

연휴 기간 코멘트: 이면보다는 현상에 주목

SUMMARY

- 대만 달러의 급등의 근거로 대만 수출기업, 생보사들의 환헤지 수요라는 주장은 일부 타당하나, 1) 실제 포지션 변화 데이터를 확인하기 어렵고, 2) 원화 외 아시아 통화 전반적인 강세를 설명하기에는 부족한 측면이 있음
- 급격한 변동성을 초래한 것은 결국 달러 약세로, 4월 초 이후 달러인덱스는 104pt대에서 하락한 뒤 100pt를 넘지 못하고 있음. 1) 정책 불확실성, 2) 미국 수입규모 확대에 기인하며, 장기적으로는 사재기 수요 소멸 이후 미국 수입규모 감소, 단기적으로 5월 FOMC 동결 및 매파 발언 나올 시 달러 추가 약세는 제한될 가능성
- 대만달러 급등 사례는 아시아 국가의 달러 헤지 확대와 미국 외 투자 다각화의 계기. 방향성보다는 급격한 변동성이 문제이며 원달러 환율 변동성이 확대되는 구간에서는 수출주 중 환헤지를 적극적으로 해왔던 기업이 상대적으로 유리, 위안화 강세라는 현상에 주목한다면 수출주 < 내수주 선호 전망을 강화하는 근거가 될 수 있음

아시아 통화 강세라는 결과는 수출주 < 내수주 선호 전망 강화

● 대만 달러 급등 해프닝

연휴 동안 대두됐던 이슈는 대만 달러의 급격한 강세. 대만 달러는 5/2 장중 29.64 대만달러까지 오르며 이틀간 8%에 가까운 변동성을 보임. 지난 금요일 장 후반부터 나타났던 원화의 급격한 강세도 이에 연동됐을 가능성.

전일 30.16대만달러로 약세 전환하며 급등분 일부 회복했으나 달러 약세가 초래하는 환 변동성에 대한 불안감은 이어질 수 있음. 원인을 추측해보면 다음과 같음.

1. 미중 무역 협상 진전으로 나타난 위안화 강세에 연동된 아시아 통화 동반 절상, 특히 관세 피해가 컸던 반도체 산업 비중이 높은 대만, 한국 통화의 동반 강세
2. 달러 약세로 TSMC를 비롯한 대만 수출 기업들의 환 헤지 수요
3. 마찬가지로 미국채를 자산으로 보유하고 있는 대만의 대형 생명보험사들의 달러화 채권 헤지를 위한 대만 달러 매수 수요
4. 지난 1일 미-대만 무역 합의의 일환으로 대만 통화 강세를 허용하는 협의가 있었을 수 있다는 추측

4번에 대해서는 5/5 장 마감 후 있었던 대만 중앙은행 긴급 기자회견을 통해 이틀간의 급격한 상승 관련해서 미국의 아시아 통화가치 절상 요구는 없었다고 발표. 2, 3번의 경우 대만발 외환 리스크 관리 실패 및 헤지 수요로 일시적인 변동성 확대 요인.

대만 생보사들은 약 1.7조 달러의 해외 자산을 보유, 2010년 중반 이후 해외투자 비중이 급격히 증가했으며 대부분이 미국 국채(해외채권 비중 약 50% 내외로 추정). 그에 비해 헤지 비율은 낮은 것으로 파악. 23년 기준 총 자산 대비 외환 익스포저 비중은 12%로 높은 편. 규제당국의 외환 변동성 준비금 적립 상한 설정으로 준비금 소진, 높은 헤지 비용 때문에 일부 외환 리스크 노출을 감수하고 있었음. 최근 달러 약세로 생보사들의 달러 자산 평가손실이 확대되어 달러 자산 매도, 대만 달러 수요가 증가. 이 과정에서 상대적으로 유동성이 풍부한 한국 원화를 간접 헤지 수단으로 사용했기 때문에 원화의 동반 강세가 나타났던 것이라는 추정.

다만 1) 실시간으로 생보사들의 실제 포지션 변화 데이터를 확인하기 어렵고, 2) 원화 외 아시아 통화 전반적인 강세를 설명하기는 부족. 마찬가지로 원화에 대한 포지션 증가를 보여주는 달러/원 선물 미결제 약정이 급증하는 모습은 나타나지 않았으며 향후 데이터 확인 필요.

● 관세 영향력 여전하지만 FOMC 금리인하는 아직

달러 약세 원인은 1) 정책 불확실성, 2) 미국 수입규모 확대에 기인. 미일, 미중 협상 난항, 외국 영화에 대한 100% 관세 부과 추진 및 철회 해프닝, 2주내 의약품 관세 예고 등 관세 불확실성 지속. 포드는 실적 발표에서 관세 불확실성을 이유로 2025년 가이드نس 제공 중단, 실제 기업의 투자 결정에 영향 확대.

한편 미국 3월 수입은 YOY 4.4% 급증한 4,190억 달러로 사상최고치. 상품 수입 역시 5.4% 증가한 3,468억달러, 상품 무역 적자 1,620억달러로 사상 최대. 기업들이 3월 철강 및 알루미늄 관세, 4월 초 상호관세 시행을 앞두고 급격히 수입을 늘린 결과. 즉 해외 수출업체에 지불한 달러가 시중에 사상 최대치로 증가했다는 뜻으로, 실제로 관세 부과가 시작된 4월 초 이후 달러인덱스는 104pt대에서 하락한 뒤 100pt를 넘지 못하고 있음.

장기적으로는 사재기 수요 소멸 이후 미국 수입규모 감소, 단기적으로 5월 FOMC 동결 및 매파 발언 나올 시 달러 추가 약세는 제한될 가능성. 지난주 4월 고용지표 호조에 이어 4월 ISM서비스업 지수도 예상치 상회, 특히 제조업지수와 마찬가지로 공급자 배송지수 상승, 물가지수는 2018년 미중무역 분쟁 발발 당시 수준까지 급등. ISM 측은 입항 처리 지연이 관세의 부담 주체를 둘러싼 공급업체와 조사 대상 기업들의 협상 때문에 배송지연이 발생하고 있다고 언급. 향후 물류비 상승 및 재고 부담으로 이어지며 물가 자극할 여지 존재.

● 이면보다는 현상에 주목

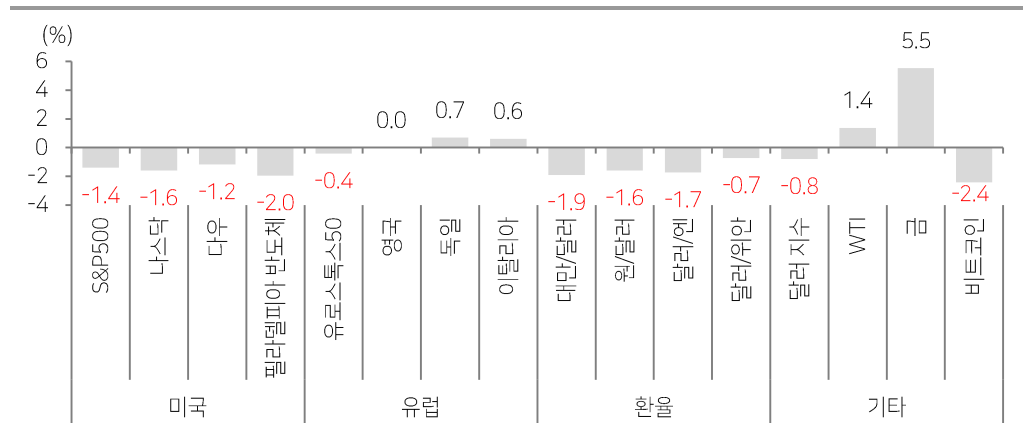
대만달러 급등 사례는 아시아 국가의 달러 헤지 확대와 미국 외 투자 다각화의 계기로 해석. 트럼프 관세와 약달러가 촉발한 부차적인 현상.

방향성보다는 급격한 변동성이 문제. 트럼프 행정부가 궁극적으로 목표하는 것은 달러 약세, 국채금리 하락이지만 (관세 부과로 수입 수요 감소 + 미국 내 리쇼어링 진행으로 수출 확대할 시 상대적으로 약달러 환경이 유리), 그 과정에서 투기적 수요로 인한 쏠림 현상이 나타날 시 달러 자산 보유 기관들의 달러 매도 가속화, 기업들의 투자 위축을 야기.

대만(EWT) ETF 제외 신흥국 ETF로의 자금 순유입은 관찰되지 않음. 원화 강세 -> 원화 자산 및 한국 증시 투자 유인 증가는 후행적으로 따르는 결과로, 원달러 환율 변동성이 확대되는 구간에서는 그동안 수출주 밸류에이션의 근거 중 하나였던 원화 약세 논리가 약화되며 되돌림 나타날 수 있음. 반대로 수출주 중 환헤지를 적극적으로 해왔던 기업의 경우 상대적으로 유리해지는 국면.

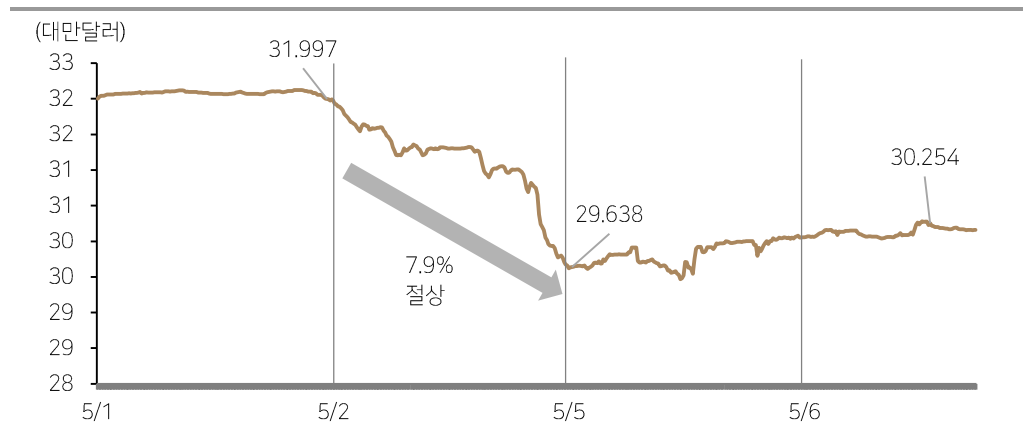
또한 중국 위안화도 6개월 만에 최고치인 1달러당 7.1879위안까지 상승. 대만 달러보다 원화와 상관계수가 큰 위안화 강세에 주목해보면, 중국 노동절 연휴를 앞두고 위안화 강세가 나타난다는 것은 중국으로의 자금 유입 유도 -> 자산가치 상승 -> 구매력 증가 -> 소비진작 구도를 의도한 것일 수 있음. 1) 중국이 수출 중심 성장에서 내수 중심 성장으로의 전환이 본격화되는 시점, 2) 트럼프와 협상을 위해 통화 절상의 필요성 확대, 그 결과 나타난 아시아 통화 강세는 수출주 < 내수주 선호 전망을 강화하는 근거.

Fig. 1: 연휴기간 주요 자산군 동향 (5/2 증가 대비 5/6 증가 기준)



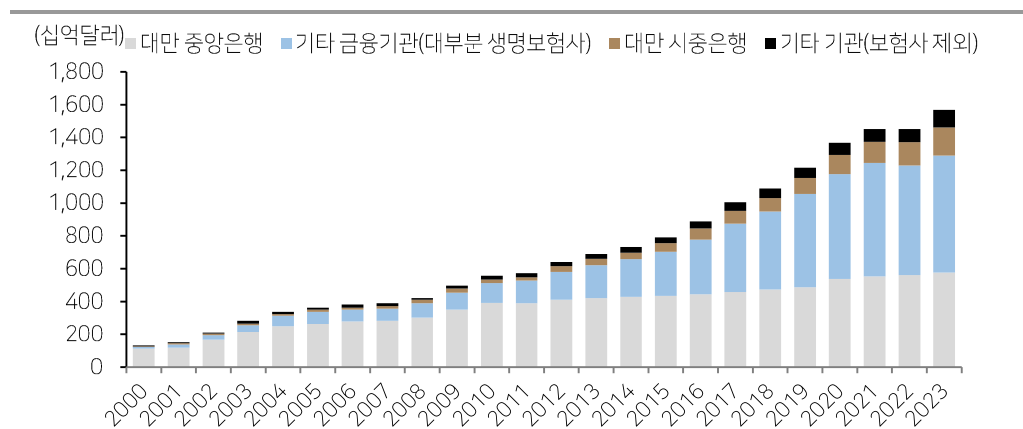
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 2: 5/2~5/6 대만달러 추이



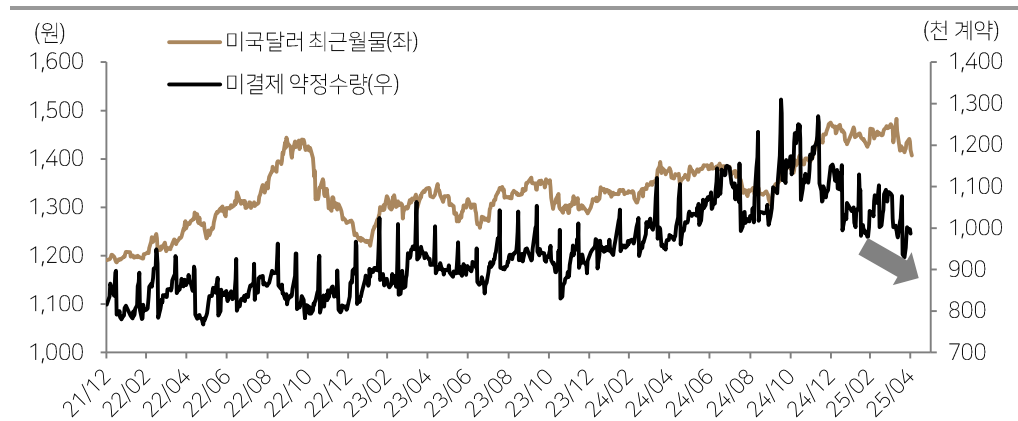
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 3: 대만의 외국 채권 보유 규모 추이: 기타 금융기관(생보사 포함) 보유 비중 약 45%



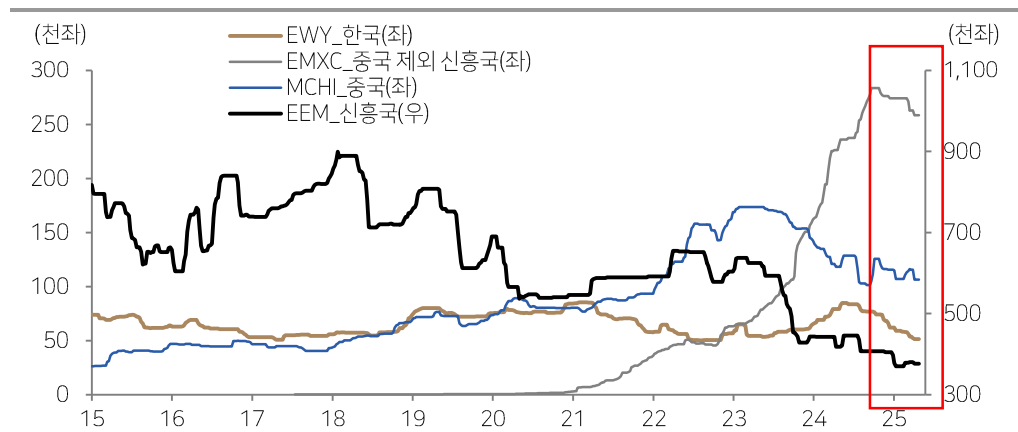
Source: FT, Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 4: 미국 달러 미결제약정: 5/2 기준 증가세는 나타나지 않음



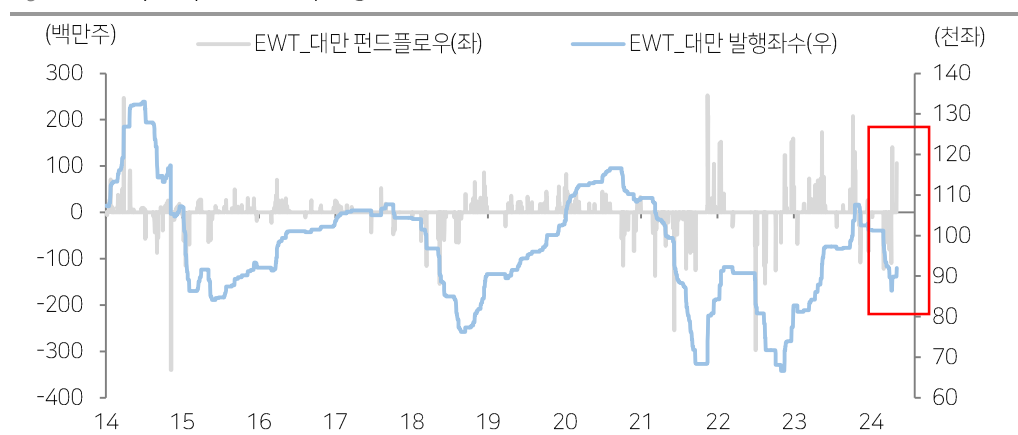
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 5: 신흥국 ETF 발행좌수: 5/2 기준 대만 ETF 제외 증가세는 나타나지 않음



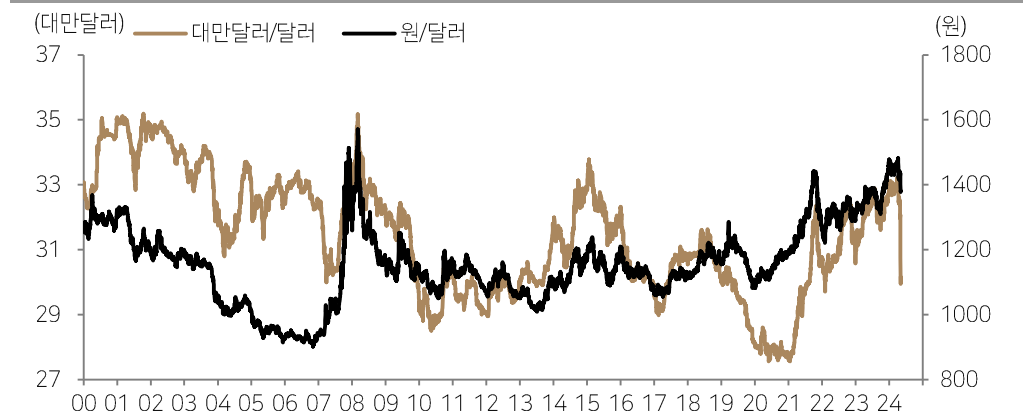
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 6: 대만(EWT) ETF 순유입, 발행좌수: 5/6 기준 자금 순유입 나타남



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 7: 대만달러/달러, 원/달러 (상관계수 0.23)



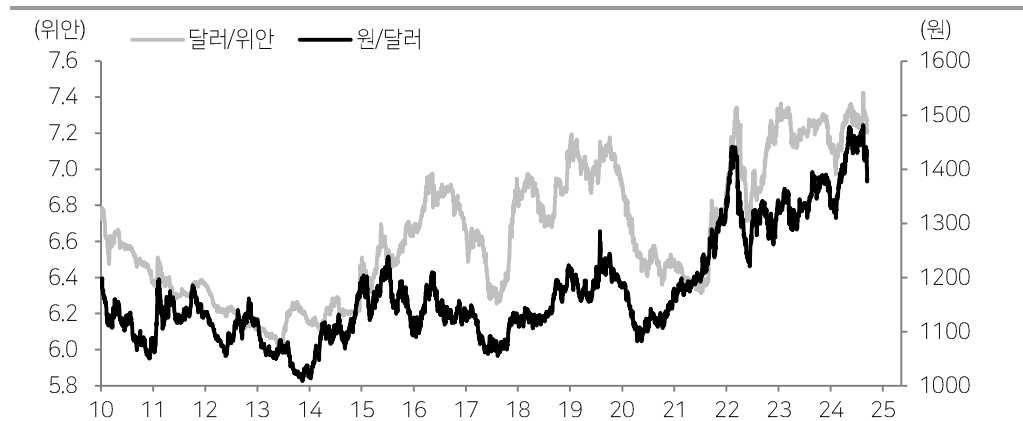
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 8: 달러/엔, 원/달러 (상관계수 0.45)



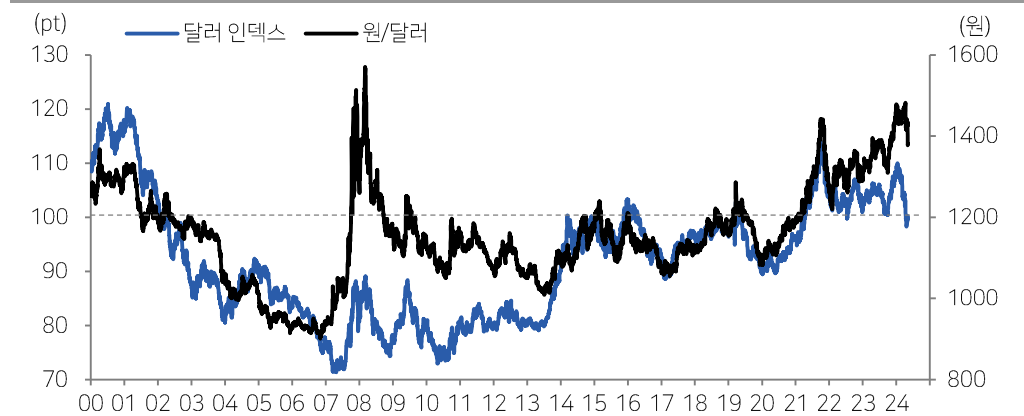
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 9: 달러/위안, 원/달러 (2010년 이후 상관계수 0.80)



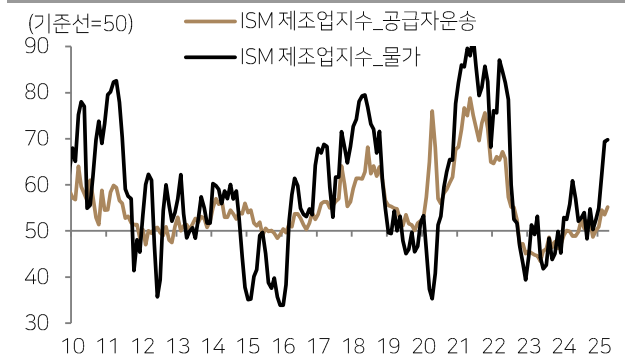
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 10: 달러인덱스, 원/달러 (상관계수 0.65): 4월 이후 달러인덱스는 100pt 하회



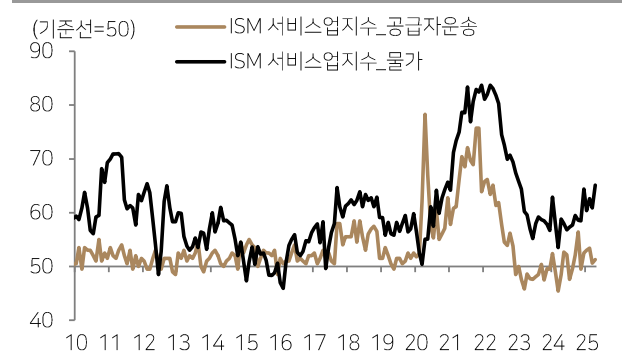
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 11: ISM 제조업지수 내 공급자 배송, 물가지수



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 12: ISM 서비스업지수 내 공급자 배송, 물가지수



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어OTF'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.