

# 장기 해외주식투자자와 환헤지 전략의 고려사항

임 형 준 (연구위원, 3705-6389)

우리나라 투자자의 해외주식투자는 2007년중 크게 증가하였으며 그 당시 높은 환헤지 비율로 인해 이후 큰 손실이 발생하였다. 2000~2009년간 선진국 및 신흥시장국 9개국의 주가와 원화 대비 환율 자료를 가지고 환헤지의 성과를 분석한 결과, 환헤지가 수익률 제고 또는 수익률 변동성 완화 측면에서 크게 효과적이지 않은 것으로 나타났다. 따라서 장기적인 관점에서 투자리스크를 줄이려는 투자자는 해외주식투자 환헤지에 보다 신중히 접근할 필요가 있다.

2007년중 글로벌 증시 호황, 펀드투자 열풍, 정부의 해외투자 활성화 대책 등으로 인해 우리나라 거주자의 해외주식투자가 급증하였다. 이에 따라 2006년말 149억 달러에 그쳤던 자산운용사 해외주식 보유 규모가 2007년말에 733억 달러에 이르게 되었다. 그 당시에 투자자들은 지속적인 외화유입으로 원화가치 상승 압력이 거세지고 있었기 때문에 대부분 환헤지를 선호하였다. 그 결과 해외주식펀드의 환헤지는 상당히 적극적으로 이루어져 2007년중 역내펀드의 환헤지 비율이 무려 80%를 상회한 것으로 알려지고 있다.



해외주식에 투자하는 투자자에게 있어서 중요한 문제는 환헤지 전략이 투자 수익에 미치는 영향이라 할 수 있다.

그러나 그 이후 글로벌 금융위기로 환율이 급등하면서 환헤지 펀드는 큰 환차손을 입게 되었고, 결국 많은 사람들이 해외주식투자 환헤지 전략의 유용성에 대해 의문을 제기하게 되었다. 그 당시 펀드의 환헤지 비율은 국제 관행보다 훨씬 높은 수준이었으며, 자산운용사의 환헤지 관련 선물환 매도가 2008~2009년의 글로벌 금융위기 기간 중 우리나라 외화유동성 위기를 악화시키는 요인으로 작용했다는 점이 지적되기도 하였다. 특히 이와 투자자에게 있어서 중요한 문제는 환헤지 전략이 투자 수익에 미치는 영향이라 할 수 있다.

이러한 맥락에서 본고는 투자자 관점에서 환헤지 전략의 성과를 평가하고, 이를 통해 해외주식투자 환헤지에 대한 시사점을 제시하고자 한다.

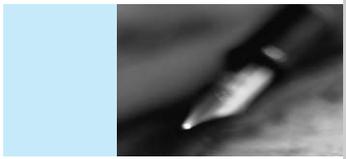
### 투자수익 시뮬레이션에 의한 환헤지 전략의 평가

우리나라 투자자가 해외주식에 투자할 때 환헤지 전략이 미치는 영향을 평가하기 위해서 대표적인 투자처였던 브라질, 러시아, 인도, 홍콩(중국)뿐만 아니라 미국, 유럽, 일본, 영국, 말레이시아 등 9개국을 분석 대상으로 삼았다. 또한 분석의 폭을 넓히기 위해 분석 기간을 2000~2009년 10년으로 하였다.

투자자가 사용할 수 있는 환헤지 전략으로는 환위험을 헤지하지 않는 ‘환노출’ 전략, 환헤지 비율을 50%로 매월 조정해 주는 전략, 100%로 매월 조정해 주는 전략, 그리고 환헤지 비율이 80~100% 구간에서 벗어날 때 비율을 90%로 재조정해 주는 ‘구간화’ 전략을 상정해 보았다. 분석 자료에서 ‘구간화’ 전략을 사용할 경우 환헤지 비율 재조정은 약 3~4개월마다 이루어졌으므로 빈도로 보았을 때 ‘구간화’ 전략이 가장 소극적인 환헤지 전략이라 할 수 있다.

이를 바탕으로 2000년초에 우리나라 투자자가 각국의 대표적 주식에 해당되는 주가지수에 투자한 후 거두었을 투자수익을 시뮬레이션을 통해 살펴본 결과 다음과 같

브라질을 제외한 8개국 주식에 투자한 경우 환헤지 전략들의 수익률 변동성이 환노출 전략의 변동성보다 높았다.



은 시사점이 도출되었다.

첫째, 브라질을 제외한 모든 국가에서 환헤지 전략들의 수익률 변동성이 환노출 전략의 변동성보다 높았다. 환노출 전략과 3~4개월마다 환헤지 비율이 재조정된 구간화 헤지 전략의 연수익률 분산을 비교해보면, 미국 2.02% 대 6.01%, 유럽 3.40% 대 11.30%, 홍콩 4.43% 대 10.33%, 브라질 20.09% 대 9.56% 등이었다. 이러한 결과가 나타난 이유는 브라질을 제외한 국가에서 각국 주가와 원화 환율이 반대 방향으로 움직이는 경향이 두드러졌기 때문이다. 이런 상황에서는 해당 국가 주가 하락으로 손실이 발생할 때 원화 환율이 상승하여 손실을 감소시켜 주고, 반면 환율이 하락하여 손실이 발생할 때 주가가 올라 손실을 줄여주게 된다.

실제로 해당 기간중 각국 주가와 원/해당통화 환율의 상관관계는 각각 미국 -0.71, 유럽 -0.64, 일본 -0.62, 홍콩 -0.61, 러시아 -0.73, 브라질 0.41 등으로 브라질을 제외한 8개국에서 큰 부(-)의 상관관계를 보였다. 더구나, 글로벌 경기가 침체되고 국내외 금융시장이 불안해질수록 이러한 부(-)의 상관관계가 심화되는 현상도 관찰되었다.

둘째, 모든 국가에서 환노출 전략을 활용한 경우가 여타 환헤지 전략을 사용한 경우보다도 평균수익률이 높았다. 환노출 전략과 구간화 헤지 전략의 연평균 수익률을 비교해보면, 미국 -3.47% 대 -7.13%, 유럽 -0.60% 대 -10.24%, 홍콩 2.58% 대 -1.41%, 브라질 13.94% 대 9.18% 등이었다. 그러나 원화 가치가 상승했던 2004~2007년 경우에는 환헤지 전략의 수익률이 보다 높은 경우가 다수 있었는데 이는 단기적으로 환율이 하락하는 기간이나 환율 하락에 대한 기대감이 강한 경우에 환헤지가 유리할 수 있음을 시사한다. 하지만 장기적으로 보았을 때 환율이 균형으로 수렴한다고 생각할 수 있고 이 과정에서 상승과 하락으로 인한 손익이 상쇄될 것이기 때문에, 장기적으로는 환헤지의 필요성이 크지 않다고 할 것이다.

이와 같은 두 가지 결론을 종합해 보면 장기 해외주식투자 시 환위험에 대한 적극

모든 국가에서 환노출 전략을 활용한 경우가 여타 환헤지 전략을 사용한 경우보다도 평균수익률이 높았다.



적인 헤지의 필요성이 낮을 수 있음을 시사한다. 특히 장기적으로 원화의 움직임을 예측하기 힘든 가운데 1~4개월마다 환헤지 비율을 조정해주는 것은 포트폴리오 리스크를 증가시키고 수익률을 저하시키는 요인으로 작용할 수 있기 때문이다. 더욱이 장기투자 및 위험분산 투자를 목표로 하는 뮤추얼펀드에서는 환헤지의 필요성이 상대적으로 더 낮을 것으로 평가된다.

### 정적헤징의 실효성

투자자는 위와 같이 주가 변동에 따라 변화하는 외환 익스포저를 지속적으로 조정해 주는 연속헤징(continuous hedging)과 달리 환헤지 비율을 재조정하지 않는 정적헤징(static hedging) 전략을 고려해볼 수도 있다. 주식 매입 시 일정 비율의 선물환을 매도한 후 추가적인 외환 익스포저 조정을 하지 않는 정적헤징 전략은 특히 투자기간이 장기가 아닌 경우에 그 유효성이 클 것이다. 주가 변화에 따라 변동하는 환헤지 비율이 목표 비율에서 크게 이탈할 가능성이 그만큼 낮을 것이기 때문이다.

본고는 투자자가 실제로 일정 투자기간 동안 이러한 정적헤징을 사용하였을 때 포트폴리오 리스크가 감소하는지를 추정해 보았다. 10년간의 자료를 대상으로 하기 때문에 6개월 이상의 투자기간 설정에는 분석의 한계가 있어 투자기간은 1개월 및 3개월을 설정하였다.

추정 결과, 대부분의 투자 대상 국가에서 포트폴리오 리스크를 최소화 할 수 있는 헤지비율, 즉 '최소분산헤지비율' (minimum variance hedge ratio)은 발견되지 않았다. 또한 헤지로 인해 제거되는 리스크의 비중을 나타내는 '헤지실효성' (hedge effectiveness)도 매우 낮은 수준으로 나타났다. 3개월 헤지의 경우 영국(16.7%), 러시아(22.5%), 브라질(37.0%)을 제외한 국가에서 헤지실효성은 2% 미만이었으며, 1개월 헤지의 경우 실효성이 더욱 낮아져 유럽(4.9%), 러시아(4.1%), 말레이시아



(22.2%)를 제외한 국가에서 1.5% 수준을 하회하였다. 동일 국가에서도 기간별 최소 분산헤지비용 및 실효성이 매우 다르게 나타나는 점으로 인해 단기 정적헤지의 실효성은 크지 않은 것으로 나타났다.

## 시사점

2000~2009년 자료를 바탕으로 분석한 결과, 우리나라 투자자가 9개국 주식에 투자할 경우 적극적인 환헤지 전략이 효과적이지 않을 수 있음이 나타났다. 그 근본 원인은 원화 환율과 투자국가 주가 간 부(-)의 상관관계에 의한 것으로 분석되었는데, 이러한 현상은 금융불안이 확대되는 시기에 심화되는 경향이 나타났다. 이런 점을 종합적으로 감안해 볼 때 향후 해외주식펀드에 투자하는 개인투자자는 환헤지에 보다 신중할 필요가 있을 것이다. 단기적인 환율의 움직임을 고려할 필요성이 낮은 장기투자자나 적립 과정에서 자연스럽게 환헤지가 되는 적립식펀드 투자자의 경우 장기 환율과 주가 간 상관관계를 고려하여 환노출·헤지 전략을 선택할 필요가 있을 것이다.

자산운용사와 정책당국도 투자자들에게 장기투자에 있어서 환헤지에 따른 투자리스크에 대해 적극적으로 인식시키려는 노력을 할 필요가 있다. 예컨대 투자설명서에 환헤지 비용과 전략을 보다 알기 쉽고 상세하게 설명함으로써 투자자들이 제대로 된 결정(informed decision)을 내릴 수 있도록 유도할 필요가 있을 것이다. **KIF**