true friend 한국투자증권

일본 국채에 대한 기대

- 2012년보다 낮은 확장 재정 시행 명분, 일본 국채 금리 상승세 일시적
- 내년 하반기 이후 자본 및 환차익 동시 추구 가능 환경 조성 예상
- 금리 고점 인식 형성될 올해 4분기부터 장기 국채 신규 투자 시점 유효

채권 Note

2025. 10. 14

급하게 확장 재정 시행할 명분 부족, 국채 금리 상승세 일시적일 전망

지난 4일 자민당 총재 선거에서 '여자 아베'라 불리는 다카이치 사나에가 새 총재로 선출됐다. 확장 재정과 통화완화를 동시에 주장하는 아베노믹스 시즌 2를 공약으로 내 건 후보의 승리로 증시 급등, 장기 금리 상승 및 엔화 약세가 전개됐다. 엔화는 달러 대비 152엔까지 치솟았고, 국채 30년 금리는 3.3%대로 급등했다. 1999년 9월 첫 발행된 국채 30년의 금리가 3.3%대를 기록한 건 처음이다.

다카이치 신임 자민당 총재가 표방하는 아베노믹스는 2012년 12월 처음 모습을 드러냈다. 아베 신조 당시 총리는 2012년 12월 26일 2차 내각을 구성한 뒤, 일본은행의 양적·질적 완화(QQE), 대규모 재정지출 및 보조금, 규제 완화 및 구조개혁 등을 담은 아베노믹스를 발표했다. 과감한 확장 재정과 금융완화 동시 시행으로 향후 10년간 평균 명목 경제성장률 3%, 물가상승률 2%를 달성하고, 이를 통해 10년 후 1인당 명목국민총소득 150만엔 이상 증가를 기대한다는 내용이다.

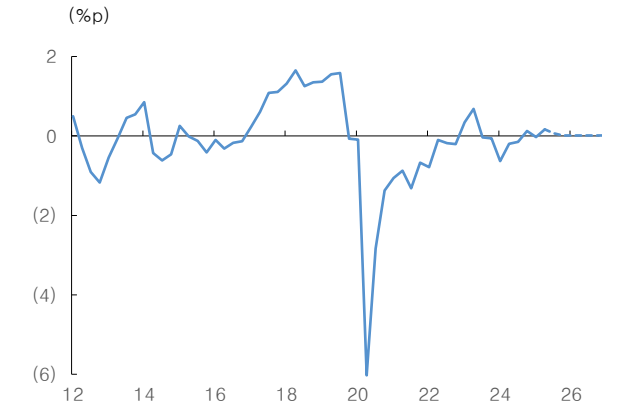
아베노믹스 발표 후 엔화는 2013년 1월 4일까지 약 8% 절하됐고, 니케이 지수는 8.5% 급등했다. 같은 기간 일본 국채 10년 금리는 5.2bp, 30년 금리는 6.3bp 상승했다. 다만 2013년 1월 22일 BoJ 회의에서 2년 이내 물가상승률 2% 목표 달성, 대규모 국채 무기한 매입 방침, 정부와의 정책 공조 강화를 핵심으로 한 새로운 통화정책이 발표되면서 금리는 하락 전환했다. 그리고 4월 회의에서 국채 포함 다양한 금융자산 매입을 골자로 하는 QQE 정책을 공식 도입할 때까지 금리 하락세가 전개됐다. 재정정책은 2013년 1월 10.3조엔 규모의 추경 예산 편성 후 소강상태였다가 2014년 4월 5.5조엔, 12월 7.5조엔 추가 대책 확정 속 구체화됐다. 아베노믹스 정책 순서는 통화정책 강화 후 재정정책 구체화였다.

다카이치 자민당 총재가 새 총리로 임명될 경우 아베노믹스처럼 재정확대 정책이 먼저 등장할 수 있다. 다만 당시와 달리 지금은 플러스 성장갭(실제 경제성장률 > 잠재성장률) 상황이고, 2026년까지 지속될 것으로 예상된다. 서비스 인플레이션에 약 1분기 선행하는 성장갭률의 시차를 감안하면 2026년까지 물가가 급격히 둔화되는 흐름 전개 가능성은 낮다. 양호한 잠재성장률 흐름을 고려하면 확장 재정을 급하게 시행할 명분은 부족하다. 실제로 정부 지출 증대에 나선다고 해도 구체화까지 시간이 소요되고 통화완화 정책 동반이 필수적이다. 적극적 재정정책 시행 전망에 따른 국채 금리 상승세는 일시적일 전망이다.

안재균
jkahn@koreainvestment.com

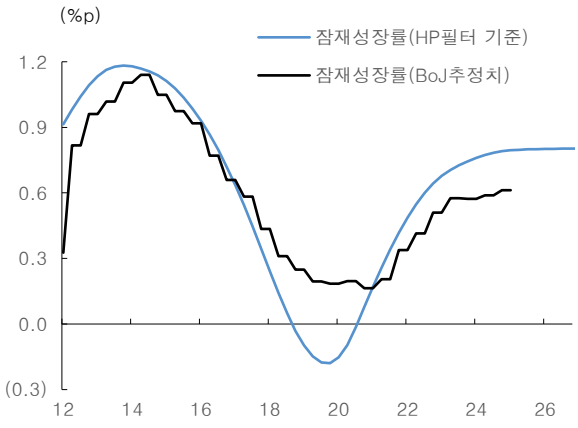
한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

[그림 1] 2026년까지 플러스 성장갭률 상황 지속 전망



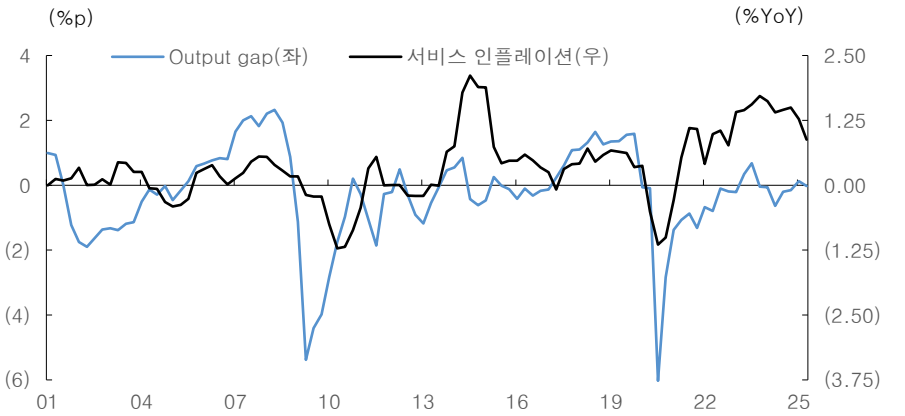
자료: 일본은행, CEIC, 한국투자증권

[그림 2] 양호한 잠재성장률, 확장 재정 실시 명분 부족



자료: 일본은행, CEIC, 한국투자증권

[그림 3] 서비스 인플레이션에 약 1분기 선행하는 성장갭률(=Output gap)



자료: 일본은행, CEIC, 한국투자증권

올해말부터 점차 유효해질 일본 장기 국채 신규 투자 진입 시점

아베 총리는 취임 후 한달 이내 추경예산을 편성하여 확장 재정을 공식화했다. 이후 추가 재정정책까지 1년 이상의 시간이 필요했다. 그리고 그 사이의 정책 공백을 통화완화로 만회했다. 일시적 재정확대에 나설 수 있지만, 통화정책의 대대적 완화 동반이 필요하다. 다카이치 총재가 새 총리가 되어도 비슷한 경로로 정책을 실시할 전망이다. 주식 및 국채 가격 상승, 엔화 가치 절하였던 아베노믹스 시행의 금융시장 반응은 비슷하게 재현될 가능성이 높다.

달러 대비 엔화 약세는 당분간 이어질 전망이다. 통화완화 및 확장 재정 기대는 자국 통화 가치 하락을 유도하는 요인이기 때문이다. 엔화는 2026년 상반기까지 달러 대비 146엔 수준을 보인 뒤 하반기 140엔 수준으로의 하락 경로를 예상한다. 원/엔 환율 역시 상승 예상 시점이 내년 하반기로 후퇴할 전망이다. 당초 9월에 예상했던 경로 대비 평균 40원 낮은 940원 내외 원/엔 환율 흐름을 제시한다.

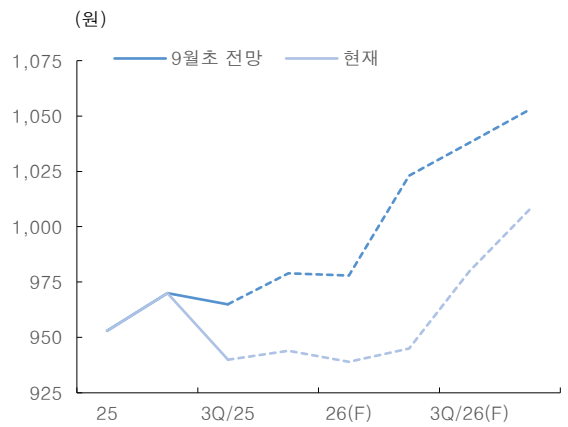
내년 하반기 이후 원/엔 환율 상승 전망 경로는 유효할 전망이다. 2026년 일본의 연간 경제성장률 전망치는 0.7%, 한국은 1.8%로 한국이 높다. 다만 일본은 잠재성장률보다 높고 한국은 잠재성장률을 밑도는 흐름으로 예상된다. 자국 경기 흐름에 따른 통화가치 안정세는 한국보다 일본이 상대적으로 강할 수 있다. 당초보다 원/엔 환율의 상승 예상 시점이 후퇴하긴 하지만 내년 하반기 이후 1,000원 근처까지 반등 여력은 충분히 존재한다. 환차익 측면에서는 여전히 일본 장기 국채 투자 매력이 잔존한다고 평가한다.

장기 국채 금리의 고점 형성 시점이 중요하다. 두 가지 시나리오로 바라봐야 한다. 아베노믹스와 달리 다카이치 총재의 확장 재정이 단기에 구체화되지 못할 경우 국채 금리 추가 상승 여력은 제한될 가능성이 높아진다. 장기 국채 금리 고점은 올해 4분기중 확인될 수 있다. 우리는 양호한 경기 흐름 상 적극적 재정 시행 명분은 아베노믹스 시기보다 낮다고 평가한다. 재정지출 증가가 단기에 공식화되지 못하는 경우를 기본 시나리오로 산정한다.

우리 예상과 달리 확장 재정이 빠르게 나타날 가능성도 있다. 장기 국채 금리 고점 형성 시점은 내년 1분기로 후퇴할 전망이다. 다만 이 경우에는 일본은행의 통화정책 기조 변화 기대도 함께 형성될 여지도 높아진다. 당시보다 더 악화된 재정 건전성 상황이므로 통화정책적 지원은 필수적이다. 기본 시나리오 대비 금리 고점 형성은 늦지만, 이후 자본차익 기대가 높을 수 있다.

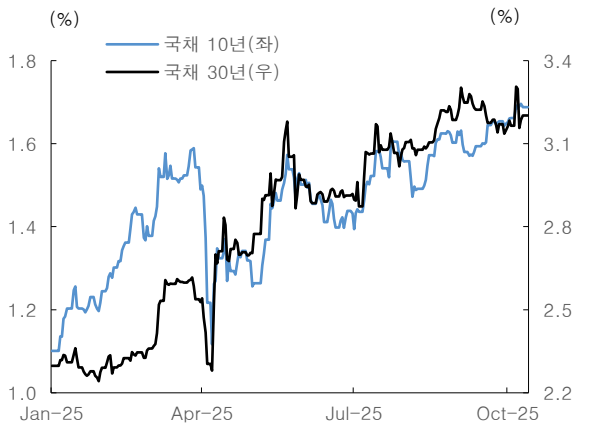
두 시나리오를 고려하면 올해 4분기에서 내년 1분기 사이 일본 장기 국채 금리 고점 인식이 나타날 가능성이 높다. 원/엔 환율의 경우 내년 하반기 상승 전환이 예상된다. 내년 하반기 이후로 자본 및 환차익을 동시에 기대할 수 있다. 일본 장기 국채 신규 투자 시점은 올해말부터 점차 유효해질 전망이다. 일본 국채 30년 기준 3%대 금리 수준과 원/엔 환율 기준 940원 이하는 가격 매력이 높게 존재하는 구간으로 평가한다.

[그림 4] 원/엔 환율, 상승 예상 시점 내년 하반기로 후퇴



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 5] 장기 국채 금리, 점차 고점 형성할 전망



자료: Bloomberg, 한국투자증권

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.