

## FX: An intervention, not an accord

- 23일 미-일 공조개입 이후 외환시장 양상이 변화
- 일부에서 언급하는 플라자 합의(Accord) 형태일 가능성은 낮아 보임
- 이번 조치는 '25.9월 미-일 합의에 근거한 통상적 개입
- 한국 원화의 경우, 엔화 동조화 유지 +약세 진정 재료 추가 출현

### 경제분석

Economist 이승훈  
seunghoon.lee@meritz.co.kr

RA 박민서  
mspark@meritz.co.kr

23일 밤, 미-일 외환당국의 대규모 환시개입을 암시한 Rate check(당국이 시장 개입 전에 주요 은행 등을 상대로 거래 상황 등을 문의하는 것) 보도 이후, 엔화와 원화의 동반 강세가 이틀째 이어지고 있다. 달러/엔은 153엔, 달러/원은 26일 런던장에서 한 때 1,433원까지 내려오며 23일 BOJ 회의 직후의 159엔과 1,470원과는 사뭇 다른 양상을 띠고 있다.

국제통화시장에 미국 재무부가 개입했을 개연성이 제기되자, 일각에서는 新플라자 합의 내지는 마러라고 합의(Mar-a-lago accord)가 뒤늦게 현실화되었을 가능성을 의심한다. 이런 식의 합의라면 지금의 엔화(및 원화) 강세가 일시적이지 않고, 상당 기간 진행되며 지난 수 년간의 박스권을 하향 이탈할 수 있기 때문이다.

그러나 당장은 1980년대 방식의 신플라자 합의 내지는 마러라고 합의 현실화 가능성이 낮음에 무게를 둔다. 1980년대만큼 유럽(독일)이나 일본이 미국에 비견할 체력이 못되기에 추세적 통화 강세를 수용하기 어렵다. 또한 Stephen Miran의 마러라고 합의는 1) 다자간 협상을 골자로 하며, 2) 군사력(안보우산)을 레버리지 삼아 상대국에 영구채를 강매하고 연준과 스왑라인을 구축한다는 가정도 깨져 있다. 더욱이, 최근 미국 국가안보전략 보고서에 따르면 과거 대비 아태지역 안보에 관해 미국 관여를 다소 줄이려 하고 있다. 이 역시 마이런의 설계와는 다르다.

과거에도 일본은 외환당국과 중앙은행이 수시로 환시에 개입해 왔으며, 간헐적으로 미국 재무부의 공조를 동반한 적이 있었다(98년 6월 17일, 01년 9월 27일 등). 이번 조치는 1) 환율은 시장이 결정하며 2) 외환시장 개입은 환율의 과도한 변동성이나 무질서한 움직임에 대응하기 위해서만 제한적으로 사용되어야 한다는, 작년 9월 미-일 환율 합의 기반 공조로 해석하는 것이 합리적이다. 일본 재무성 국제국장 아수시 미무라(Atsushi Mimura)가 직접 언급한 바 이기도 하다.

(다음 페이지에 계속)

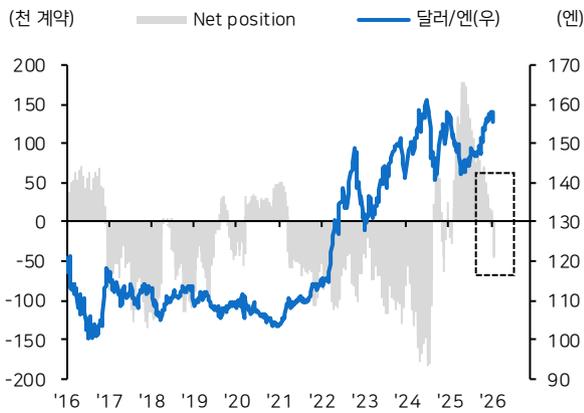
# 경제 脈

엔화 약세 심화는 일본의 수입 구매력과 대미 무역적자 축소에 부정적이며, 대미 투자의 적극적 집행을 제약하는 요소이기에 미국 입장에서 개입할 명분이 있었던 것으로 보인다. 미 재무부가 오랜만에 가세한 개입은 기대 변화를 유발하면서, 연초 이후 누적되었던 엔화 비상업 순매도 포지션(net short)이 중립 내지는 순매수(net long)로 바뀌는데 일조할 것으로 판단한다.

한국 원화는 엔화와의 동조 속에, 원화 약세 진정 재료들이 등장하고 있다. 1월 20일에는 국내시장 복귀계획의 윤곽이 발표(링크)되었고, 26일에는 국민연금의 포트폴리오 조정 결정(링크)도 있었다. 기업들의 달러 매도로 달러예금 잔액이 줄면서(5대 은행: 전년말 대비 -3.8%, 22일 기준) 수급 불균형도 완화되는 모습이다.

당사는 연말 달러/엔 150엔, 달러/원 1,420원 전망을 유지한다. 통화 약세 심화에 대한 기대 조정과 더불어 일본은 중앙은행의 완만한 금리인상이 단기금리 상승을 유발하고, 내외 금리차 축소로 연결되며 캐리 트레이드발 순수출을 진정시킬 가능성이 있다고 예상한다. 원화는 1) 엔화 동조화와 더불어, 2) 국내 외환수급 불균형의 점진적 해소, 그리고 3) WGBI 편입에 따른 채권자금 순수입(unhedged)이 강세에 일조할 것으로 본다. 상반기 중 글로벌 달러 약세 재료 출현(관세의 운명 및 연준 독립성 등)과 더불어 양국 환율이 당사의 연말 전망치를 하회할 수 있다는 견해 역시 유효하다.

그림1 CFTC Non-commercial net position JPY vs. JPY Spot



자료: CFTC, 메리츠증권 리서치센터

그림2 Japan FX intervention vs. USD/JPY



자료: Bank of Japan, 메리츠증권 리서치센터

## Compliance Notice

- 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.