Asset Allocation

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com
선임연구원 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

하나증권 리서치센터

자산배분의 창(窓)

(26년 핵심변수) 일본의 느린 정상화와 글로벌 자본순환

BOJ 정상화 신호와 시장의 '속도' 프라이싱

11월 초 공개된 일본은행 (BOJ) '의견요약'은 정상화 조건이 충족되고 있다고 평가하며 금리 인상 가능성을 뚜렷이 드러냈다. 일부 위원들은 경기·물가가 BOJ 예상 경로를 유지한다면 완화 수준을 조정해야 한다고 제시했고, 나카가와 준코 위원 역시 추가 인상 가능성을 언급하며 점진적 정상화 (slow normalization) 의지를 강조했다.

그러나 시장은 방향보다 속도에 주목했다. 다카이치 내각 측 자문이 "12월 인상은 서두르지 말아야 한다"고 언급한 직후 시장은 이를 정치적 속도조절 신호로 해석했고, 국채금리가 17년 만의 고점을 기록했음에도 엔화는 강세로 전환하지 못하였다. (10년금리 1.76%, 엔/달러 155~156엔 레벨) 재정정책 의지와 통화정책 속도 간의 간극이 시장 가격에 드러난 것이다.

엔 약세를 고착화시키는 구조적 결합체 (통화정책 속도+재정정책+미·일 금리차)

엔화가 저평가 상태임에도 약세 흐름이 지속되는 이유는 통화정책 속도+재정정책+미•일 금리차가 서로 맞물려 있기 때문이다. 다카이치 내각이 추진하는 GDP 2.5% 규모의 부양 패키지와 감세·보조금은 단기적으로 내수 유동성을 확대하지만, 동시에 통화정책의 정상화 속도를 제약하는 환경을 만든다. 여기에 일본은 미·일 무역합의로 대미 투자 의무 (약 5,500억 달러)를 부담하고 있어 중기적으로 일본발 자본 유출 압력이 존재한다. 동시에 Fed 완화 전환 지연 가능성에 미-일 금리차 축소가 더딜 수 있게 되면서 금리인상 기대에도 엔화는 약세를 벗어나지 못하고 있다. 결국 시장은 정상화 가능성보다 정책 속도 제한 + 확장재정 + 유지되는 금리차라는 구조적 조합을 더 강하게 반영하고 있으며, 이 흐름이 엔 약세의 핵심 동력으로 작용하고 있다.

경기 저점 통과와 Dual Flow(이중 자금 흐름)의 형성

실물지표에서는 완만한 회복 조짐이 나타난다. 3분기 GDP는 -0.4%였지만, 6~8월 산업생산과 설비투자 반등은 경기 저점을 통과했음을 시사한다. 엔 약세와 무역합의는 수출 개선으로 이어질 가능성이 크고, 임금 상승과 자산시장 강세는 소비 회복을 뒷받침하고 있다. 물가도 10월 도쿄 CPI가 2.8%를 기록하며 임금-물가 선순환 초기 신호가 나타나고 있다.

이러한 환경 속에서 내년도 일본은 Dual Flow (이중 자금 흐름)라는 독특한 자본 순환 구조를 보일 가능성이 높다. 국내 유입 (inbound flow)은 재정확대 · 엔 약세 · 실적 개선 기대가 결합해 내수와 주식시장으로 자금을 끌어들이는 흐름을 만들 수 있다.

해외 유출 (outbound flow)은 Fed 완화 전환 이후 금리차 축소로 환 헤지 비용이 급락할 경우 연기금·보험사 등 장기 기관투자자의 해외투자가 다시 확대되는 형태로 나타난다.

즉, 국내는 재정과 내수 회복으로, 해외는 금리차와 헤지 비용 변화로 움직이기 때문에 일

본에서는 두 흐름이 동시에 강화되는 이중 순환 구조가 형성되는 것이다.

투자자 시사점: 정상화의 속도와 자본 순환의 방향성

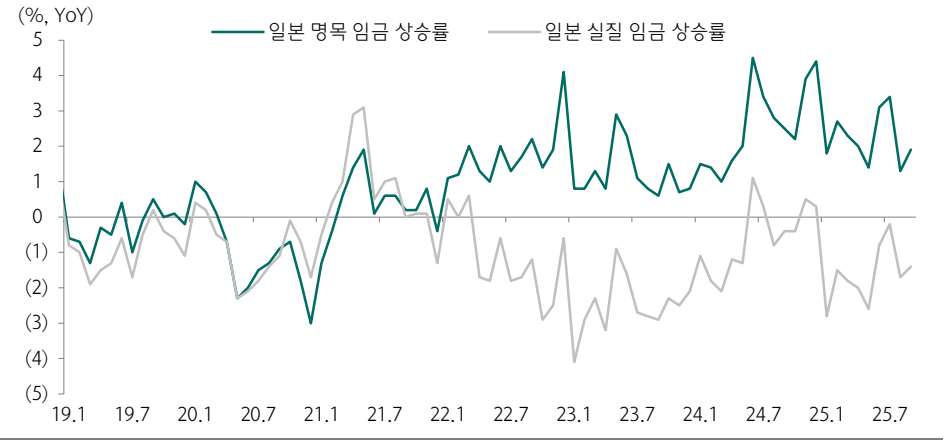
2026년 일본 투자 환경의 핵심 변수는 정상화 여부가 아니라 '정상화의 속도'이며, 그 속도는 정치·재정 기조와 국제 금리 환경에 의해 제약될 가능성이 크다. 이 때문에 엔화는 금리 인상 기대에도 불구하고 약세를 이어가고 있으며, 환율 방향성의 실질적 촉매는 BOJ가 아니라 'Fed의 완화 전환 → 미-일 금리차 축소'가 될 가능성이 높다.

금리차가 좁혀지면 엔화는 점진적 강세 조정 구간으로 진입하고, 이 과정에서 일본 기관투자자들은 환헤지 비용 하락을 계기로 미국채 · 글로벌 크레딧 · 인프라 등 달러표시 자산에 대한 비중을 다시 확대할 것이다. 동시에 재정확대로 늘어나는 국내 유동성은 일본 내 자산시장으로도 흡수되기 때문에, 내년도 일본은 국내 부양 흐름과 해외투자 확대 흐름이 병존하는 Dual Flow 국면이 될 것이다.

글로벌 투자 전략의 핵심변수는 일본의 자본 순환이 될 수 있고 "국내 부양 → 느린 정상화 → 금리차 변화 → 해외투자 재확대"로 이어지는 자본 순환의 속도가 어떻게 전개되느냐가 중요해 보인다.

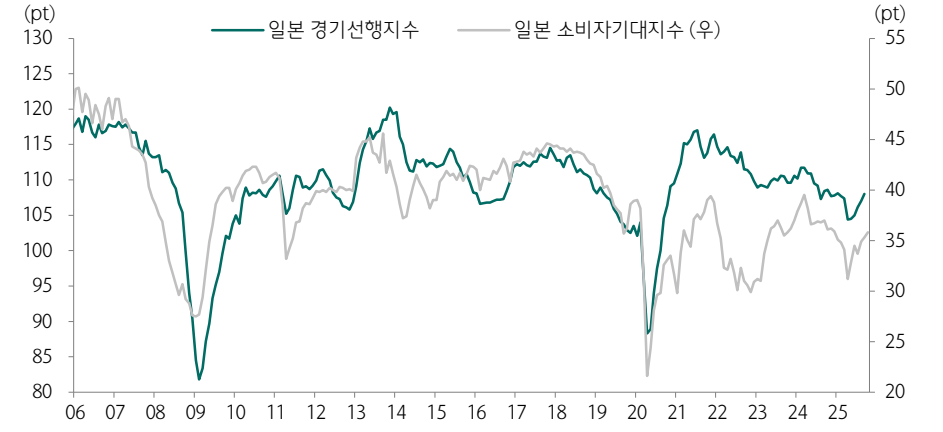
KEY CHART

도표 1. 일본 임금 상승률 (명목 Vs. 실질)



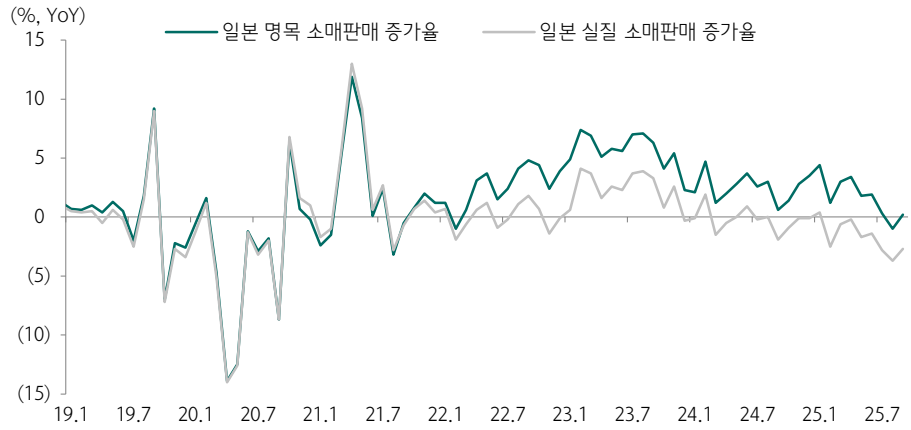
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 일본 경기선행지수와 소비자기대지수



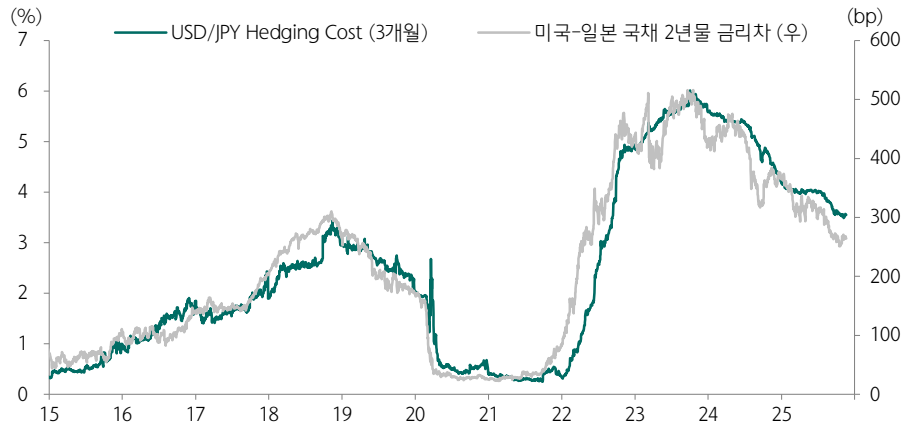
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 일본 소매판매 (명목 Vs. 실질)



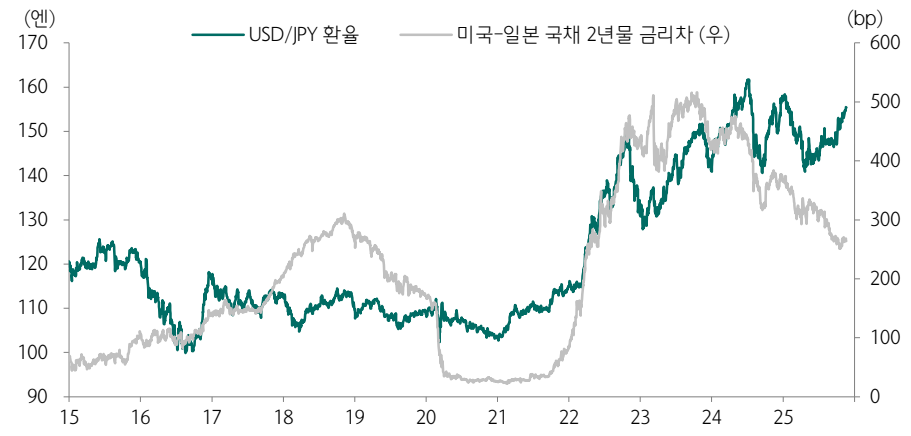
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 헤징코스트와 미/일 금리차 (2년물)



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 엔달러 환율과 미/일 금리차 (2년물)



자료: Bloomberg, 하나증권