ECONOMIC FOCUS

2025. 12. 10.

Macro Team

정성태 Senior Economist
sungtai.chung@samsung.com

구민정 Economist
mj.gu @samsung.com

리서치센터 리포트 바로가기

엔 캐리 트레이드 점검

BOJ 금리 인상에 따른 급격한 청산 우려는 과도

- BOJ의 금리 인상 재개를 앞두고 '엔 캐리 트레이드' 청산 우려가 제기되고 있으나, 당사는 급격한 청산 가능성은 낮다고 판단
- 2%를 하회하는 기조적인 물가 상승률과 정부와의 관계를 감안할 때 BOJ의 금리 인상은 점진적일 것. 또한, 엔 캐리 proxy 지표들도 지난해에 비해 안정적

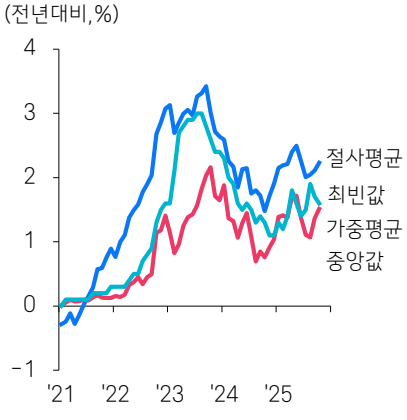
BOJ는 12월 금융정책결정회의(18~19일)에서 정책 금리를 0.5%에서 0.75%로 인상할 전망이다. 금융시장에서는 지난 12월 1일 우에다 총재의 발언 이후 12월 금리 인상을 사실상 기정사실로 받아들였으며, 당사도 BOJ의 금리 인상 시점을 '26년 1월에서 '25년 12월로 앞당겼다(12월 둘째 주 Week Ahead 참고). 한편, BOJ가 11개월 만에 금리 인상을 재개할 전망이 우세하면서, 금융시장 일각에서는 지난해 7월과 같은 엔 캐리 트레이드의 청산 가능성을 우려하고 있다. 반면, 당사는 1) 헤드라인 소비자 물가는 3%를 넘어서지만 BOJ가 추정한 기조적인 물가 상승률은 2%를 하회하고, 2) 정부와의 관계를 감안할 때 BOJ는 12월 이후 추가 인상에 신중을 기할 가능성이 높으며, 3) 지난해 7월 이후 엔 캐리의 proxy로 간주되는 지표들이 안정적인 흐름을 이어가고 있어, 지난해 7~8월 같은 급격한 엔 캐리 청산 가능성은 낮다고 판단한다.

BOJ는 점진적인 금리 인상 전략을 고수할 전망

일본의 소비자 물가는 11월 전년 대비 3.0%를 기록하며, '22년 이후 4년 연속 2%를 상회할 전망이다. 그럼에도 우에다 총재를 비롯한 BOJ는 일본의 기조적인 물가 상승률은 상승하고 있으나 여전히 2.0%를 하회한다는 입장을 고수하고 있다. 예를 들어, 9월 BOJ 부총재는 기조적인 인플레이션이 2% 미만에 머물고 있으나 점진적으로 상승하며 2%에 접근하고 있다고 밝힌 바 있으며, 10월 경제 전망에서 BOJ도 기조적인 물가가 느리지만 상승하고 있으며 '26년 하반기에는 물가 목표에 부합할 것이라고 예상했다.

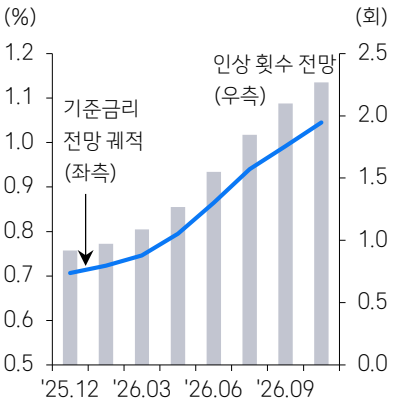
(다음 페이지에 계속)

BOJ가 추정한 기조적인 물가 상승률



자료: 일본은행

금융시장은 '26년말까지 2회 인상 반영



참고: 25bp 인상 기준
자료: Bloomberg

Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

삼성증권

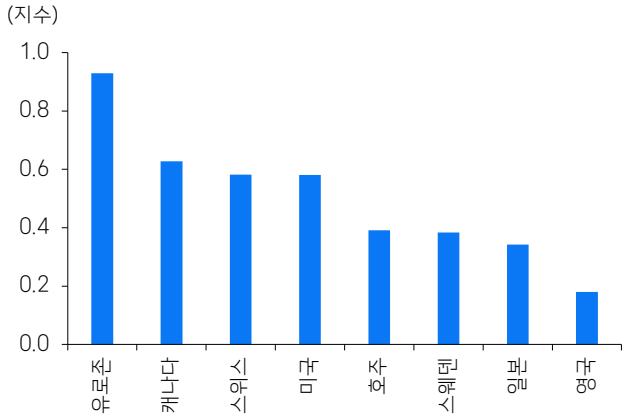
즉, BOJ는 3%를 상회하는 일본의 물가 상승률이 주로 일시적인 공급 충격에서 상승에서 비롯된다고 판단하고 있다. 실제로 BOJ가 월간으로 발표하는 기조적인 물가 상승률은 절사 평균(trimmed mean), 가중 평균 중앙값(weighted median), 최빈도(mode) 등 세 가지이며, 11월 절사 평균은 2.1%, 중앙값은 1.5%, 최빈도는 1.5%였다. 즉, BOJ는 공급 충격에 보수적으로 대응한다는 중앙은행의 전통적인 통화정책 방침을 고수하고 있다고 볼 수 있다. 아울러, BOJ는 기조적인 물가 상승률에 직접적으로 영향을 미치는 산출 갭(Output Gap)을 '25년 2Q -0.32%로 추정했으며, (-)를 기록한 성장률을 감안하면 3Q에는 (-) 갭이 더욱 확대되었을 것이다. 이러한 점을 감안할 때 BOJ는 점진적인 금리 인상 전략을 지속할 가능성이 높으며, 그에 따라 당사는 이번 12월 이후 다음 번 금리 인상은 '26년 9월로 예상한다.

아울러, BOJ의 상대적으로 취약한 통화정책 독립성도 당사가 일본 정책 금리의 완만한 인상을 전망하는 배경이다. 연구한 결과에 따르면, BOJ의 독립성 지수는 0.33으로 Fed(0.66), ECB(0.93) 등 주요국에 비해서 낮은 편이다. 제도적으로도 재무성 차관은 금융정책결정회의에 참석하여 발언할 수 있는 권한이 있으며, 의사 결정 연기를 요청할 수도 있다. 실질적으로도 BOJ는 행정부와의 원만한 관계를 중요시해 왔다. 지난 10월 회의 직후 우에다 총재의 발언은 이전에 비해 dovish했는데, 이는 다카이치 신임 총리의 정책기조를 의식했기 때문으로 풀이된다. 같은 맥락에서 우에다 총재가 12월의 금리 인상을 강하게 시사한 것도 다카이치 정부가 대규모의 추경 예산 편성에 성공하면서 BOJ의 입장을 용인한 결과이다. 이러한 점을 감안할 때, 당사는 BOJ의 추가적인 금리 인상은 점진적으로 진행될 수밖에 없으며, 그에 따라 BOJ의 금리 인상으로 인한 엔 캐리 청산 가능성은 크지 않다고 판단한다.

엔 캐리 규모의 정확한 추정은 불가능; 대용지표를 활용하여 점검한 결과 지난해에 비해 안정적

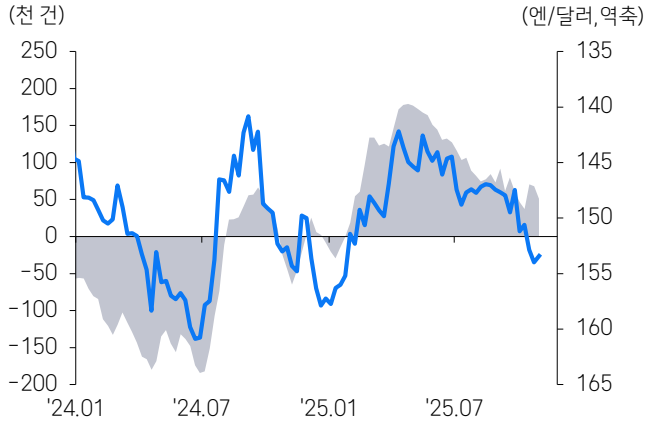
한편, 당사는 엔 캐리 트레이드를 "존재는 부정할 수 없으나, 규모는 정확하게 측정할 수 없는 현상(Dark Matter)"으로 판단한다. 이는 일본과의 금리 차이를 이용한 거래는 개인들의 해외 채권 투자('와타나베 부인')부터 일본 소재 해외 은행들의 본지점 간 거래, 이자율 차이를 활용한 스왑 거래, 심지어 연기금, 보험사 등의 해외 투자까지 광범위하기 때문이다. 게다가 실제로 이자율 차이에 어느 정도 영향을 받는지 알 수 없다는 점에서 더욱 그러하다. 그에 따라, 당사는 엔 케리 트레이드의 규모를 직접적으로 추정하기보다는 금리 차에 영향을 받는 거래를 활용하여 청산 징후를 추적하는 것이 나은 접근법이라고 판단한다.

BOJ의 독립성은 주요국에 비해서 상대적으로 낮은 편



참고: The Political economy of reforms in Central Bank design (Economic Policy, '22.10)
자료: CBI data& Legislations

투기적 엔화 포지션은 엔 캐리가 이미 축소되었음을 시사

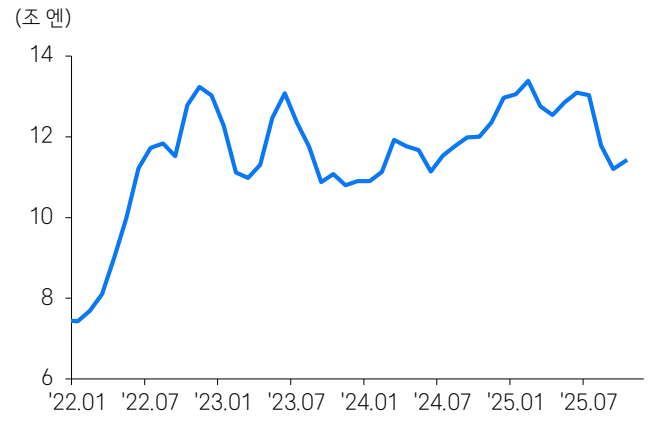


자료: CFTC, 삼성증권

대체로 엔 캐리 트레이드를 추정하는 방법은 1) CFTC의 투기적 엔화 포지션, 2) 일본 소재 외국계 은행의 본지점 간 대출 추이, 3) 일본 거주자의 해외 투자 추이, 4) OTC Retail FX 마진거래 추이 등이다. 구체적으로 살펴보면, CFTC의 투기적 엔화 포지션은 통상적으로 엔 캐리 트레이드가 확대되면 (-)를 기록(엔화의 약세를 기대)한다. 실제로 '24년 7월 이전까지 해당 포지션은 (-)를 기록했으며, '엔 캐리 트레이드의 청산'과 함께 (+)로 돌아선 바 있다. 반면, '25년 12월 현재 해당 포지션은 (+) 영역에 머물고 있어 엔 캐리 트레이드가 과도한 국면이라고 볼 수 없다. 해외은행의 본지점 간 거래도 미국 등과의 금리 차이가 확대된 '22년 이후 크게 증가했으나, '25년 하반기 들어서는 감소세를 기록하고 있다. 이는 외국계 은행들이 BOJ의 금리 인상을 사전에 대비한 결과로 추정된다.

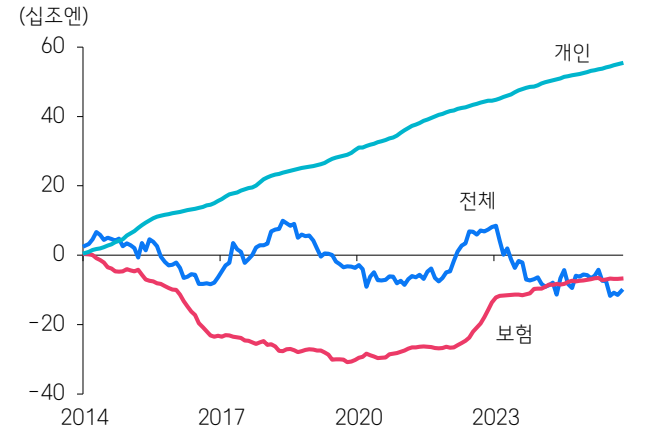
또한, 은행, 보험, 개인 등의 일본 거주자들의 해외 장기 채권 순매입 규모는 전체적으로는 크게 증가하지 않았다. '18년 이후 일본 거주자의 누적 순매입 규모는 '24년 9월 12.3조 엔에서 '25년 10월에는 13.1조 엔으로 증가하는 데 그쳤다. 다만, 주체별로는 차이가 커서 개인들의 순매수 규모는 29.1조 엔에서 33.5조 엔으로 4.4조 엔 증가했으며, 보험사들은 17.4조 엔에서 18.0조 엔으로 증가했다. 특히, 보험사들은 일본의 내외 금리 차가 확대된 '22년 이후 해외 장기 채권을 19.8조 엔 순매입했다. 다만, '24년 하반기 이후에는 개인들의 채권 투자는 지속적으로 확대된 반면 보험사들의 순매입 규모는 크게 둔화되었다. '14년 이후로 시계열을 확대하더라도 개인의 장기채 순매수는 꾸준한 반면 보험사들은 금리 차가 확대된 이후 해외 투자 규모를 확대했다. 이러한 주체별 투자 행태를 감안할 때, 개인들의 채권 투자는 장기적인 자산 배분의 성격이 강하지만 보험사의 채권 투자는 금리 차에 민감하다고 추정할 수 있다. 다만, 중도환매에 따른 여러 불리한 점들은 감안할 때, 금리 차 축소는 해외채권의 신규 매입 둔화로 귀결될 가능성이 높다고 판단된다. 마지막으로 OTC Retail FX 마진 거래는 양국 간의 금리 차가 반영된 선도 환율에 투자하는 방식이며, 주로 금리가 높은 국가의 환율에 투자하는 양상을 보인다. 또한, 레버리지가 높다는 점에서 거래가 급작스럽게 청산될 경우 지난해 7~8월처럼 외환시장의 변동성을 높이는 요인으로 작용한다. 월간으로 발표되어 적시성이 낮기는 하지만 10월의 거래 규모(open position +2.3천억엔)는 크지 않고, 지난해 7월(-2.1조 엔)와는 달리 엔화 약세보다는 소폭 강세를 반영하고 있다. 네 가지 지표를 살펴본 결과, 전반적으로는 지난해 7~8월에 비해서 엔화 약세 기대를 일방적으로 반영하지 않고, 일부 지표에서는 금리 인상(또는 엔화 강세)을 대비한 징후도 발견된다. 물론 앞서 언급했듯이 엔 케리 트레이드의 규모는 추정이 어렵고, 통계 발표까지 상당한 시차가 있다는 점은 해당 지표들의 한계이다.

일본 소재 외국계 은행의 본지점 간 거래도 축소



자료: 일본은행, 삼성증권

일본의 주체별 해외 장기 채권 매수 추이('14년 1월 이후 누적)



자료: 일본 재무성, 삼성증권

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA