

해외주식투자 시 환위험 헤지(hedge)의 문제점과 투자자 대응*

林 亨 俊 (研究委員, 3705-6389)

해외주식투자의 과도한 환헤지(hedge)는 은행의 외화차입을 야기하고 나아가 외화유동성을 위협하는 요소로 작용하였다. 또한 개인투자자들도 과도한 환헤지로 인해 큰 투자손실을 입었다. 환헤지를 위해 일반적으로 사용되는 다이나믹 헤징 기법이 각국의 주가와 환율이 반대로 움직이는 상황에서 큰 환차손을 발생시켰기 때문이다. 실증분석에 따르면 해외채권투자의 경우 환헤지가 유리한 편이나 해외주식투자의 경우 환위험을 헤지하지 않는 것이 투자 위험을 줄일 수 있다. 최근 환헤지에 대한 국내 자산운용사들의 인식이 높아지고 있고 기획재정부가 환차익 과세시기를 개편함에 따라 과도한 환헤지가 줄어들 가능성이 높아졌다. 그러나 무엇보다 투자결과에 대한 궁극적인 책임을 지고 있는 개인투자자들의 환헤지에 대한 이해가 크게 제고되어야 할 것이다.

해외주식투자와 환헤지 현황

우리나라에서도 이제는 해외주식투자에 대한 관심이 높아지고 그 필요성도 널리 인식되어 개인투자자들에게도 해외주식투자라는 개념이 더 이상 낯설지 않게 되었다. 이러한 관심은 정부의 해외투자 활성화 조치와 맞물려 2007년말에 국내 자산운용사의 해외주식형펀드 설정잔액이 50조원에 이르렀으며 2008년말 기준으로 그

해외주식투자는 2007년 이후 크게 증가하였으며 해외주식투자의 환헤지 비율은 현재 60% 이상으로 높은 편이다.

*본고의 내용은 집필자의 개인의견으로서 한국금융연구원의 공식견해와는 무관함을 밝혀둡니다.



규모가 54조원으로 국내주식형펀드 설정잔액의 63%를 넘어서고 있다.

대부분의 개인투자자와 자산운용사는 성장성이 높은 해외주식에 투자하면서도 환율의 급격한 변동에 따른 위험은 회피하고 싶기 때문에 해외주식투자와 동시에 환헤지를 하였다. 또한 여기에는 해외주식투자가 급증하던 2007년 당시 강세를 띠던 원화의 추가 절상에 대한 손실을 방지하려는 의도도 있었다. 이에 따라 2007년 해외주식투자펀드의 환헤지 비율은 80%를 상회하였고 그후 감독당국의 과도한 환헤지 자체 지도에 힘입어 60%대로 다소 하락하였다.

환헤지로 인한 은행권 외화 차입의 문제

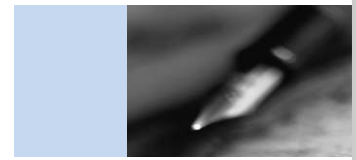
해외주식투자의 과도한 환헤지로 인해 은행권 외화차입이 증가하였고 이는 우리나라의 외화유동성을 위협하는 요인으로 작용하였다.

자산운용사는 펀드의 설정액 혹은 순자산가치에 해당하는 선물환을 은행에 매도하면서 환헤지를 실행하였다. 은행은 선물환 매입에 따른 외환포지션 불균형을 조정하기 위해 외화를 차입하거나 스왑을 매도¹⁾한 후, 차입한 외화를 현물환 시장에 내다 팔았다. 이는 현물환율의 추가 하락, 즉 원화 강세를 심화시켜 자산운용사와 수출업체의 환헤지 수요를 더욱 증대시키는 악순환을 초래하였다. 실제로 환헤지 수요로 인한 은행권 외화 차입²⁾이 2009년 3월 기준 350억 달러에 이르는데 2007년 한국은행이 실시한 실태조사 결과³⁾에 비추어 본다면 이 중 1/3 이상이 자산운용사의 선물환 매도로 인해 발생한 것으로 추정된다. 우리나라가 이번 국제 금융위기에 다른 신흥시장국보다 더 취약할 수밖에 없었던 것은 우리나라의 외화유동성에 대한 문제가 집중 부각되었기 때문이다. 결국 해외주식투자의 과도한 환헤지로 인한 외화 차입이 우리나라 외화유동성문제를 악화시키는 요인의 하나로 작용하였다.

1) Buy and Sell 또는 CRS receive

2) 1년 미만 선물환 관련 차입금

3) 한국은행 보도자료, "선물환시장 수요 불균형에 대한 공동실태조사 결과"



과도한 환헤지로 인한 투자자의 손실

그러나 해외주식투자의 과도한 환헤지로 인한 문제점은 비단 국민경제 차원의 외화유동성 문제뿐만이 아니다. 오히려 이보다 해외주식투자의 과도한 환헤지로 인해 개인투자자 본인이 큰 손실을 입을 수 있다는 데 더 큰 문제가 있다. 환율과 주가가 반대방향으로 움직이는 경우 환헤지를 하지 않은 상황에서는 환율 상승으로 인한 이익이 주가 하락의 손실분을 완충하는 역할을 하지만, 환헤지가 과도하면 선물환 포지션에서도 큰 손실이 발생하게 된다. 실제로 환헤지를 했을 경우 주가가 설정 당시의 수준을 회복하더라도 환율이 예전 수준으로 하락하지 못한다면 펀드는 손실이 나게 된다. 1만원을 가지고 1,000원의 환율에 10달러로 환전하여 10달러인 주식 1주를 매입한 경우를 생각해보자. 이후 환율 변동에 대한 위험을 제거하기 위해 선물환 10달러를 1,000원에 매도했을 경우, 주가가 10달러수준을 회복하여도 환율이 1,200원에 머무른다면 환포지션에서 2,000원의 손실이 발생하게 되는 것이다. 올해 각국의 주가가 회복하였음에도 불구하고 개인투자자들의 손에 쥐어진 펀드운용 실적이 기대 이하로 초라한 이유도 바로 여기에 있는 것으로 판단된다.

올해 각국의 주가가 회복하였음에도 불구하고 해외주식투자펀드 수익률이 기대 이하로 저조한 주요배경에는 과도한 환헤지가 있다.

다이나믹 헤징 기법의 위험

반면 환율이 하락하였다면 환포지션에서 이익이 발생하였을 것이라며 환헤지를 옹호하는 주장이 있을 수 있다. 그러나 이는 환헤지를 위해 자연스럽게 사용되는 다이나믹 헤징(dynamic hedging) 기법이 환율이 움직이는 방향과 상관없이 펀드의 운용 손실을 초래한다는 사실을 간과한 것이다. 채권투자자과 달리 주식투자는 향후 펀드의 자산가치가 얼마가 될지를 예측할 수 없다.⁴⁾ 때문에 펀드의 헤지 비율을 일

4) 물론 보유 채권을 만기 이전에 매도하는 경우 채권펀드의 미래 자산가치도 불확실하다.



정하게 유지하기 위해서는 지속적으로 선물환 포지션을 조정해 주어야 하는데 그 과정에서 사용되는 기법이 다이나믹 헤징이다. 환헤지펀드를 운용하는 매니저들은 이 기법에 따라 매일 펀드 순자산가치를 평가하여 환헤지 비율(주로 100%)이 미달(초과)된 부분에 대해 선물환을 매도(매수)하게 된다.

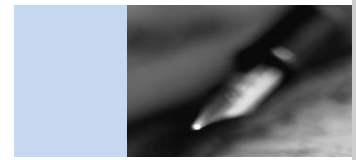
다이나믹 헤징이 펀드의 운용손실을 초래한 이유는 해외 각국의 주가와 환율이 반대 방향으로 움직였기 때문이다.

지극히 상식적으로 들리는 이와 같은 전략이 해외주식투자펀드 손실의 주범으로 지목받게 된 이유는 전세계적으로 주가와 환율이 부(-)의 상관관계를 보였기 때문이다. 해외주식투자가 급증한 지난 3년의 경우를 보면 2006년 5월부터 2009년 5월까지 각국의 일별 주가수익률과 해당국 통화대비 원화환율변동률 간의 상관관계는 미국 -0.12, 홍콩 -0.40, 러시아 -0.18, 인도 -0.10 등⁵⁾이었다. 즉, 음의 상관관계수는 주가와 환율이 반대방향으로 움직였음을 의미하는데 홍콩의 경우 지난 3년간 주가가 10% 상승할 때 홍콩달러가 원화에 대해 4% 하락했다고 볼 수 있다. 이와 같이 주가와 환율이 반대방향으로 움직이는 상황에서 다이나믹 헤징 기법을 사용하면, 주가가 오름(내림)에 따라 증가(감소)한 자산가치분만큼 선물환을 추가적으로 매도(매입)해야 하는데 이 때 낮은(높은) 환율에 선물환을 매도(매입)하게 되어 환차손이 발생한다.

다이나믹 헤징이 초래한 펀드 운용손실

이와 같은 다이나믹 헤징으로 인한 손실은 주가와 환율의 변동성이 높을수록, 헤징 포지션 조정의 빈도가 잦을수록 확대된다. 실로 환위험을 ‘역동적으로 회피(dynamic hedging)’ 하겠다는 취지가 무색해진다. 이와 같은 역설을 보다 이해하기 쉽게 한 예를 통해 구체적으로 알아보자. 오늘 미국의 한 주식가격이 10달러이고 원/달러 환율이 1,000원이지만 내일 주가와 환율이 반대로 움직여 주가가 11달러로 상

5) 브라질을 제외한 주요 선진국, 신흥시장국에서 이러한 부(-)의 상관관계가 관측되었다.



승하는 반면 환율은 980원으로 하락한다고 가정하자. 모레 주가와 환율은 오늘 수준을 회복하여 10달러, 1,000원에 안착한다고 했을 때, 환위험에 노출된 펀드의 수익률은 영(0)이 될 것이다. 하지만 다이나믹 헤징을 통해 ‘무(無) 환위험’을 추구하는 - 역설적으로 더욱 위험한 - 펀드는 오늘 10달러의 선물환을 환율 1,000원에 매도하고 내일 자산증가분을 감안해 1달러의 선물환을 980원에 내다 팔고 모레 자산이 감소함에 따라 다시 1달러의 선물환을 1,000원에 사들이게 되어 결국 20원의 손실을 입게 된다. 주가가 널뎠에 따라 싼 가격에 선물환을 내다 팔고 비싼 가격에 사들이면서 펀드는 지속적인 손실을 입게 되는 것이다.

주가와 환율이 반대 방향으로 움직이는 상황에서 다이나믹 헤징을 사용하면 싼 가격에 선물환을 매도하고 비싼 가격에 선물환을 매입하여 손실을 입게 된다.

본고는 지난 3년간⁶⁾ 다이나믹 헤징과 환노출 전략을 사용한 경우 운용수익률의 차이를 시뮬레이션을 통해 추정해 보았다. 위의 예와 같이, 다이나믹 헤징 전략에 따르면 매일 순자산가치를 평가하여 선물환 포지션 조정을 통해 100% 환헤지를 한다. 그 결과, 해당 국가의 주가지수를 추종하는 펀드를 구성한 경우 전세계적으로 환노출 펀드의 수익률이 다이나믹 헤징 전략을 사용한 펀드의 수익률을 압도하였다.⁷⁾ 예를 들어 홍콩의 경우 환노출 전략은 41.5%의 수익률을 기록하지만 다이나믹 헤징을 했을 경우 무려 -110.6%라는 음(-)의 수익률을 얻었다. 러시아의 경우 환노출의 수익률은 -12.6%지만 다이나믹 헤징을 사용한 경우 -161.4%라는 손실을 입는다. 인도(환노출 67.8%, 다이나믹 헤징 -77%), 미국(환노출 -2.5%, 다이나믹 헤징 -68.4%) 등의 경우도 이와 유사한 결과가 나왔다.

해외주식투자 시 최적 환헤지 비율

환위험에 대한 최적 헤지비율은 학계에서나 업계에서도 아직 명확한 결론이 내려

6) 2006년 5월 22일부터 2009년 5월 22일까지

7) 주가와 환율이 반대 방향으로 움직인 국가에서 공통적으로 발견된 현상이다. 앞에서 밝힌 바와 같이 브라질은 예외이다.



해외증권투자 시 최적 환
헤지 비율은 증권가격과
환율이 서로 어떤 방향으
로 움직이는가에 따라 달
라진다.

지지 않고 있다. 투자자의 위험선호도와 주가·환율의 실증적 상관관계에 따라 최적
헤지비율이 달라질 수 있기 때문이다.

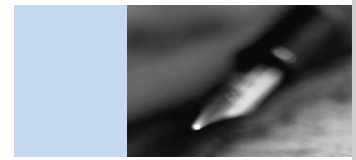
그러나 1970년대⁸⁾부터 최근⁹⁾의 연구가 대체적으로 시사하고 있는 점은 포트폴리
오의 위험(unconditional variance)을 줄이고 싶으면 기초 자산과 반대로 움직이는
(부(-)의 상관관계) 외환을 보유하면 된다는 것이다. 문제는 실증적으로 외환의 가
격, 즉 환율이 기초 자산의 가격과 어떤 방향으로 움직이는가이다. 만약 해외의 기초
자산(주식, 채권, 부동산 등)의 가격이 해당 환율과 반대로 움직인다면 해당 국가의
외환을 보유하는 것이 포트폴리오 수익률의 분산을 줄여줄 수 있을 것이다. 환헤지
를 하지 않고 기초 자산을 보유하고 있는 것은 자산가치에 해당하는 외환을 보유하
고 있는 것과 마찬가지이기 때문에, 이는 기초 자산에 투자할 때 환헤지를 하지 않아
야 한다는 의미이다. 반대로 기초 자산의 가격이 환율과 같은 방향으로 움직인다면
이를 100% 환헤지하는 데 그치지 않고 이 외환을 공매도(short-sell)하여야 포트폴
리오의 위험을 최소화할 수 있다.

보통 채권의 경우 대체적으로 채권수익률이 외환수익률과 상관관계가 없기 때문
에 100% 헤지(외환포지션을 영(0)으로 가져감)하는 것이 관례이고, 주식의 경우 지
난 3년과 같이 각국 주식과 환율이 반대로 움직인다면 주식이라는 기초 자산과 반대
로 움직이면서 투자 위험을 줄여주는 외환을 그대로 보유하고 있는 것이 우월한 전
략이다.

이와 같은 이유로 인해 외국 해외주식투자펀드의 경우 환헤지를 하지 않는 것이
일반적이며 고정된 현금을 지급해야 하는 해외 연기금의 경우도 미국 CalPERS
25%, 일본 GPIF 0%, 네덜란드 ABP 4~50% 등 환헤지 비율이 높지 않은 실정이

8) Solnik, Bruno, 1974, An equilibrium model of the international capital market, Journal of
Economic Theory 8, 500-524이 한 예이다.

9) Campbell, John, K. Medeiros, L. Viceira, Global Currency Hedging, 2007, NBER
Working Paper 13088 등이 있다.



다. 또한 해외주식투자펀드를 운용할 때 환매 시기와 수량, 환매당시의 주가를 예측하기 어렵기 때문에 환위험을 완전히 제거하는 것은 사실상 불가능하며, 환위험에 대처함에 있어서도 국가별 선물환 포지션을 조정하기보다는 오히려 각국 주식에 분산 투자를 하는 것이 보다 효과적이다.

해외주식투자의 환헤지 개선 방향

다행히 값비싼 수업료를 치른 후 국내 자산운용사들 사이에서 과도한 환헤지의 위험에 대한 인식이 높아졌다. 또한 최근 기획재정부가 환차익에 대한 과세시기를 결산 시가 아닌 환매 시로 선택할 수 있도록 현실적으로 개편함에 따라 환헤지를 하지 않은 투자자들에 대한 부당한 대우도 개선되었다. 이에 따라 환헤지 비율이 감소한다면 외화 차입이 감소하여 외화유동성 불안 요소가 줄어들 뿐만 아니라, 개인투자자들이 금융·외환 위기 시 환율이 상승할 때 자신들이 보유한 외화자산의 가치가 증가하는 효과도 누릴 수 있다.

그러나 역내에서 분리해서 출시되는 환노출 펀드와 환헤지 펀드를 고를 때나 역외 펀드 가입 시 환헤지 여부를 결정할 때 선택은 결국 투자자의 몫이다. 또한 판매를 대행하는 입장에서라도 실제로 더 위험하지만 일견 보수적으로 보일 수 있는 환헤지 옵션을 권할 가능성이 높다는 점에서, 무엇보다 투자결과에 대한 궁극적인 책임을 지고 있는 개인투자자들의 환헤지에 대한 이해가 크게 제고되어야 할 것이다. **KIF**

해외주식투자 시 환헤지 여부를 결정하는 것은 궁극적으로 개인투자자라는 점에서, 무엇보다 개인투자자의 환헤지에 대한 이해가 크게 제고되어야 할 것이다.