트레이드가 활발한 것으로 추정되는 반면,

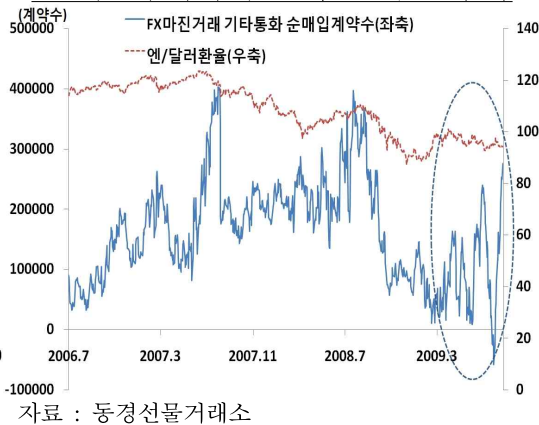
엔화(FX-Margin 거래 기준)의 경우 대체로 순매도를 보이고 있으나 변동성이 크게 나타나는 등 다소 불안정한 모습

* ETFs(Exchange-Traded Fund)란 주가지수나 환율 등 자산가격 움직임과 수익률을 연동시켜 거래소에서 주식처럼 거래되는 펀드를 말함

미 개인투자자의 달러화 순매도 추이



일 개인투자자의 엔화 순매도 추이



3. 주요 고금리국가로의 자본유입 동향

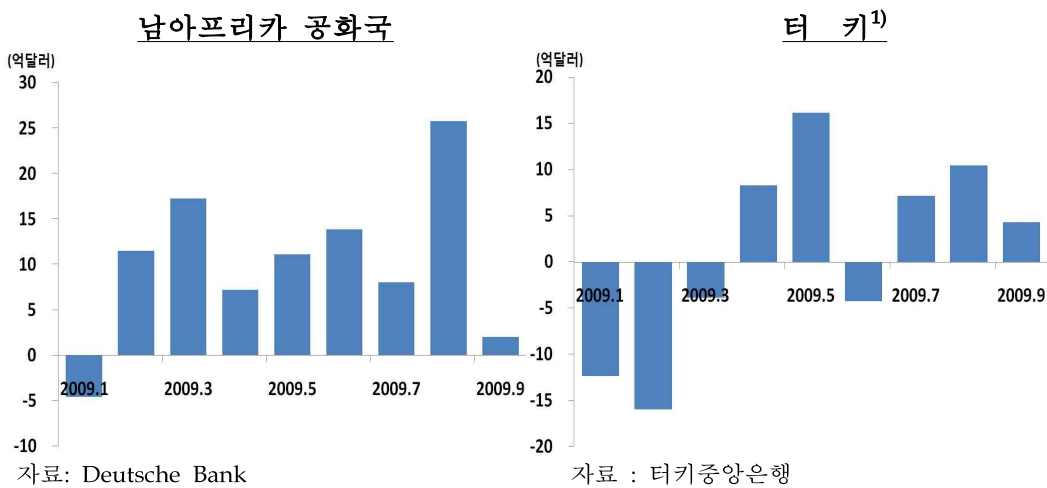
- 주요 고금리국가에 대한 외국인 증권투자추이를 보면 전년 하반기에는 리먼사태의 여파로 대규모 유출을 보였으나 금년 2/4분기부터 본격적인 유입세로 전환
 - 특히 호주의 경우 금년 상반기중 645억달러가 유입되었는데, 이는 '08년 하반기중 유출규모(259억달러)의 2.5배에 달하는 것임

주요 고금리국가에 대한 외국인 증권투자 추이

	2007	2008				2009	
		1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기
호주 ¹⁾	656.8	377.5	196.9	-78.2	-180.4	216.9	427.6
뉴질랜드 ¹⁾	127.5	28.7	-5.0	-11.8	-68.2	-2.5	20.6
남아공	97.3	-37.1	25.3	-16.2	-48.4	24.2	32.2
터키	18.9	5.1	9.2	-2.2	-50.5	-32.1	20.2
인도네시아	99.8	28.1	41.3	-0.1	-39.1	17.3	16.0
브라질	481.0	62.0	70.9	36.8	-177.3	-35.3	57.9
멕시코	73.3	39.3	28.3	6.5	-49.7	8.0	0.9

주: 1) 기말환율로 환산. 자료: 각국 중앙은행, 통계청

- 아울러 이와 같은 고금리국가로의 증권투자자금 유입은 금년 3/4 분기에도 계속된 것으로 보임

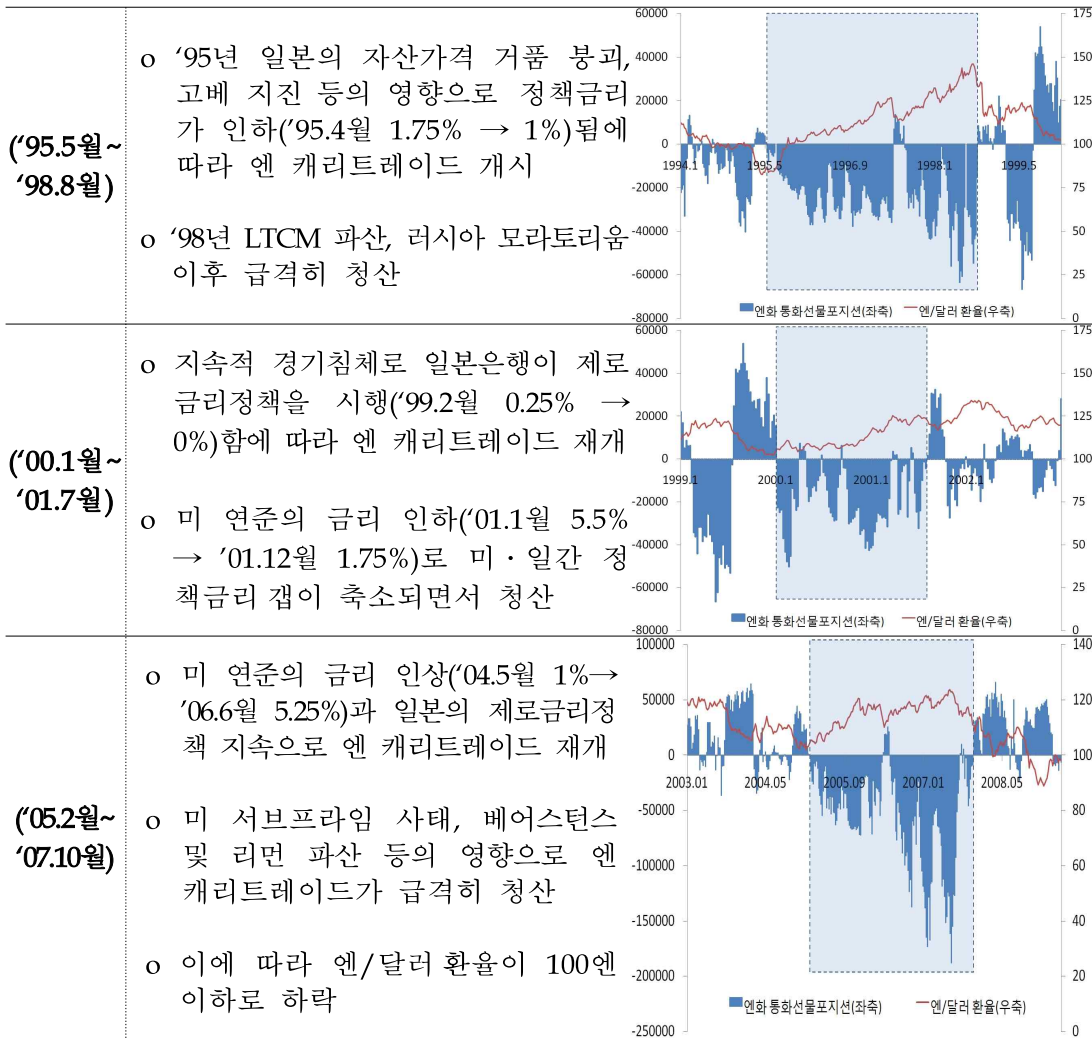


IV 과거 엔 캐리트레이드와의 비교 분석

1. 과거 엔 캐리트레이드 추이

□ 과거 엔 캐리트레이드는 일본은행의 제로금리 정책 등의 영향으로 국제금융시장에서 엔화 조달금리가 급격히 하락하면서 1990년대 중반, 2000년대 초반 및 중반에 특히 활발

○ 일본은행의 제로금리정책이 장기간 유지되는 가운데 글로벌 금융시장의 여건 변화에 따라 엔 캐리트레이드의 청산과 재개가 반복



자료: Bloomberg, CME의 International Money Market

2 최근 달러 캐리트레이드의 특징 : 과거 엔 캐리와의 비교

- ◆ 최근의 달러 캐리트레이드는 ① 달러화의 글로벌 유동성 및 마이너스 실질금리, ② 글로벌 디레버리징, ③ 미국과 일본의 초저금리정책 지속기간의 차이, ④ 複數의 저금리통화 존재 등 캐리 트레이드 여건 측면에서 과거 엔 캐리트레이드와 상이

① 달러화의 글로벌 유동성 및 마이너스 실질금리 → 광범위한 캐리 트레이드

□ 달러화는 세계 제1의 기축통화로서 글로벌 유동성이 엔화에 비해 현저히 크기 때문에

국제금융시장에서 달러화 조달을 통한 캐리트레이드가 폭넓게 나타나고 있는 것으로 파악(Deutsche Bank, 통화전략가 Bilal Hafeez 등)

- 미 달러화가 세계 외환보유액에서 차지하는 비중('09.6월말 기준)은 62.8%, 세계 외환거래량('07.4월말 기준)에서 점유하는 비중은 43.2%에 달함

외환보유액 및 외환거래량¹⁾의 통화별 구성비 추이

	미 달러	유로	일본 엔	영국 파운드	기타 (%)
외환보유액 ('09.6월말 기준)	62.8	27.5	3.1	4.3	2.3
외환거래량 ('07.4월말 기준)	43.2	18.5	8.3	7.5	22.5

주 : 1) 전통적 외환거래(현물환+선물환+외환스왑) 기준

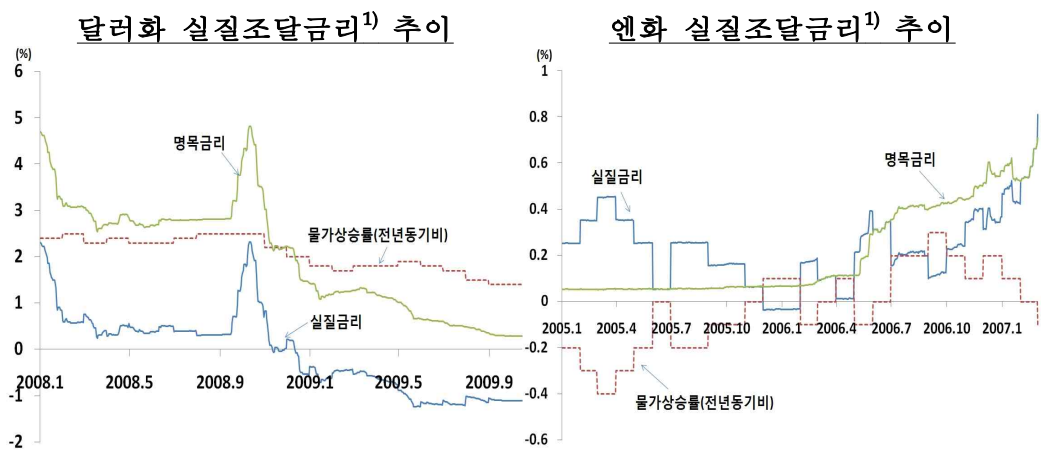
자료 : IMF COFER

BIS, "Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity"(2007)

□ 또한 최근 달러화 실질조달금리(Libor 3개월 - 물가상승률)가 마이너스(陰)를 보이고 있어 캐리트레이드 유인이 더욱 확대

○ '09.9월말 현재 달러화 명목금리(Libor 3개월)는 0.28%이지만 陽의 물가 상승률(전년동기비 Core CPI 상승률 : 1.4%)로 인해 실질금리는 -1.12% 수준

* 과거 엔 캐리트레이드 기간('05.2월~'07.10월) 중 엔화명목금리(Libor 3개월)는 0.53~1.03% 내외를 유지하였으나 陰의 물가상승률(기간중 신선식품 제외 CPI 평균 변동률 : -0.04%)로 인해 실질금리는 0.4% 수준을 기록



주 : 1) 실질금리 = 명목금리(Libor 3개월물) - 물가상승률(미국 : Core CPI, 일본 : 신선식품제외 CPI 기준)
자료 : Bloomberg

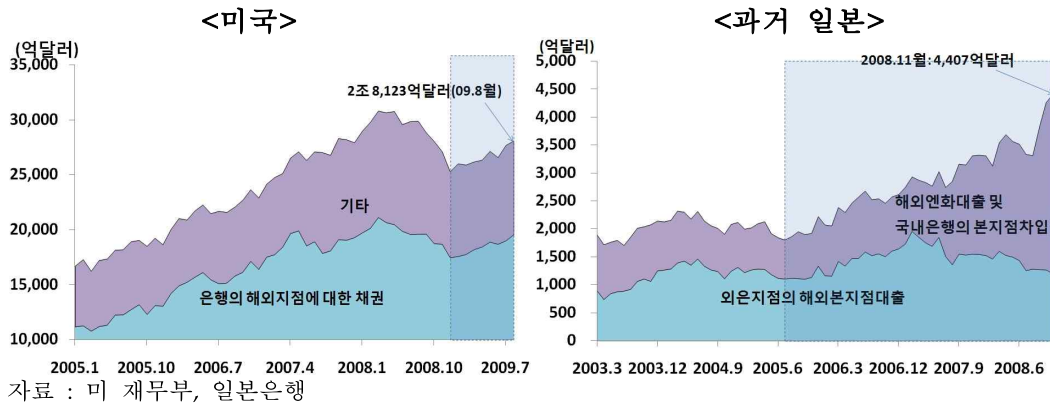
② 글로벌 디레버리징 → 차입형 캐리에 비해 비차입형 캐리가 활발

□ 최근 달러 캐리트레이드의 경우 글로벌 금융위기 이후 디레버리징의 영향으로 차입형 캐리에 비해 비차입형 캐리가 활발

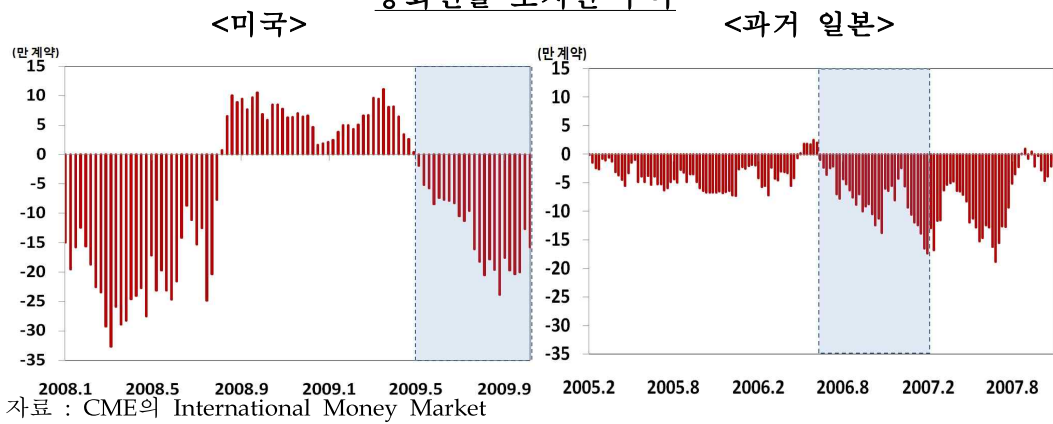
○ 차입형 달러 캐리트레이드의 자금원천으로 볼 수 있는 미국 은행의 대외채권 증가율('09.4~7월중, 연율 기준)은 22%로 과거 차입형 엔 캐리가 가장 활발했던 시기('05.7~'08.11월, 연평균 43%)의 절반 수준

○ 반면 파생 캐리트레이드의 경우 달러화 포지션은 순매도로 전환된 이후 19만계약 매도까지 약 3개월('09.4~8월초)이 소요되었는데 이는 과거 엔 캐리 시기(약 7개월, '06.6~'07.1월, 17만계약 매도) 보다 두 배 이상 빠른 속도

은행부문의 해외대출 추이



통화선물 포지션 추이



③ 초저금리 정책 예상 지속기간이 짧음 → 자산운용이 단기 위주

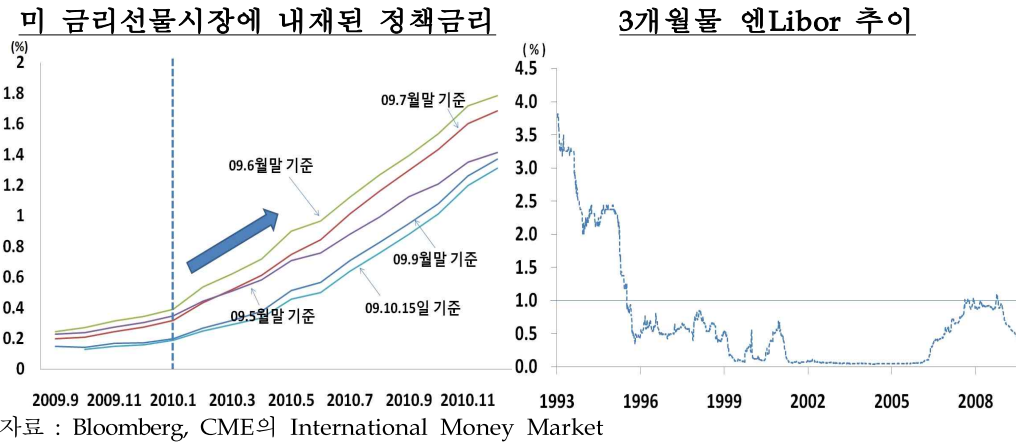
□ 최근의 달러 캐리트레이드는 미연준의 초저금리 정책 지속기간에 대한 불확실성 등으로 자산운용이 과거 엔 캐리에 비해 단기 위주로 이루어지고 있는 것으로 파악됨(JPMorgan, 통화전략가 John Normand 등)

○ 미 금리선물시장(Federal Fund Future 시장 기준)에 내재된 정책금리를 보면, 미 연준이 내년 중반 이후 정책금리를 인상할 것임을 시사하고 있어

달러 캐리트레이드의 경우 단기 위주의 자산운용이 불가피

* 과거 엔 캐리트레이드의 경우 엔화 금리(3개월 Libor 기준)가 10년 이상 1%를 하회함에 따라 엔차입 자금으로 5년 이상 장기물 채권에 투자하는 경우가 많았음

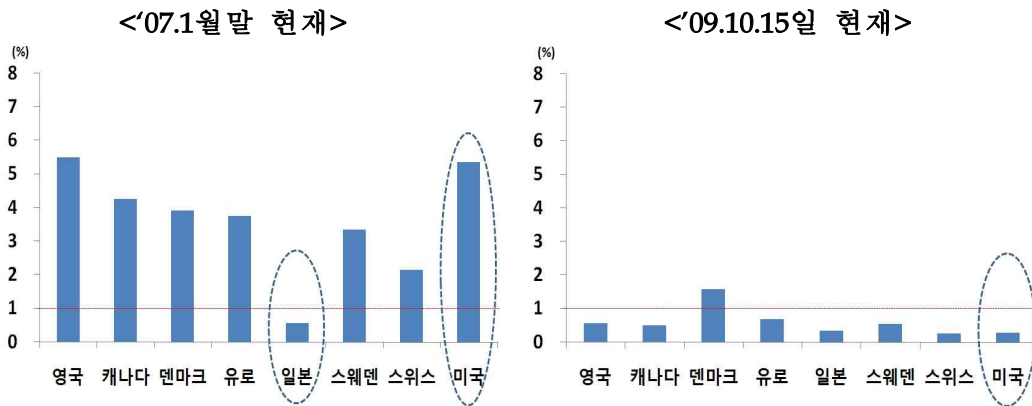
— 다만 최근 시장 참가자들은 미 연준의 정책금리 인상이 당초 예상보다 다소 늦어질 것으로 평가



④ 복수의 저금리 통화 존재 → 캐리조달통화 변화 가능성

- 최근 글로벌 금융시장에는 저금리 통화가 다수 존재하고 있어 글로벌 금융여건의 미세한 변화가 있는 경우에도 캐리트레이드의 조달통화가 급격히 변경될 가능성이 상존
- 과거 엔 캐리 시기의 경우 엔화가 거의 독보적인 저금리 통화였지만, 최근에는 대부분 선진국 통화의 조달금리가 1%를 하회

주요 통화별 Libor 금리(3개월물 기준)



V 시사점

- 최근 글로벌 금융시장에서는 캐리트레이드가 재개되는 가운데 달러화가 전통적 조달통화인 엔화를 상당 부분 대체하는 현상이 발생하고 있는 것으로 보임
 - 달러화는 엔화와 달리 세계 제1의 기축통화로서 역할을 수행하고 있는 데다 달러화 실질금리가 마이너스를 보이고 있어 기초자산 캐리트레이드가 국제금융시장에서 폭넓게 이루어지고 있는 것으로 추정
 - 다만 글로벌 디레버리징의 영향으로 차입형 캐리트레이드는 과거 엔 캐리에 비해 다소 부진
 - 또한 파생 캐리트레이드도 달러화의 글로벌 약세와 맞물려 빠른 속도로 증가
- 이와 같은 달러 캐리트레이드는 미 연준의 초저금리정책에 따른 달러화 과잉유동성이 고금리·고성장 국가의 위험자산 시장으로 이동하고 있음을 나타내는 것임
 - 이와 같은 자금흐름이 글로벌 경기회복과 맞물릴 경우 신흥시장국 위험 프리미엄의 축소(re-pricing of risk premium)로 이어져 외화자금 사정이 개선되는 등 이들 경제에 긍정적으로 작용할 전망
 - 한편 달러 캐리트레이드는 외국인 투자자금의 신흥시장국으로의 과도한 유입에 따른 환율 절상 및 통화증발 등 부작용을 초래할 수도 있음

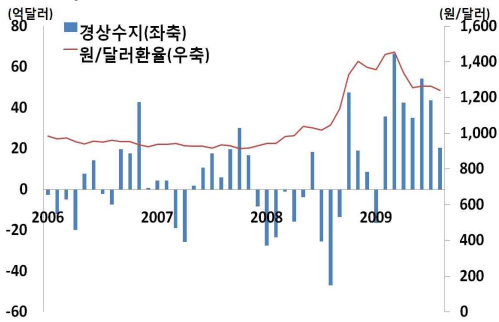
- 실증분석 결과 달러화 단기금리(3개월물 Libor 기준) 하락기의 경우 달러화 지수와 Libor간 상관관계수가 0.48~0.55로 나타나 향후 달러화 금리가 하락할수록 달러화 가치는 약세를 보일 전망

달러화지수와 Libor(3개월물)의 기간별 상관관계수

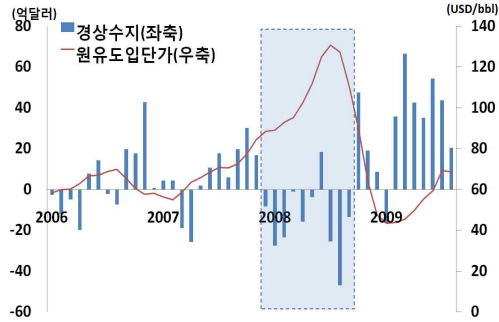
Libor 상승기			Libor 하락기	
'94.2월~'95.1월	'99.5월~'00.6월	'04.4월~'06.8월	'00.6월~'04.4월	'08.10월~'09.9월
-0.79	0.55	0.035	0.55	0.48

- 달러화 약세와 함께 신흥시장국 통화의 강세가 지속될 경우 상당수 신흥시장국의 경상수지는 흑자규모가 큰 폭 축소될 것으로 예상
 - 특히 달러화 약세, 세계경기 회복 등이 맞물리면서 국제유가 등 원자재가격이 크게 상승할 경우 자원의존도가 높은 신흥시장국의 경상수지에 부정적 영향을 미칠 수 있음

원/달러 환율과 경상수지 추이



유가와 경상수지 추이



자료: ECOS, 지식경제부

- 한편, 중장기적으로 볼 때 달러 캐리트레이드는 글로벌 금융시장의 불안요인으로 작용할 가능성이 상존
 - 만일 미 연준의 출구전략이 예상보다 조기에 시행될 경우 캐리트레이드가 급격히 청산되면서 환율 급변동, 급격한 자금유출입 등의 영향으로 신흥시장국 금융시장이 불안해질 수 있음

— 다만, 금번 달러 캐리트레이드의 경우 광의의 비차입형 캐리와 파생 캐리 트레이드 중심으로 이루어지고 있어

과거 레버리지 효과가 큰 차입형 캐리 중심의 엔 캐리트레이드의 경우와 달리 청산시 시장불안 정도가 다소 제한적일 수도 있음

○ 또한 최근에는 대부분의 주요국 금리가 1%를 하회하고 있어 달러화 금리가 소폭 상승하는 경우에도 캐리트레이드의 조달통화가 급격히 바뀔 가능성이 상존

□ 따라서 신흥시장국 정책당국은 달러화 중심의 캐리트레이드에 대한 모니터링을 강화하는 한편

자금유출입의 급격한 쏠림현상을 완화할 수 있도록 정책적 노력을 경주해 나가는 것이 바람직

< 참고문헌 >

Deutsche Bank, 2007, "Currencies: Carry Investing"

Deutsche Bank, 2009, "DB Currency Harvest Index Review: August"

Deutsche Bank, 2009, "DB Currency Returns"

Jacob Gyntelberg and Eli M Remolona, 2007, "Risk in carry trades: a look at target currencies in Asia and the Pacific", BIS Quarterly Review, December 2007, Bank of International Settlement

J.P.Morgan, 2008, "Alternatives to standard carry and momentum in FX"

J.P.Morgan, 2009, "Structural Change in FX: The Inevitable, the Probable and the Pipe Dreams"

J.P.Morgan, 2009, "Keeping up with the Watanabes: Who drives the carry trade post-crisis?"

J.P.Morgan, 2009, "FX in a world with less leverage and more regulation"

Michele Cavallo, 2006, "Interest Rates, Carry Trades, and Exchange Rate Movements", FRBSF Economic Letter, No.2006-31, Federal Reserve Bank of San Francisco

Vineer Bhansali, 2007, "Volatility and the Carry Trade", The Journal of Fixed Income, Winter 2007