meritz Strategy Daily

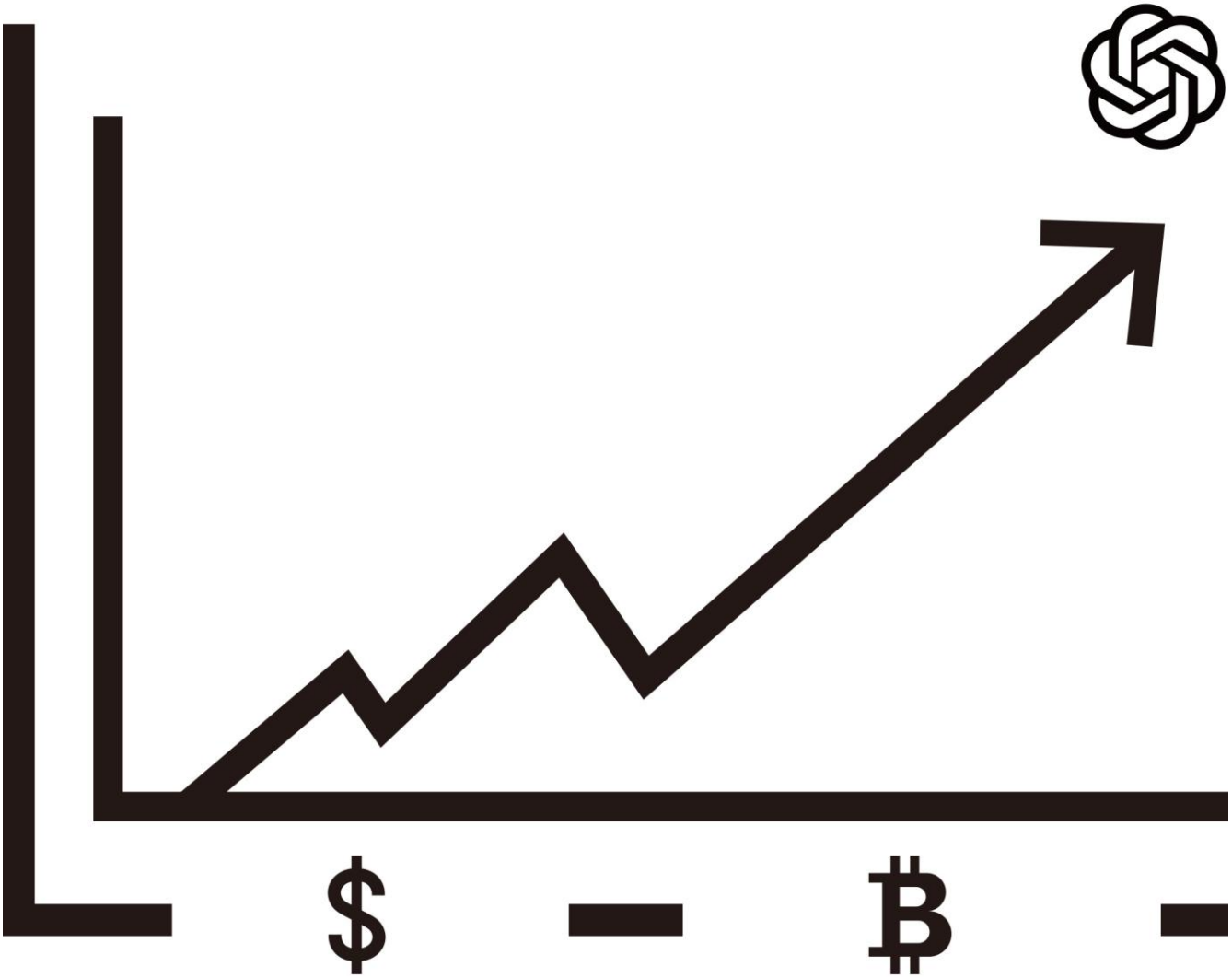
전략공감 2.0

2026. 2. 5 (목)

Strategy Idea
BOJ가 인상하면 엔 캐리가 청산되나?

오늘의 차트
제조업 회복, 반도체를 넘어 산업재까지?

칼럼의 재해석
귀금속 급락이 드러낸 레버리지 구조



본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

meritz 메리츠증권

Strategy Idea

BOJ 가 인상하면 엔 캐리가 청산되나?

경제분석
Economist **이승훈**
seunghoon.lee@meritz.co.kr

- ✓ 엔 캐리 트레이드 청산은 일본 고유요인보다는 글로벌 금융시장 충격에서 비롯
- ✓ BOJ 인상은 조달비용을 상승시켜 캐리트레이드 매력을 약화시키는 동력일 뿐 청산조건 아님
- ✓ 24년 8월이 강렬했던 이유: 1) 예기치 못한 BOJ 인상과 2) 과도한 포지션 쏠림이 수반된 때문
- ✓ 글로벌 시장 충격 있다면 캐리에도 영향 줄 것이나, BOJ가 진원지 될 가능성은 낮아

FAQ: BOJ가 인상하면 엔 캐리 청산인가요?

2월 2일, 일본은행은 1월 금융정책결정회의(1.22~23일) 의사록 요약본을 공개하였다. 일본은행은 개인소비지출의 물가 영향이 아직까지는 제한되고 있으나, 향후 1) 춘투 임금 인상폭, 2) 실제 가격결정의 흐름, 3) 인플레이션 기대에 따라 물가가 경직적일 가능성을 지목하였다. 통화정책의 경우, 금리인상의 효과를 가늠해 가며 몇 개월의 휴지기(few months interval)를 두고 점진적으로 인상하는 것을 선호하는 가운데, 1) 효과 분석에 너무 많은 시간을 들여서는 안되며 2) 정책이 경제나 물가 흐름에 뒤쳐지는 것(behind the curve)을 경계해야 함을 지적하고 있다.

다소 매파적으로 해석될 소지가 있는 문구들의 등장으로, 금융시장 일각에서는 다음 인상이 6~7월이 아니라 다음 수정 경제전망이 제시되는 4월일 가능성도 제기되고 있다. 1월 BOJ 회의 직전 66%이던 4월 인상 확률은 2월 4일 현재 75%까지 상승해 있다. Output gap (+) 상태에서 단행된 추경/확장재정, 5%대 협상임금 상승률, 엔화 약세에 기반한 수입물가 압력 등 다수의 인플레 유발 요인을 고려한다면 조기 인상이 오히려 바람직한 선택이 될 수도 있는 환경이다.

BOJ의 금리인상이나 통화정책 충격은 필연적으로 엔 캐리에 대한 우려를 수반한다. 필자가 **가장 많이 받는 질문 중 하나가 "BOJ가 인상하면 엔 캐리가 청산되는 것 아닌가"** 에 대한 것이니 말이다. 사실 당사는 이 문제를 2024년 FICC 하반기 전망, "미국 밖은 위험해"와 2025년 2월 12일 전략공감, "엔 절상 ≠ 엔 캐리 청산" 등을 통해 여러 차례 다룬 바 있었다. 관심 있는 투자자분들께 일독을 권한다. 그럼에도 2024년 8월의 기억이 워낙 강렬해서인지 걱정은 크고 질문은 되풀이된다. 오늘 전략공감2.0은 이 이슈를 필자의 언어를 통해 다시 다루고자 한다.

캐리 트레이드의 정의와 청산 조건

캐리 트레이드라는 것은, 통상 저금리 통화로 자금을 조달해서 다른 지역의 고수익 자산에 투자하는 것을 지칭한다. 자금 조달은 단기로 이루어지기에, 정책금리가 낮아 3개월 금리가 0%에 가까웠던 일본 엔화를 통해 자금을 조달 받아, 해외의 채권, 통화, 주식 등에 투자하는 것이 보편화되었다. 이를 엔 캐리 트레이드라고 지칭한다. 직관적으로 단순화해서 캐리 수익률을 계산해 본다면, 아래와 같은 공식으로 이해해 볼 수 있겠다.

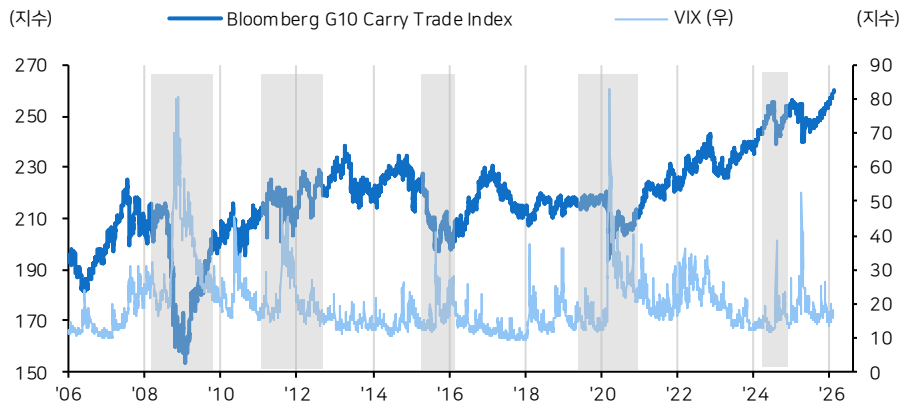
캐리 수익률 = 투자된 자산 수익률/리스크(변동성) – 환헤지비용 – 조달비용

여건에 따라 캐리 트레이드는 약화되거나 환류될 수 있고, 금융시장의 변화가 급격하다면 포지션이 "청산" 될 수도 있다. 여기에서 BOJ의 금리인상은 조달비용 충격에 해당한다. 따라서 일본은행이 정책금리를 인상하면(혹은 향후에 많이 인상할 것이라고 기대가 변하면), 조달비용(혹은 조달비용에 대한 기대)이 변하면서 캐리 트레이드 매력도가 떨어진다. 우리의 관심은 BOJ가 금리를 올리면 포지션이 "청산" 되며 진정 금융시장이 대혼란에 빠지는가에 있다.

일반적으로 엔 캐리 트레이드가 청산되었다고 지목되는 시점들은, 1) 아시아 외환위기와 LTCM 문제가 불거졌던 1998년, 2) 리만브라더스 파산과 함께 신용경색이 수반되었던 글로벌 금융위기(2008년 하반기), 3) 유럽 재정위기와 동일본 대지진(2011년 3월), 4) 위안화 절하, 글로벌 제조업 리세션(2015~16년), 5) 코로나19(2020년), 그리고 6) 2024년 8월의 BOJ 인상과 미국 고용충격(샘물 충족)이 맞물렸던 경우로 요약된다. 아래는 Bloomberg의 G10 캐리트레이드 지수와 VIX를 도해한 것인데, 캐리트레이드 지수 급락은 공히 VIX의 급격한 상승을 동반했다.

즉, **일본의 문제라기 보다는 투자된 상대자산의 리스크(변동성) 확대를 수반하는 글로벌 금융시장 충격에 의해, 캐리트레이드의 급격한 청산이 일어났다고 보는 것이 합리적인 접근**이다.

그림1 **Bloomberg G10 캐리트레이드 지수와 VIX 지수**

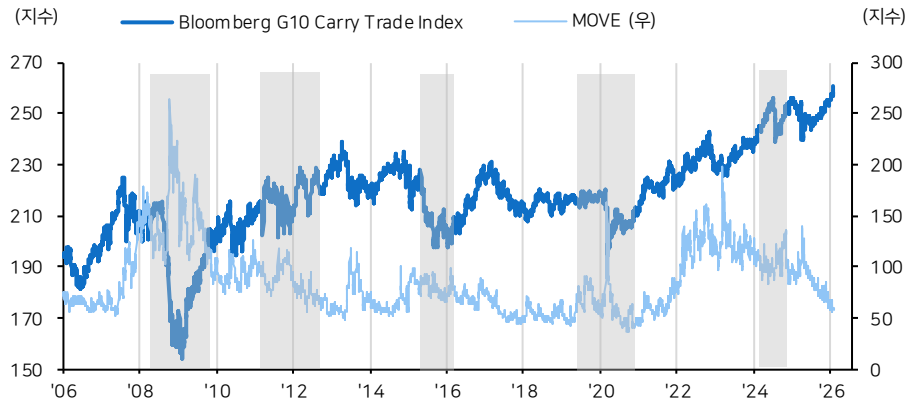


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

캐리 트레이드의 대상은 주식, 채권, 통화 등을 망라한다. 따라서 주식이 아닌 채권변동성이 확대될 때도 캐리 트레이드는 약화되거나 청산될 수 있다. 2013년의 Taper tantrum 당시 채권변동성이 크게 확대(미 국채 발 전세계 금리급등)되며 캐리 트레이드의 되돌림이 발생했으나, 엔 캐리 청산 사례로 지목되지는 않는다.

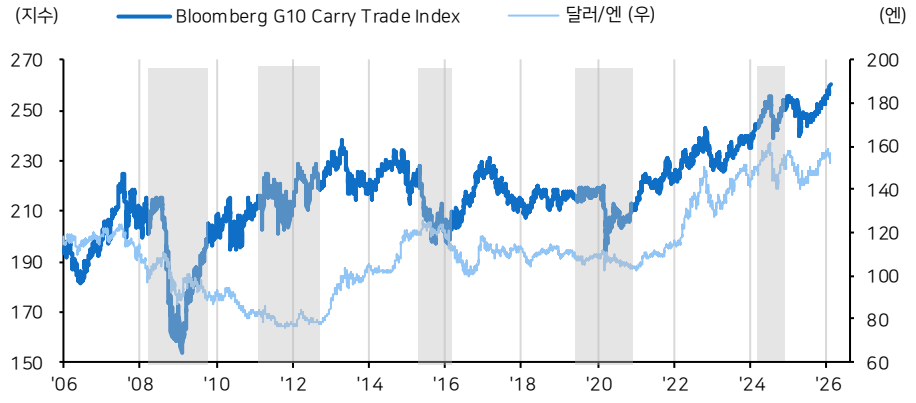
또한 역사적으로 지목되는 엔 캐리 청산 사례를 보면, 급격한 엔화 강세가 수반되었다고 단정짓기 어렵다. 2008년 8~9월과, 2024년 8월의 사례를 제외하면 엔 강세와 엔 캐리 청산 간에 반드시 (+)의 관계가 있다고 이야기할 수 없다.

그림2 **Bloomberg G10 캐리트레이드 지수와 MOVE 지수 (채권 변동성)**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 **Bloomberg G10 캐리트레이드 지수와 달러/엔 환율**

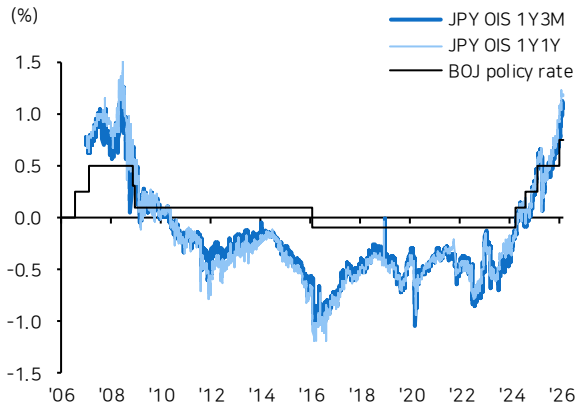


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

조달비용과 환헤지비용도 캐리 트레이드에 분명히 영향을 미치는 변수이다. 일본은행이 정책금리를 인상하고, 추후 인상을 더할 수 있다는 인식이 반영되면 미래의 조달비용 기대에 영향을 미친다. 급격한 기대 변화가 아니라면 이는 단순히 캐리 트레이드의 매력을 약화시킨다고 봐야 한다. 일본은행 금리인상이 엔화 강세 요인이라 지목하는 이유도 여기에 있다. 캐리 트레이드의 매력이 약화되면 이 경로를 통해 해외로 나가는 자금의 유출이 제한될 수 있기 때문이다.

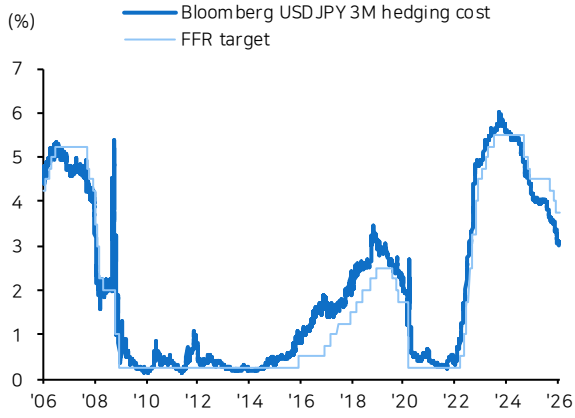
환헤지비용은 일본이 결정하는 변수는 아닌 것 같다. 3개월 간 헤지를 하고 계속 차환한다고 가정한다면, 그 비용은 사실상 미국 연준의 금리결정에 의해 좌우되기 때문이다. 2008년과 2011년, 그리고 2020년 일시적으로 연방기금금리와의 동행성이 깨진 적이 있다. 이 때는 1) 리만 사태, 2) 유럽 재정위기 심화, 3) 코로나19 등 충격에 의해 자금시장 신용경색이 발생된 때였다. 이 때는 헤지비용의 급상승이 캐리 트레이드 매력을 크게 반감시켰고, 금융시장 변동성(VIX, MOVE)도 큰 환경이었다는 점에서 "복합 충격"으로 이해할 수 있겠다.

그림4 JPY OIS Swap 금리: 1년 뒤 3개월물, 1년 뒤 1년물



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 USDJPY 3개월 헤지비용과 미국 연방기금금리 목표



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2024년 8월 경험이 강렬했던 이유

2024년 8월의 경험이 강렬했던 이유는, 엔화 강세를 동반한 캐리 트레이드의 청산이 나타났기 때문이다. 당시 일본은행은 시장 예상을 깨고 전격적으로 7월 말 금리인상을 단행한다. 엔화 약세가 심화되고 있었고, 일본은행이 당장 인상을 하지 않는다면 170엔을 갈 수 있다는 기대가 팽배했던 시기였다. 금정위 3일 전에 Nikkei Asia를 통해 금리인상을 시사했지만, 금융시장이 대비를 미쳐 하지 못했다. 누적되는 엔화 약세로 비상업 숏포지션이 7월 초순 역사상 최고치에 육박하는 22.3만 계약(28조엔에 상응)까지 늘어났고, 순 포지션도 엔 약세에 쏠려 있었다.

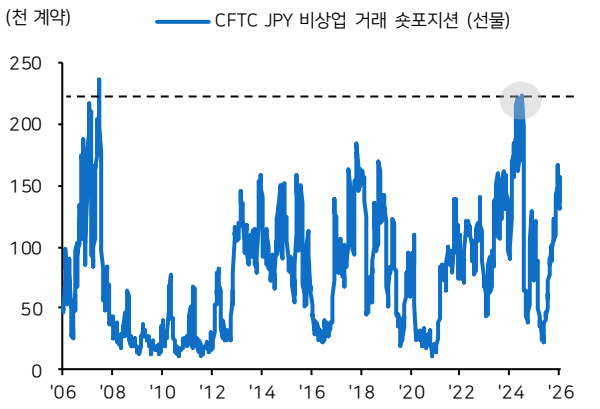
이러한 와중에, 미국 7월 실업률이 4.3%를 기록하면서 샘물(실업률 3개월 이동평균이 직전 12개월 저점을 0.5%p 상회하면 리세션) 기준을 충족하자, 주가와 채권금리, 달러화가 조정 받으며 금융시장 변동성이 극대화되었다. BOJ의 예기치 못한 행보도 있었지만 본질은 전세계적인 금융시장 조정이었다고 보는 것이 타당하다. 반대로 그 이후 진행된 일본은행의 선제적 커뮤니케이션은 이런 위험을 낮출 수 있는 요인으로 해석할 수 있겠다.

그림6 최근 18개월간 일본은행 금리결정 내용

결정일	콜금리 (%)	예상 부합?	Vote
2024-07-31	0.25	X	7-2
2024-09-20	0.25	O	만장일치
2024-10-31	0.25	O	만장일치
2024-12-19	0.25	O	8-1
2025-01-24	0.50	O	8-1
2025-03-19	0.50	O	만장일치
2025-05-01	0.50	O	만장일치
2025-06-17	0.50	O	만장일치
2025-07-31	0.50	O	만장일치
2025-09-19	0.50	O	7-2
2025-10-30	0.50	O	7-2
2025-12-19	0.75	O	만장일치
2026-01-23	0.75	O	8-1

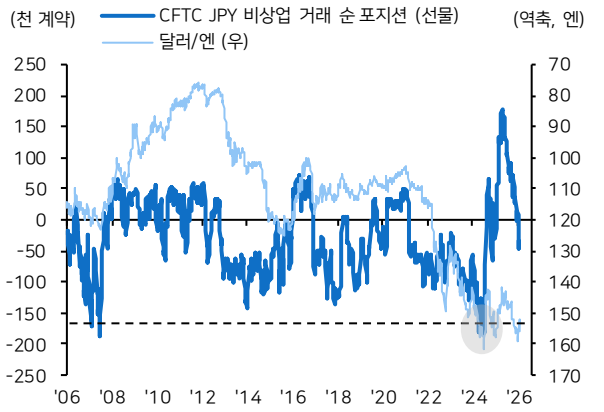
자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림7 CFTC 엔화 비상업 숏포지션 (선물)



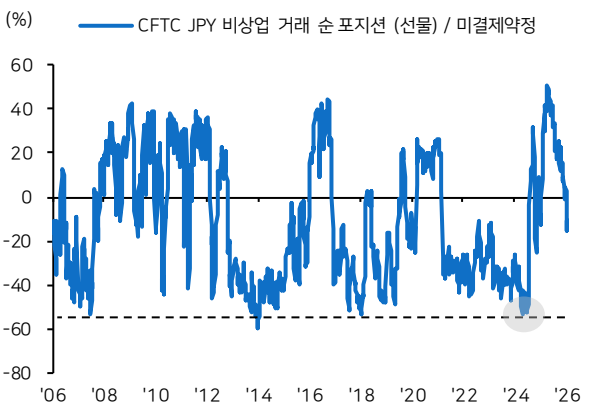
자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림8 CFTC 엔화 비상업 순(net) 포지션 (선물)



자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림9 CFTC 엔화 비상업 순(net) 포지션 (선물) / 미결제약정



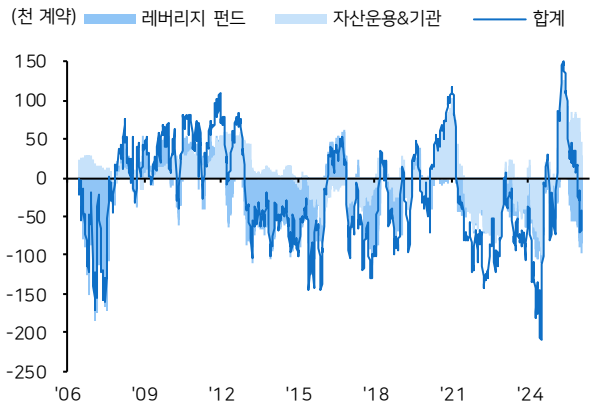
자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

엔 캐리 proxy update와 진단

아래 4개의 그림은 통상적으로 엔 캐리 포지션이 얼마나 쌓여 있고, 위험할 수 있는가를 간접적으로 측정해볼 수 있는 통계이다: 1) 엔화 비상업 포지션과 2) 마진거래는 부외 거래(off-balance)로 단기거래 중심이며, 3) 일본 거주자의 해외증권투자와 4) 일본 외은지점의 외국본점 송금액은 부내 거래(on-balance)로 장기거래 중심이다. 2024년 8월의 경우 엔화 비상업 포지션의 큰 폭 되돌림이 있었을 뿐, 나머지 3개 항목에서는 큰 변동이 없었다.

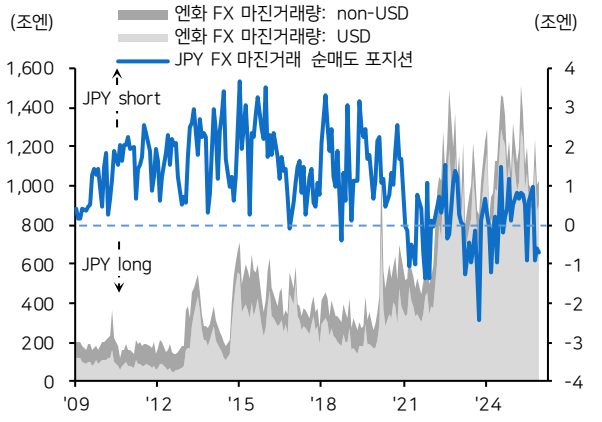
특이할 만한 사항은 리만 사태와 2015~16년 캐리청산 경험에서는 선물옵션 포지션뿐 아니라, 해외증권투자 및 외국본점 송금액에서도 상당한 되돌림이 관찰되었다는 것이다. 현재는 레버리지 펀드 중심으로 엔화 약세 베팅이 들어가 있다는 것이 불안 요인이다. 반면, 리테일 포지션의 쏠림은 없다. 해외증권투자 및 본지점 거래액은 많이 나가 있다. 금융시장 변동성이 커지면 충격은 적지 않을 수 있다.

그림10 CFTC 엔화 비상업 포지션 (선물, 옵션 모두 포함)



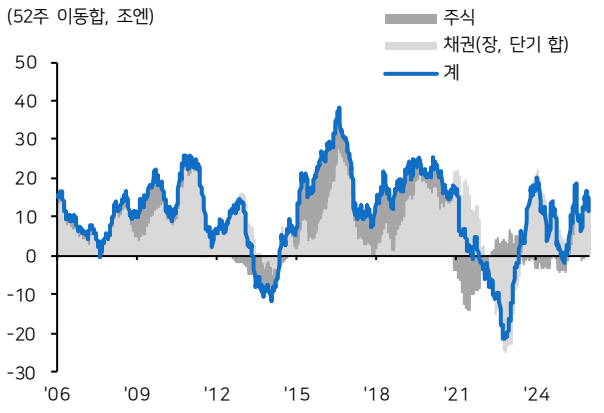
자료: CFTC, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 엔화 FX 마진거래 포지션과 거래량



주: USD, EUR, GBP, AUD, CHF, CAD, NZD, ZAR 8개 통화 대상
자료: 일본금융선물협회, 메리츠증권 리서치센터

그림12 일본 거주자의 해외증권투자 (flow)



자료: 일본 재무성, 메리츠증권 리서치센터

그림13 일본 내 외은지점의 외국본점 송금액

자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

추가로 아래에 일본의 지역별 해외 증권투자 잔액 통계를 수록하였다. 2024년 말 기준 일본 거주자의 해외증권투자 잔액은 693.9조엔이며, 이 중 342.2조엔이 미국 주식과 채권에 투자되어 있다. 케이만 군도와 룩셈부르크 등 이른바 조세회피 지역으로의 거래까지 포함하면 미국으로의 편중이 더 클 수 있다고 판단된다.

해외 증권투자가 모두 엔 캐리 트레이드에서 비롯된 것은 아니다. 하지만 미국 자산 비중이 크다는 점은 금융시장 충격의 진원지가 미국일 경우 일본 내국인의 증권투자와 전반적 외환 포지션에 영향이 클 수 있음을 시사한다.

소결론

지금까지 캐리 트레이드의 정의와 청산 조건, 그리고 향후 위험을 감지(?)할 수 있는 여러 proxy들을 다루었다. 오늘의 Key message는 다음과 같다.

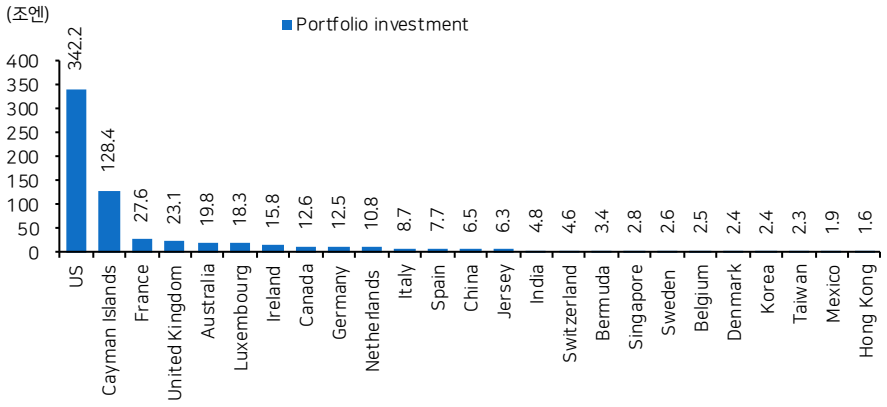
- 첫째, 엔 캐리 트레이드의 청산은 일본 고유 요인보다는 글로벌 금융시장 변동성이 확대될 때 발생한다.

- 둘째, 일본은행의 금리인상은 조달비용을 상승시켜 캐리 트레이드 매력을 "약화" 시키는 요인일 수 있지만 그 자체가 캐리 트레이드 "청산" 조건은 아니다.

- 셋째, 2024년 8월의 경험이 강렬했던 것은 이례적으로 일본은행의 금리인상이 예견된 것이 아니었고, 엔화 약세 포지션 쏠림도 컸기 때문이다. 마침 샘물 작동에 따른 글로벌 금융시장 조정이 커지자 청산 충격도 커진 것이다.

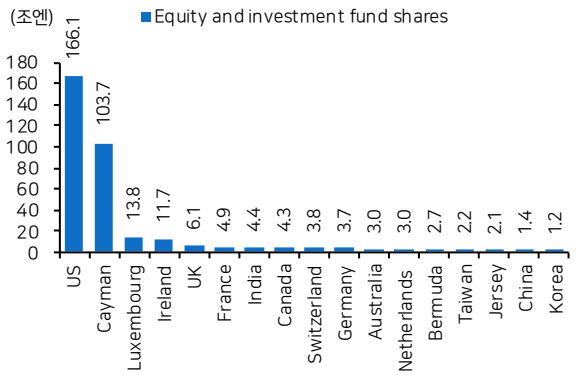
- 넷째, 레버리지 펀드 중심의 엔화 숏 포지션이 커져 있고, 밖으로 나가는 금액이 커지고 있다는 것은 "금융시장 충격" 이 있을 때 청산의 강도가 클 수 있음을 시사한다. 다만 일본은행 스스로 사전적인 커뮤니케이션을 강화하고 있기에, BOJ가 금융충격의 진원지가 될 가능성은 비교적 낮다 하겠다.

그림14 **일본의 해외 증권투자 잔액 (2024년 기준)**



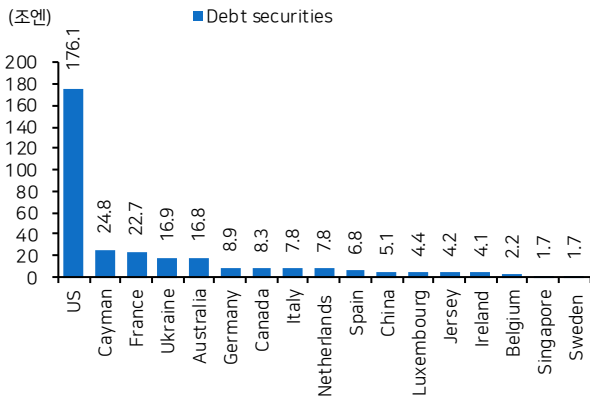
자료: 일본 재무성, 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림15 일본의 해외 주식투자(지분 포함) 잔액 (2024년 기준)



자료: 일본 재무성, 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림16 일본의 해외 채권투자 잔액 (2024년 기준)



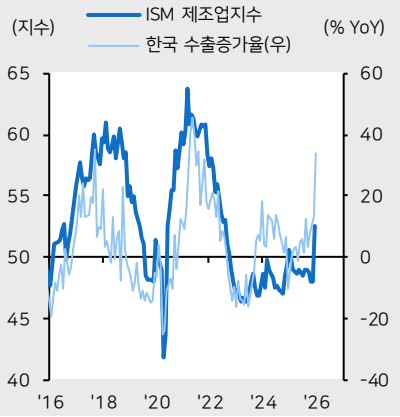
자료: 일본 재무성, 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

박민서 연구원

제조업 회복, 반도체를 넘어 산업재까지?

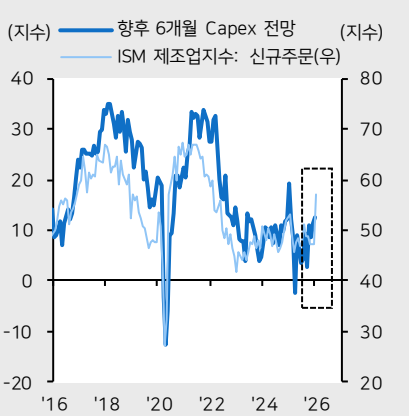
ISM 제조업지수와 한국 수출 증가율



업종별 세부 코멘트

업종	코멘트
운송장비	▪ 트럼프 행정부 관련 불확실성에 전반적으로 구매자들이 관망세를 유지하고 있음
기계류	▪ 최근 관세 위협은 수익에 부정적 영향을 미칠 것 ▪ 구매자들이 지출을 꺼리고 있음
컴퓨터 및 전자제품	▪ 수출은 계속되고 있음 ▪ 인플레이션이 지속되고 있음
금속 가공	▪ 관세 혼란으로 장기적인 계획 수립이 어려움
기타 제조	▪ 관세로 인한 비용 증가에 사업 환경이 부진

Capex 전망과 ISM 신규주문지수



자료: ISM, 한국무역협회, Federal Reserve Bank, 메리츠증권 리서치센터

미국 1월 ISM 제조업지수가 52.6으로 시장 예상치 48.5와 전월치 47.9를 일제히 상회했다. 이는 2022년 8월 53.0 이후 최고치이며 1년래 처음으로 확장 국면에 재진입했다. 한국 수출이 글로벌 제조 업황 개선에 연동되는 경향이 강하다는 점에서, 시장은 ISM 제조업지수의 회복에 관심을 보이고 있다.

하위 지수를 세부적으로 살펴보면, 전체 지수 서프라이즈는 특히 신규주문(12월 47.4 → 1월 57.1)이 급격히 확장된 영향이 컸음을 알 수 있다. 그 외 생산(12월 50.7 → 1월 55.9), 고용(12월 44.8 → 1월 48.1), 배송시간(12월 50.8 → 1월 54.4), 재고(12월 45.7 → 1월 47.6) 모두 전월보다 상승했다.

다만 아직 제조업 전반으로 회복이 나타나고 있다고 단정하기는 이르다. 우선 고객재고가 12월 43.3에서 1월 38.7으로 급락했기 때문이다. 즉 연초 재고 확보(re-stocking), 관세 혹은 시장 불확실성에 대비한 선구매 욕구(front-loading)로 인해 신규주문이 급등했을 가능성이 있다. 또한 각 업종별 코멘트를 살펴보면, 트럼프 행정부 관세 불확실성, 인플레이션 압력, 소비자들의 신중한 태도 등 아직까지는 업황 개선에 소극적인 반응이 다수였다.

따라서 추세적인 업황 개선을 확인하기 위해서는 Capex 전망이 계속 개선되는지 지켜볼 필요가 있다. 미국 5개 지역 연은(뉴욕, 필라델피아, 리치몬드, 캔자스, 텍사스)의 향후 6개월 Capex 전망 서베이는 12.7로 2025년 4월 -2.7 이후 대체로 상승하는 모습이다. 해당 지표가 계속 상승할 경우 반도체/IT 이외에도 기계/장비 등 산업재 이연 수요 회복으로 해석할 수 있을 것이다.

칼럼의 재해석

박보경 연구원

귀금속 급락이 드러낸 레버리지 구조 (Financial Times)

1월 30일, 금은 40년 만에 최대 일일 낙폭을 기록했다. 은 역시 -31.4% 하락하며 1980년대 초 이후 최대 폭의 하락을 기록했다. 지난 몇 주간 금과 은은 지정학적 긴장감 및 FED 독립성 우려에 따른 안전자산 선호로 가파른 랠리를 이어왔다. 그러나 트럼프 대통령이 1월 30일 차기 연준 의장으로 Kevin Warsh 전 연준 이사를 지명하며 분위기가 전환되었다. Warsh는 정통적 성향의 인물로 평가되며, Warsh의 지명은 파월 의장의 후임이 인플레이션에 관대할 것이라는 우려를 완화시켰다.

한편 같은 날 세계 최대 파생상품 거래소 운영사인 CME 그룹은 금과 은 선물의 증거금 요건을 인상하겠다고 밝혔다. 이에 최근 랠리를 이끌었던 차입 포지션이 청산되면서 낙폭이 가속되었다. 일각에서는 "1월 귀금속 가격 상승은 극단적 수준에 이르렀"으며, "포지션이 매우 과도하게 쌓여 있었다는 신호"라고 평가했다.

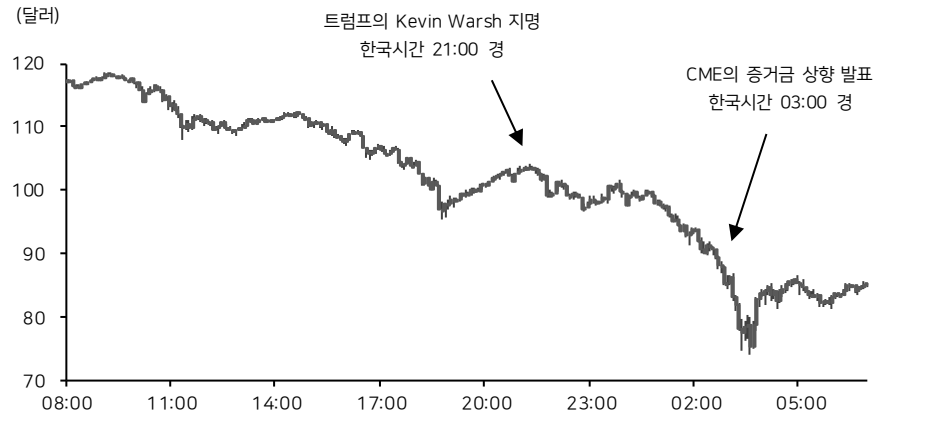
또한 이러한 구조 하에, 상승 과정에서는 조정이 나올 때마다 매수가 들어와 시장이 안정적으로 보이지만, 하락 국면에서는 매우 취약해질 가능성이 존재한다. 특히 익일 아시아 증시, 원유 등 타 자산군도 급락하면서 우려의 목소리도 발생하고 있다.

은 선물 급락은 Warsh 지명 때문?

1월 30일 은 선물과 금 선물이 각각 -31.4%, -11.4% 하락했다. 이러한 급락의 배경으로는 달러 강세가 지목된다. 같은 날 Kevin Warsh가 연준 의장 후보로 지명된 이후의 달러 강세가 전개되었다. 이에 "달러 강세 → 미국 자산 신뢰 회복 → 안전자산 하락" 매커니즘이 작동했다는 해석이다. 특히 발표 이틀 전까지만 해도 RealClear Politics에서 Warsh의 지명 확률을 32%로 반영하고 있었기 때문에 가격 반응이 극단적이었다고 풀이된다.

다만 달러 강세가 은 선물 급락의 전부를 설명하지는 않는다. Warsh 지명 이후 하락이 시작된 건 사실이나, 동부시간 오후 2시 세계 최대 파생상품 거래소인 CME에서 금 · 은 선물 증거금 인상을 발표한 이후 낙폭이 확대되었다. 현재는 선물 가격이 회복세를 이어가는 등 상황이 일단락된 모습이다. 다만 익일 암호화폐 · 아시아 증시가 하락하며 연쇄 청산에 따른 변동성이 부각된 만큼, 그 트리거와 전달 경로를 점검해 볼 시점이다.

그림1 1월 30일 은 선물 급락: Warsh 지명과 증거금 상향의 합작



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

숨은 트리거: CME의 증거금 인상 x 레버리지 구조

CME는 증거금 조정율을 〈표1〉과 같이 인상했다. 증거금이 커지면 투자자들은 더 많은 담보자산(현금 · 현금성자산)을 예치해야 한다. 이때 투자자들의 선택지는 ① 레버리지 청산, ② 추가 담보 예치 두 가지이다.

증거금 인상 → 포지션 청산 과정을 이해하기 위해서는 증거금 구조를 살펴볼 필요가 있다. 총 증거금은 기본증거금과 가격 변동에 따른 추가증거금으로 구성된다. 이때 추가증거금은 가격 변동성과 조정율에 기반해 산정되는데, 이는 같은 가격 변동에도 추가로 요구되는 증거금이 더 커짐을 의미한다.

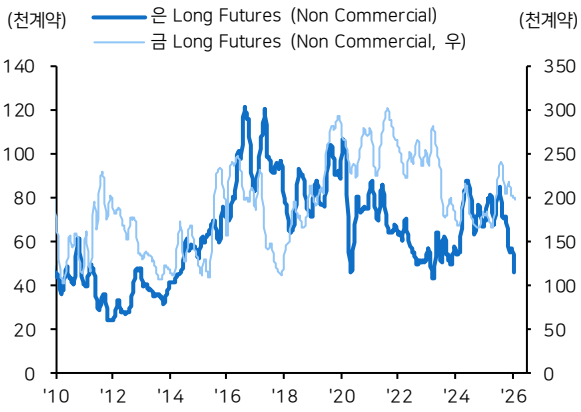
이러한 상황에서 레버리지의 누적이 매도세를 증폭시켰다. 레버리지가 높을수록 자기자본이 얇아 조정율 인상 충격을 흡수하기 어렵다. 그렇기에 추가 담보자산 예치보다 청산이 이어질 가능성이 더 크다. 실제로 '24년부터 헤지펀드, CTA 등 Non-Commercial 주체의 금 · 은 선물 Long 포지션 비중이 확대되어 왔다. 이들의 포지션이 청산되면서 가격이 하락하면 또 다른 마진콜이 유발되는 구조이다.

표1 CME 증거금 인상 전후 비교

		금		은	
		비고위험	고위험	비고위험	고위험
기본증거금 인상 ('25.12.31)	전	22,000 USD	24,000 USD	25,000 USD	27,500 USD
	후	24,200 USD	26,400 USD	32,500 USD	35,750 USD
조정률 인상 ('26.1.30)	전	6.0%	6.6%	11.0%	12.1%
	후	8.0%	8.8%	15.0%	16.5%

자료: CME, 메리츠증권 리서치센터

그림2 '24년부터 누적이 시작된 Long Position



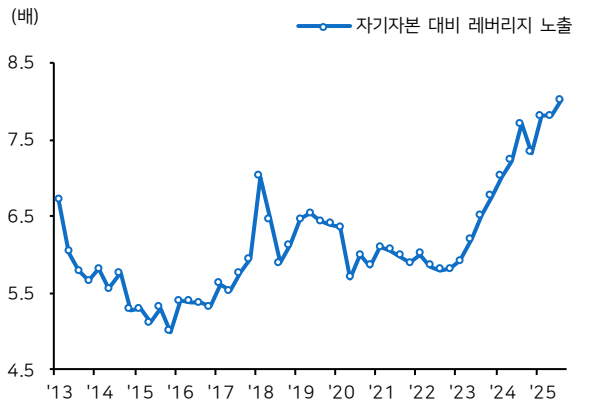
자료: CFTC, 메리츠증권 리서치센터

포지션 청산의 연쇄 효과: 현금화하기 쉬운 자산 중심으로

한편 은 급락 이후, 익일 비트코인, KOSPI가 각각 -6.45%, -5.26% 하락하며 포지션 청산의 영향이 다른 자산군으로 전이되는 모습을 보여주었다. 이 역시 레버리지 비중이 높았던 것이 원인으로 지목된다. 실제로 미국 헤지펀드의 자기자본 대비 레버리지 익스포저 배수는 '23년 5.91배에서 '25년 8.01배까지 상승했다.

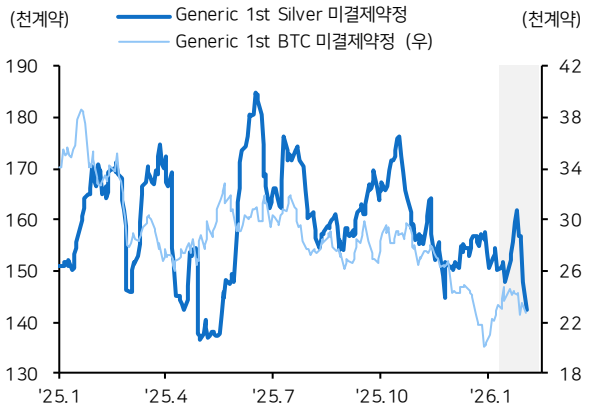
포지션 정리 과정에서 현금을 마련해야 하는데, 자기자본 비중이 낮으면 다른 자산군에서의 포지션을 청산할 가능성이 높아진다. 이때 가장 현금화하기 쉬운 것은 암호화폐 혹은 주식이다. 실제로 1월 30일 롱 포지션의 급락에 따라 은 선물과 비트코인 선물의 미결제약정이 동반 하락했다. 이는 청산에 비트코인이 활용되었음을 유추하게 하는 대목이다.

그림3 헤지펀드의 레버리지 노출 규모 급등에 따라



자료: OFR Hedge Fund Monitor, 메리츠증권 리서치센터

그림4 1월 30일 은 · 비트코인 선물 미결제약정 동반 급락



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

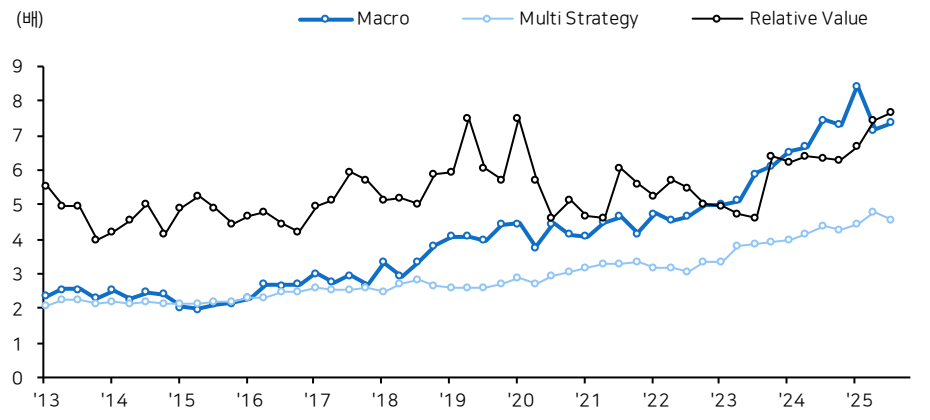
상황은 일단락 되었으나, 高 레버리지 환경에서 그 동향을 파악할 필요

다행히 유동성 문제가 전체 시장으로 확산되지 않았기에 미 증시는 급락을 면했다. 다만 高 레버리지 환경에 의한 변동성에 노출되어 있다는 사실은 그대로이다.

관련 동향은 헤지펀드 전략별 레버리지 익스포저를 통해 유추 가능하다. 3Q25 기준 익스포저가 가장 높은 전략은, 가격 괴리 정상화에 베팅하는 Relative Value 전략이다. Atlantic Council에 의하면 RV 전략에 따른 헤지펀드의 미국채 Long 익스포저는 2.4조 달러까지 확대되었다. 이는 민간 보유의 약 10%에 해당하는 규모로, 스트레스 국면에서 시장 가격에 영향을 줄 가능성이 있다.

물론 레버리지 누적만으로 연쇄 청산이 이뤄지지는 않는다. 다만 언제 트리거가 발동될 지 모르기 때문에 향후 유사한 변동성 점검을 위해 미결제약정, 전략별 익스포저 등을 함께 모니터링 할 필요가 있다.

그림5 헤지펀드 전략별 자기자본 대비 레버리지 노출 규모



자료: OFR Hedge Fund Monitor, 메리츠증권 리서치센터

원문: *Gold and Silver Deepen Historic Slump (FT)*