2026.01.21

채권 브리프

일본 국채금리 급등과 엔캐리 언와인드 공포

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

Check Point

일본 40년 국채금리 4.0%대 진입. 일본 국채시장, 고금리 고착화 지속

BOJ 방향성 전환 뿐 아니라 1)BOJ의 일본국채 매입 축소(테이퍼링) 경로, 2)조기총선과 감세 공약에 따른 재정 우려 재부각, 3)초장기물 수요 기반 약화(연기금, 생보사의 초장기 국채 흡수력 둔화) 등이 결합

엔캐리 청산의 표준 트리거 3종세트: ①금리 상승, ②엔 강세, ③글로벌 리스크 오프 전환

일본 국채금리 상승과 통화정책 불확실성 확대 국면에서 변동성 이벤트 발생 시 급격한 하락 가능성 내포 중. 부분적 언와인딩이 반복되는 국면 진입할 수 있다는 판단

브레이크 없는 일본 국채 금리 상승

일본의 40년물 국채 금리가 1/20일 장중 기준으로 4.0%대로 진입하며, 사실상 초장기 구간의 금리레벨이 기존 "저금리+QE"에서 "금리 정상화+재정 프리미엄" 전환을 확실하게 증명했다. 이는 단순히 BOJ의 정상화 기대(BOJ는 24.3월 마이너스 금리 정책 및 YCC를 종료한 후 금리인상 사이클에 진입하고, 24.8월부터 대규모 금융 완화 정책의 방향 전환을 지속 중)만이 아니라, 1)BOJ의 일본국채 매입 축소(테이퍼링) 경로, 2)조기총선과 감세 공약에 따른 재정 우려 재부각, 3)초장기물 수요 기반 약화(연기금, 생보사의 초장기 국채 흡수력 둔화) 등이 결합되며 기간프리미엄과 재정 리스크프리미엄이 초장기 구간에 집중적으로 반영되고 있는 것으로 판단된다. 구체적으로 살펴보면, BOJ의 공식 테이퍼링 계획은 26년 3월까지 매 분기 국채 매입 규모를 약 4,000억엔씩 축소하고, 4월부터는 감축 속도를 2,000억엔으로 줄여, 월 2조엔 수준의 매입규모에 도달하는 것을 목표하고 있다. 비록 급격한 긴축이 아닌 정상화에 좀 더 방점을 둔 완만한 경로일 수 있으나, 여기에 최근 일본정부의 재정지출 확대(조기총선 이슈) 등과 맞물리며 채권매도세가 더 가팔라졌을 것으로 추정된다.

또한 우려되는 부분 중 하나는 이번 케이스처럼 금리 급등이 금리 정상화와 직접적으로 연동되는 단기물 중심이 아닌 40년물 금리의 4%대 진입 등 초장기 위주로 발생하고 있다는 점이다. 이는 단순히 일본은행의 통화정책 정상화 경로를 프라이싱 하는 것을 넘어, 일본 국채의 초장기 듀레이션 리스크에 대해 더 높은 금리(보상)를 요구하고 있음을 시사한다. 일본 재무성이 FY2026 발행계획에서 초장기(20~40년) 발행을 월 1,000억엔씩 축소한다고 명시했음에도 불구하고, 일본 정부의 재정정책의 방향성과 BOJ의 매입 축소 경로 속에서 수요 한계(생보사/연기금)의 반응이기 때문에, 발행감축에도 불구하고 프라미엄 상승(금리 급등)을 즉각 되돌리기는 어려울 것으로 판단된다.

파급 영향: 재정, 금융, 실물 부문 모두 취약점 보유

한편 고금리 환경의 장기화는 일본 경제 전반에 걸쳐 재정·금융·실물 부문에서 구조적인 부작용을 누적시킬 가능성이 있어 간과하기 어려운 리스크 요인이다. 재정 측면에서 초장기 국채금리의 상승은 단기적으로 정부의 이자비용을 급격히 확대시키지는 않더라도, 중장기적으로는 국채의 평균 조달금리 및 차환비용 상승으로 직결되며, 이는 정부의 재정 여력에 대한 시장의 의구심을 증폭시키는 요인으로 작용할 수 있다. 특히 이러한 과정은 재정 부담 인식 확대 → 재정 리스크 프리미엄(기간프리미엄) 상승 → 국채금리 추가 상승 → 이자비용 증가 → 재정 부담 재부각이라는 자기강화적 악순환 구조를 형성할 가능성이 높다. 이 경우 초장기 금리는 단순한 금리 변수라기보다, 일본 재정의 지속 가능성에 대한 시장의 평가 지표로 기능하며 변동성이 확대될 소지가 있다.

금융 부문에서는 초장기 금리 상승이 일본 생명보험사 및 은행권의 보유 채권 평가손실을 확대시키는 동시에, 자산·부채관리(ALM) 전략의 재조정을 촉발할 수 있다. 특히 금리 상승이 변동성 확대와 병행될 경우, 금융기관의 헤지 비용 증가, 증거금 부담 확대, 내부

리스크 한도(VaR) 제약 강화 등 복합적인 제약 요인이 작동하면서 초장기 국채에 대한 한계 수요자의 역할이 약화될 가능성이 높다. 이러한 환경에서는 수급 측면에서의 추가적인 매도 압력이 반복적으로 발생하며, 국채시장 전반의 취약성이 확대되는 경로가 형성될 수 있다.

실물경제 측면에서도 고금리 장기화는 일본 경제에 비우호적인 금융여건 변화를 초래할 수 있다. 일본 경제가 디플레이션 국면을 벗어나 점진적인 정상화 단계에 위치한 상황에서, 초장기 금리 상승은 장기 금융여건을 예상보다 빠르게 긴축 방향으로 이동시키며, 회사채 및 대출금리 상승을 통해 기업의 자금조달 비용을 높이는 요인으로 작용할 수 있다. 이는 기업 투자 및 고용 여건을 제약함으로써, 경기 회복 모멘텀을 약화시키고 실물경제의 하방 리스크를 증폭시킬 가능성을 내포한다.

엔캐리 청산의 표준 트리거 3종세트: ①금리 상승, ②엔 강세, ③글로벌 리스크 오프 전환

초장기 금리 상승 국면에서 무엇보다 가장 경계해야 할 리스크는 엔캐리 트레이드 청산의 새로운 촉발 요인으로 작용할 가능성이다. 물론 엔캐리 트레이드의 전면적인 청산은 일반적으로 ①일본 국채금리 상승, ②엔화 강세 전환, ③글로벌 금융시장의 리스크 오프 국면이 동시에 발생할 때 나타나는 경우가 많으며, 일본 금리 상승만으로는 캐리 포지션이 상당 기간 유지될 가능성도 존재한다는 점은 감안할 필요가 있다.

다만 구조적으로 주목해야 할 변화는, 과거와 달리 일본 국내 초장기 국채금리가 충분히 매력적인 수준으로 상승했다는 점이다. 과거 일본 생명보험사 및 연기금 등 대형 기관투자자들은 자국 국채금리가 극단적으로 낮았던 환경에서, 수익률 제고를 위해 환헤지 비용을 감수하며 미국 국채와 유럽 국채 등 해외 채권 투자를 지속적으로 확대해 왔고, 그 결과 글로벌 채권시장에서 가장 중요한 수요자 중 하나로 자리 잡았다. 그러나 최근 일본 40년물 국채금리가 4%를 상회하는 수준까지 상승한 상황에서는, 과거와 같은 방식으로 환헤지 비용을 부담하며 해외 채권에 투자해야 할 유인이 구조적으로 약화되고 있다. 이로 인해 일본 기관투자가들의 포지션 조정은 단순한 포트폴리오 리밸런싱을 넘어, 글로벌 금융시장에 의미 있는 자금 이동 경로를 형성할 수 있다.

이 과정에서 예상되는 자금 이동 메커니즘은 '해외 채권 매도 → 달러 매도·엔화 매수 → 일본 초장기 국채 매입' 구조다. 전형적인 투기적 자금에 비해 전개 속도는 상대적으로 완만할 수 있으나, 기관 자금이라는 특성상 규모와 지속성 측면에서는 훨씬 더 큰 파급력을 가질 수 있다. 특히 일본 기관투자자들은 미국 국채, 그 중에서도 장기물의 최대 보유·매수 주체 중 하나였다는 점에서, 이들의 매수세 약화 또는 매도 전환은 미국 장기 국채금리에 구조적인 상방 압력으로 작용할 소지가 있다.

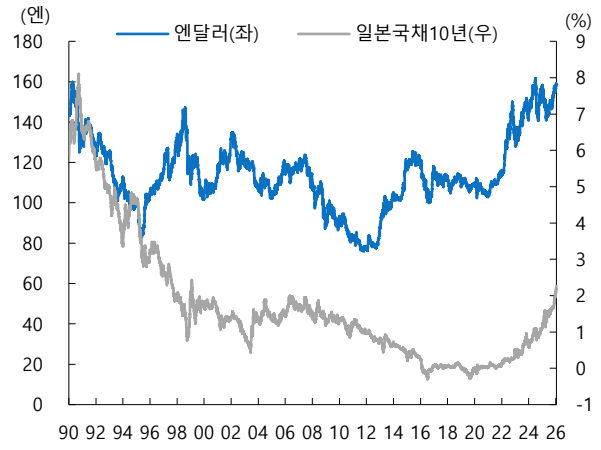
보다 중요한 리스크는 이러한 ①번 과정(일본 금리 상승)이 지속성을 갖고 진행되는 국면에서, 어느 순간 ②엔화 강세 전환과 ③글로벌 리스크 오프가 결합될 경우, 엔캐리 트레이드의 디레버리징이 자기강화적 속도로 급격히 가속화될 수 있다는 점이다. 이미 ①번 조건인 일본 국채금리 상승은 충분히 충족된 상태이며, 향후 일본 중앙은행이 시장의 예상보다 빠른 추가 금리 인상 경로를 시사하거나, 엔화 방어 성격의 보다 강한 커뮤니케이션에 나설 경우, 이는 엔화 강세를 촉발하면서 포지션 축소가 곧바로 리스크오프 국면을 유발하는 경로로 연결될 가능성을 배제하기 어렵다.

엔캐리 트레이드의 언와인드가 본격화될 경우, 파급 경로는 통상적으로 '엔화 강세 → 금리 및 크레딧 시장 변동성 확대 → 주식 및 대체자산 조정'의 순서로 확산되는 경향을 보인다. 다만 현 시점에서 가장 현실적인 시나리오는 과거와 같은 전면적·급격한 청산보다는, '엔캐리 언와인드에 대한 리스크 프리미엄이 점진적으로 확대되는 국면'으로 판단된다. 즉, 글로벌 시장에서 변동성 이벤트가 발생할 때마다 부분적인 포지션 축소가 반복적으로 나타나는 형태가 유력한 경로다. 향후 관세 정책 변화나 지정학적 리스크가 실제로 글로벌 위험자산 조정과 크레딧 스트레스로 확산될지 여부는, 이러한 부분 청산 국면이 전면적인 엔캐리 디레버리징 국면으로 전환될지를 가늠하는 핵심적인 모니터링 포인트가 될 것으로 판단된다.

그림1. 일본 장기 및 초장기 국채금리 추이: 일본 40년 국채금리 1/20일 장중 4.0% 상회하는 등 고금리 고착화 현상 지속

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. 엔달러 및 일본 국채10년 추이: 국채금리 급등에도 불구하고 엔약세 압력 지속



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. 일본 주요 생보사, 26 회계연도부터 일본 국채금리 상승으로 엔 채권 비중 확대 전략으로 전환 계획

Japan's major life insurers shift to higher-yield bonds amid rising JGB yields

By Jake Nathaniel Dellosa | 31 Oct 2025

Related News

Japan: Global investment firm acquires Japanese insurance distributor

Hong Kong insurance regulator champions balanced regulation and development

Australian insurance industry and regulators discuss ways to drive regulatory efficiency

India: Insurance group unveils a new brand identity

South Korea: Non-life insurer to acquire US-based insurer

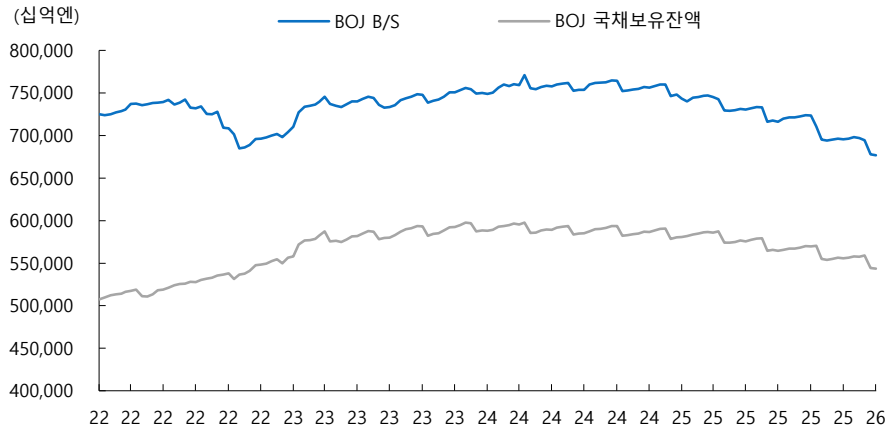
Japan | Financial Performance | Investment Management

Major life insurers in Japan are reported to be set to swap low-yield domestic bonds for higher-return issues in the second half of the fiscal year ending March 2026.

A recent Reuters report said ten unnamed domestic life insurers, collectively managing close to JPY 300tn ($2tn) as of March, indicated in interviews that larger players are shifting their yen bond strategies towards rebalancing, anticipating a reduction in total holdings.

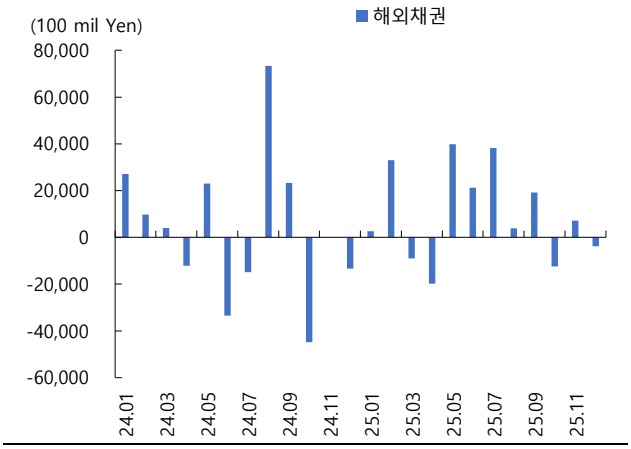
자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림4. BOJ B/S 및 국채보유 잔액: BOJ의 공식 테이퍼링 계획은 26년 3월까지 매 분기 국채 매입 규모를 약 4,000억엔씩 축소하고, 4월부터는 감축 속도를 2,000억엔으로 줄여, 월 2조엔 수준의 매입규모에 도달하는 것을 목표



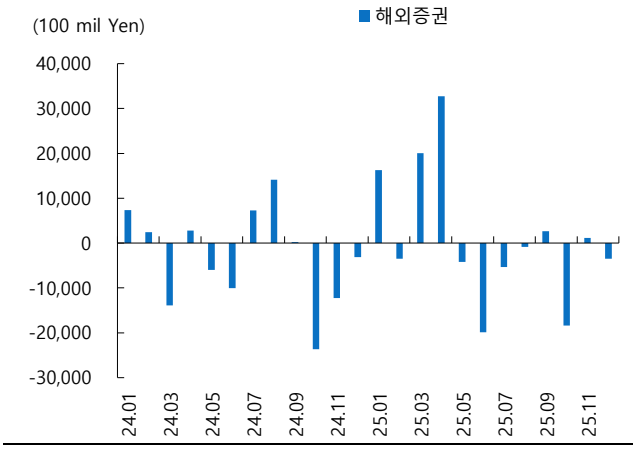
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. 2024년 이후 일본 해외채권(Long-term) 투자 순매수 추이: 25년 4Q 이후 유출 강도 심화



자료: MOF, iM증권 리서치본부

그림6. 2024년 이후 일본 해외증권(Equity and investment fund shares) 투자 순매수 추이: 25년 하반기 이후 유출 강도 심화



자료: MOF. iM증권 리서치본부

그림7. 주간 기준 일본의 해외자산 투자 순매수 추이

対外及び対内証券売買契約等の状況（週次・指定報告機関ベース）

International Transactions in Securities (Weekly; based on reports from designated major investors)

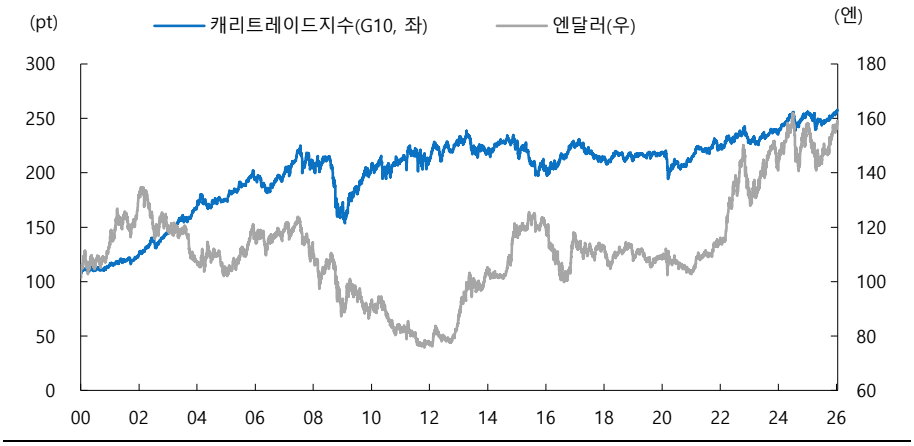
（単位：億円）
(¥100 million)

1. 対外証券投資【居住者による取得・処分】
1. Portfolio Investment Assets

	株式・投資ファンド持分 Equity and investment fund shares			中長期債 Long-term debt securities			小計 Subtotal	短期債 Short-term debt securities			合計 Total
	取得 Acquisition	処分 Disposition	ネット Net	取得 Acquisition	処分 Disposition	ネット Net	ネット Net	取得 Acquisition	処分 Disposition	ネット Net	ネット Net
令和7年12月7日～12月13日 December 7, - December 13, 2025	27,405	28,198	-792	89,649	86,091	3,558	2,765	11,022	10,857	165	2,930
令和7年12月14日～12月20日 December 14, - December 20, 2025	31,909	33,954	-2,045	70,224	69,398	826	-1,219	9,497	10,088	-591	-1,810
令和7年12月21日～12月27日 December 21, - December 27, 2025	20,196	22,410	-2,215	13,881	24,377	-10,496	-12,710	2,556	3,055	-499	-13,209
令和7年12月28日～令和8年1月3日 December 28, 2025- January 3, 2026	10,750	8,383	2,366	36,197	38,434	-2,236	130	3,376	3,222	154	284
令和8年1月4日～1月10日 January 4, - January 10, 2026	29,371	29,096	275	104,243	103,232	1,011	1,286	8,822	8,557	265	1,551

자료: MOF, iM증권 리서치본부

그림8. G10 캐리트레이드지수와 엔달러 추이: 최근까지 양호한 흐름 유지. 금리 급등에도 불구하고 엔약세로 캐리 전략 환경은 우호적. 단 일본 국채금리 상승과 통화정책 불확실성 확대 국면에서 변동성 이벤트 발생 시 급격한 하락 가능성 내포 중. 부분적 언와인딩이 반복되는 국면 진입



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김명실)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.