

OPINION

선임연구위원
장근혁

한미금리 역전에 따른 환헤지 비용의 증가와 시사점*

2022년 7월부터 현재까지 이어지고 있는 한미금리 역전의 경우 과거에 비해 역전폭(2%)이 가장 클 뿐만 아니라 기간 측면에서도 과거보다 오래 지속될 가능성이 있다. 한미금리가 역전되면서 선물환 매도 헤지를 수행하는 국내 경제주체들의 환헤지 환경도 과거와 달라졌다. 국내 투자자나 수출업체들이 과거에는 환헤지를 통해서 원달러 환율 변동(하락)위험을 헤지하고 추가로 이득을 얻을 수 있었던 반면, 최근에는 한미금리가 역전되고 역전폭이 확대되면서 오히려 환헤지 비용이 증가하고 있다.

환헤지를 필요로 하는 경제주체들은 한미금리 역전이 지속되는 동안 환헤지 비용이 꾸준히 발생할 수 있다는 점에 유념하고, 금리 역전의 장기화도 대비할 필요가 있다. 특히, 수출업체들의 경우 지속해서 발생할 수 있는 환헤지 비용의 증가로 인한 수익성 악화를 대비하여야 한다. 정책당국도 이러한 점을 감안하여 중소 수출업체들의 환위험관리에 대한 지원을 검토해 볼 필요가 있다. 국내 투자자들은 해외투자 과정에서 지금까지와 같이 관성적으로 환헤지를 추구하기보다는 외환(currency)을 하나의 투자 포트폴리오로 인식하고 환헤지 비용과 각 투자자의 상황을 고려한 체계적인 환헤지 전략을 수립할 필요가 있다.

2022년부터 미국 연준의 초긴축적 통화정책으로 급격한 금리인상이 이어지면서 국내금리보다 미국금리가 더 높은 수준을 보이는 한미금리 역전¹⁾ 현상이 지속되고 있다. 2000년 이후를 보면, 통상 국내금리가 미국금리보다 높은 상황이었으며, 일시적으로 역전 현상이 발생한 후 회복되곤 하였다. 최근의 한미금리 역전의 경우 과거에 비해 역전폭(2%)이 가장 클 뿐만 아니라 기간 측면에서도 과거보다 오래 지속될 가능성도 있다(이승호 · 장근혁, 2023).

한미금리 차이는 원달러환율 변동을 헤지하는 데 수반되는 환헤지 비용에 영향을 준다. 국내 경제주체들은 주로 선물환 매도²⁾ 방향으로 환헤지를 수행하는데, 한미금리 역전폭이 확대되면서 선물환 매도에 대한 환헤지 비용이 증가하고 있다. 본고에서는 한미금리 역전이 환헤지 비용 증가에 미치는 영향을 살펴보고, 해외투자에 대한 실제 사례 분석과 함께 시사점을 논의하려고 한다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

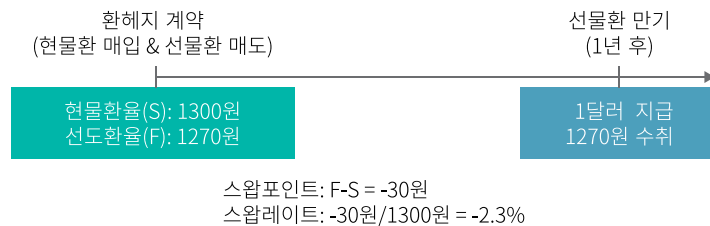
- 1) 한미금리 차이는 '한국금리-미국금리'를 나타내고, 역전은 '한국금리<미국금리'를 의미한다. 본고에서는 주로 '기준금리' 기준이며, 12월 19일 현재 한국은 3.5%이고, 미국은 상단 기준 5.5%이다.
- 2) 미래에 달러를 매도하는 거래로 달러자산(금융자산, 미수금 등)을 보유하고 있는 경우 원달러 환율이 하락하여 원화 평가손실이 발생할 위험을 헤지한다. 본고에서 환헤지는 이러한 방향의 헤지를 대상으로 한다. 만기가 긴(1년 초과) 경우 계약기간 중 이자교환이 포함된 통화스왑으로 거래하기도 한다.

한미금리 차이와 환헤지 비용

국내 경제주체의 환헤지 거래는 주로 선물환 매도 방향이라고 할 수 있다. 2000년대부터 수출업체의 경우 미래 수취하게 될 달러(외화) 수출대금에 대해 환헤지를 수행해 왔다. 한편, 국내 투자자의 해외투자가 확대되면서 해외자산에 대한 환헤지 거래도 꾸준히 증가해 왔다.

일반적인 국내 투자자의 해외투자 과정에서 환헤지 구조는 <그림 1>과 같다. 현물환율(S)로 환전하여 해외자산을 매입하고 선도환율(F)로 환헤지(선물환 매도) 계약을 체결하면,³⁾ 미래 시점 원달러 환율을 선도환율(F)로 고정하여 환율 변동위험을 헤지할 수 있다. 수출업체가 수행하는 미래 수출대금에 대한 환헤지의 경우 초기 환전 없이 선물환 매도 계약만 체결하게 된다. 여기에서 선도환율(F)과 현물환율(S)의 차이인 ‘스왑포인트(=F-S)’만큼 추가 손익이 발생하며 이를 ‘환헤지 비용’이라고 볼 수 있다. ‘스왑레이트(=(F-S)/S)’는 스왑포인트를 환율(S)로 나누어 수익률(%)로 환산하고 연율화한 값이다. 환헤지 비용인 스왑포인트 또는 스왑레이트는 국내금리와 미국금리의 차이에 의해 결정되는데,⁴⁾ 통상적으로 국내금리가 미국금리보다 높았던 양(+의 스왑포인트 시기 동안 환헤지를 수행하면, 환율 변동위험의 헤지효과 외에 스왑포인트 또는 스왑레이트만큼 추가 이득을 얻을 수 있었다. 그러나 한미금리가 역전된 현재는 이와 반대 상황이며, 예를 들어 수출업체가 <그림 1>처럼 1년 만기 환헤지를 수행하면 현물환율(S)보다 30원이나 낮은 선도환율(F)에 따라 1달러당 30원 또는 원금 기준으로 2.3%의 환헤지 비용이 발생한다.

<그림 1> 환헤지 구조(예시)



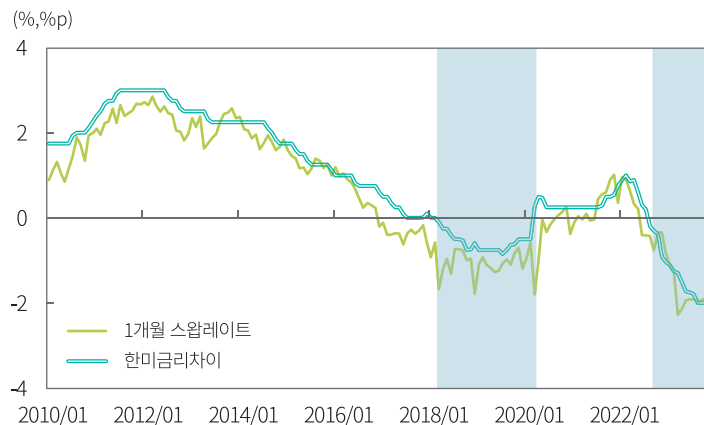
<그림 2>는 글로벌 금융위기 이후 최근까지 한미금리 차이 및 스왑레이트 추이를 나타낸다. 최근 한미금리가 역전되면서 스왑포인트 및 스왑레이트가 일정 시차를 보이기는 하나 이론값에 따라 음(-)

3) 현물환 매입과 선물환 매도를 동시에 체결하는 거래를 외환스왑(FX swap)이라고 한다.

4) 현물환율 S, 국내 금리 r_{krw} , 미국 금리 r_{usd} 일 때, 선도환율 CIRP(Covered Interest Rate Parity)에 의해 $F = \frac{(1+r_{krw})}{(1+r_{usd})}S$ 이다. 따라서 선도환율과 현물환율의 차이인 ‘스왑포인트’는 $F - S = S \left[\frac{(1+r_{krw})}{(1+r_{usd})} - 1 \right] = \frac{S}{(1+r_{usd})} [r_{krw} - r_{usd}] \cong S[r_{krw} - r_{usd}]$ 이고, ‘스왑레이트’는 $\frac{F-S}{S} \cong [r_{krw} - r_{usd}]$ 로 한미금리차이를 따른다. 이 식에서 원화 금리 $r_{krw} = r_{krw,m} + b$ 는 음(-)의 ‘베이스스’ b가 포함되어 시장원화 금리 $r_{krw,m}$ 보다 낮게 형성된다. <그림 2>에서 스왑레이트가 이론값인 한미금리차이와 정확히 일치하지 않는 것은 외환스왑시장의 수급요인, 원화의 신용위험, 대외불확실성에 따른 리스크 요인 등이 베이스스 b에 복합적으로 영향을 주는 데 따른 것이다.

으로 전환되었다.⁵⁾ 그래프에서 한미금리 역전 여부에 따라 시기별로 구분해 보면, 2010년 1월~2018년 2월 기간에 평균 한미금리 차이 및 스왑레이트가 각각 1.8%와 1.4%로 양(+)의 값을 나타냈다. 즉, 환헤지를 통해 환율 변화를 헤지하고 추가적으로 평균 1.4%(연율)의 이익을 얻을 수 있었다. 반면, 역전 기간(음영 구간)인 2018년 3월~2020년 2월 기간에 평균 스왑레이트는 -1.0%로 환헤지를 수행하면서 평균 1.0%(연율)의 환헤지 비용이 발생했다고 할 수 있다.⁶⁾ 이후 한미금리 역전이 해소되면서 스왑레이트는 양(+)으로 전환되었지만, 최근 다시 한미금리 역전이 심화되면서 2023년 3월부터 스왑레이트는 글로벌 금융위기 이후 가장 낮은 -2% 내외 수준을 유지하고 있다.

〈그림 2〉 한미금리 차이¹⁾ 및 스왑레이트²⁾ 추이(월평균)



주 : 1) 양국 기준금리 기준으로 '한국금리-미국금리', 역전 기간을 음영으로 표시
 2) 1개월 만기 선도환율을 사용
 자료: 한국은행, FED, Bloomberg

해외증권투자와 환헤지 비용 분석

아래에서는 실제 해외증권투자펀드에 대해 스왑레이트 상황에 따라 발생한 환헤지 비용을 비교해 보려고 한다. 해외투자펀드는 설정되는 과정에서 투자자의 요구에 따라 환헤지 정책이 정해지며, 환헤지 여부에 따라 환노출형 펀드와 환헤지형 펀드로 분류될 수 있다. S&P500지수를 추종하는 ETF의 경우도 환헤지형 ETF와 환노출형 ETF로 구분될 수 있다. 통상 환율 상승 시기에는 환노출형의 성과가 좋고 환율 하락 시기에는 환헤지형의 성과가 좋다고 할 수 있는데, 환헤지 비용이 큰 상황에서는 환율 변화 효과 외에 환헤지 비용을 감안할 필요도 있다.

일반적으로 환헤지형 펀드 또는 ETF는 만기 1개월~1년의 외환스왑(현물환 매입+선물환 매도)을 롤오버하는 방식으로 환헤지를 수행하여 원달러 환율 변화를 헤지한다. 따라서 환헤지형 펀드의 경우

5) 스왑레이트와 금리차이가 일치하지 않는 이유는 각주4의 '베이스스'를 참고하면 된다.
 6) 스왑레이트 외에 거래비용이나 시장 상황에 따라 실제 환헤지 과정에서는 추가적인 환헤지 수익이나 비용이 발생한다.

앞에서 살펴본 바와 같이 환율 변화 헤지효과 외에 스왑포인트나 스왑레이트에 따른 환헤지 비용(또는 수익)이 추가로 발생할 수 있다. 즉, 환노출형 펀드의 수익률에서 환율 변화 효과를 제외한 ‘환율조정 수익률’과 환헤지형 펀드의 수익률 간 차이가 발생하며 이를 환헤지 비용(또는 수익)으로 볼 수 있다.⁷⁾

〈표 1〉은 스왑레이트가 양(+인 기간(Panel A)과 음(-인 기간(Panel B)을 구분하여 각각 해외증권 투자펀드⁸⁾와 해외지수(S&P500, 나스닥100) 추종 ETF의 환헤지형 및 환노출형 수익률과 함께 환헤지 비용을 정리한 결과이다. 먼저 스왑레이트가 양(+인 2021년 7월~2022년 4월까지 기간⁹⁾을 살펴보자(〈표 1〉의 Panel A). 펀드A에 대해 보면, 환노출형의 수익률(①)은 7%를 기록하였으나 환율상승 효과(②)인 10.9%를 차감한 환율조정수익률(③)은 -3.9%이다. 같은 기간 환헤지형의 수익률(④)은 -2.6%로 환율조정수익률(-3.9%)보다 1.3% 더 높다. 즉, 환헤지를 수행하는 과정에서 환헤지 효과를 제외하고 1.3%(연율 1.6%)의 추가 이익을 얻었다고 볼 수 있다. 환율이 10.9%나 상승해서 환노출형의 수익률이 환헤지형보다 높지만, 환율 변화분을 제외하고 비교하면 환헤지형의 수익률이 더 높았던 시기였다. 다른 B, C 펀드에 대해서도 각각 0.5%(연율 0.7%), 0.9%(연율 1.1%)의 환헤지 이익이 발생하였는데, 이러한 이익은 양의 스왑레이트(기간평균 0.7%)로 인한 효과라 할 수 있다.

반면, 스왑레이트가 음(-인 2022년 12월~2023년 11월까지 기간¹⁰⁾에는 반대의 결과가 나타난다(〈표 1〉의 Panel B). 예를 들어 S&P500지수 추종 ETF에 대해 보면, 환노출형 ETF 수익률(①)은 10%로 원달러 환율 변화율(②) -0.9%를 감안한 환율조정수익률(③)은 10.9%이다. 같은 기간 동안 환헤지형의 수익률(④)은 8.4%로 환율조정수익률(10.9%)보다 2.5%나 더 작는데, 환헤지 비용이 2.5% 발생했다고 볼 수 있다. 나스닥100지수 추종 ETF, A, B 펀드에 대해서도 각각 2.8%, 2.5%, 2.5%의 환헤지 비용이 발생하였는데, 이러한 비용은 음의 스왑레이트(기간평균 -1.8%)로 인한 효과라 할 수 있다. 보통 환율이 하락하면 환헤지형의 성과가 환노출형보다 좋은데, 위 기간에는 환율이 0.9% 하락했음에도 환율 하락 효과보다 환헤지 비용이 더 많이 발생했기 때문에 환노출형의 수익률(①)이 환헤지형 수익률(④)보다 높은 결과가 나온다. 따라서 최근과 같이 환헤지 비용이 증가하는 상황에서 환헤지 전략 수립시 환율 변화에 대한 헤지효과와 함께 한미금리 역전 상황이 지속될 경우 발생하게 되는 이러한 추가적인 환헤지 비용도 고려할 필요가 있다.

7) 거래비용이나 시장 상황에 따라 스왑레이트 데이터와 실제 환헤지 비용 간 다소 차이가 발생할 수 있다. 환헤지형 펀드의 수익률이 환노출형 펀드의 ‘환율조정수익률’보다 작은 경우 환헤지 비용이 발생한다고 해석한다.

8) 환노출형(UH)과 환헤지형(H)이 동시에 존재하는 사례(A펀드(미국 인덱스형), B펀드(채권형), C펀드(미국 성장주식형))를 분석하였다.

9) 비교 가능한 펀드들이 존재하는 2020년 이후를 대상으로 1개월 만기 스왑레이트(월평균)가 0.4% 이상으로 유지되는 기간을 선택하였다.

10) 1개월 만기 스왑레이트(월평균)가 -0.4% 이하로 유지되는 기간이다.

<표 1> 환노출형 및 환헤지형 펀드(ETF)의 성과 비교

Panel A: 양(+)의 스왑레이트 기간, 2021년 7월 ~ 2022년 4월(10개월)

(단위: %)

펀드 ¹⁾	환노출 펀드(ETF)			환헤지 펀드 (ETF) 수익률 ④	헤지비용 (헤지이익) ³⁾ ④-③	헤지비용 (헤지이익) (연환산)	스왑 레이트
	펀드 수익률 ①	환율 변화율 ②	환율조정 수익률 ²⁾ ③=②-①				
A(펀드)	7.0	10.9	-3.9	-2.6	+1.3	+1.6	+0.7
B(펀드)	3.8		-7.1	-6.6	+0.5	+0.7	
C(펀드)	-5.1		-16.0	-15.1	+0.9	+1.1	

Panel B: 음(-)의 스왑레이트 기간, 2022년 12월 ~ 2023년 11월(12개월)

(단위: %)

ETF 추종지수 또는 펀드 ¹⁾	환노출 펀드(ETF)			환헤지 펀드 (ETF) 수익률 ④	헤지비용 (헤지이익) ³⁾ ④-③	헤지비용 (헤지이익) (연환산)	스왑 레이트
	펀드 수익률 ①	환율 변화율 ②	환율조정 수익률 ²⁾ ③=②-①				
S&P500	10.0	-0.9	10.9	8.4	-2.5	-2.5	-1.8
나스닥100	27.7		28.6	25.8	-2.8	-2.8	
A(펀드)	9.4		10.3	7.8	-2.5	-2.5	
B(펀드)	3.6		4.5	2.0	-2.5	-2.5	

주 : 1) A펀드(미국 인덱스형), B펀드(채권형), C펀드(미국 성장주식형)의 경우 같은 모펀드의 환헤지형 및 환노출형 자펀드의 기준가 사용, ETF의 경우 추종지수별로 현물 ETF들의 수익률 평균을 사용(S&P500 경우 환노출 3개, 환헤지 2개, 나스닥100의 경우 환노출 2개, 환헤지 1개)

2) 환노출 펀드(또는 ETF)의 수익률에서 원달러 환율 변화율을 차감하여 산출

3) 환헤지형 수익률에서 환노출형의 환율조정수익률을 차감하여 산출, 환헤지로 발생하는 이익(+부호) 또는 비용(-부호)으로 해석

자료: Fn-Guide, 한국은행, 자본시장연구원

요약 및 시사점

한미금리가 역전되면서 선물환 매도 헤지를 수행하는 국내 경제주체들의 환헤지 환경도 과거와 달라졌다. 국내 투자자나 수출업체들이 과거에는 환헤지를 통해서 원달러 환율 변동(하락)을 헤지하고 추가로 이득을 얻을 수도 있었던 반면, 최근에는 한미금리가 역전되고 역전폭이 확대되면서 오히려 환헤지 비용이 발생하고, 그 비용이 증가하고 있다.

환헤지를 필요로 하는 경제주체들은 한미금리 역전이 지속되는 동안 환헤지 비용이 꾸준히 발생할 수 있다는 점에 유념하고, 금리 역전의 장기화도 대비할 필요가 있다. 특히, 수출업체들의 경우 지속해서 발생할 수 있는 환헤지 비용의 증가로 인한 수익성 악화를 대비하여야 한다. 정책당국도 이러한 점을 감안하여 중소 수출업체들의 환위험관리에 대한 지원을 검토해 볼 필요가 있다. 한편, 국내 투자자들은 해외투자 과정에서 지금까지와 같이 관성적으로 환헤지를 추구하기보다는 외환(currency)을 하나의 투자 포트폴리오로 인식하고 환헤지 비용과 각 투자자의 상황을 고려한 체계적인 환헤지 전략을 수립할 필요가 있다.

참고문헌

이승호·장근혁, 2023, 『내외금리차 역전이 자본유출입 및 외자조달비용에 미치는 영향과 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 23-24.