



Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 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.

2026년 6월 2일 | Global Asset Research

해외채권

엔화 개입에도 제자리 걸음

- 4월 말 이후 한 달간 일본 당국의 엔화 매수 개입 규모는 11.7조 엔. 그럼에도 엔화는 약세 흐름을 이어가는 중. 미 국채 매도를 통해 개입 자금을 조달했을 가능성이 높음
- 추가 외환 개입 가능성 열려 있음. 미 국채 추가로 매도한다면 금리 상방 압력 가중될 것
- 엔저 압력은 긴축 시계를 당기는 촉매제. 연내 기준금리 1.50%, 일본 10년 상단 3.00%

미 국채 매도를 통한 엔화 자금 조달

일본 재무성에 따르면, 최근 한 달간(4월 말~5월 말) 당국은 약 11.7조 엔 규모의 엔화 매수 개입을 단행했다. 이는 2022년 이후 단일 개입 기준 최대 규모이다. 그러나 대규모 실탄 투입에도 불구하고 동기간 엔화 약세 흐름은 이어지고 있다. [도표 1]

2022년 이후의 과거 사례를 살펴보면, 엔화 매수(달러 매도) 개입 이후 최소 3개월간은 일시적으로나마 엔화 강세가 연출된 후 재차 약세로 전환되는 패턴을 보였다. 반면 이번 국면에서는 개입에도 불구하고 심리적 저항선으로 여겨지는 160엔이 재차 위협받고 있다.

외환 시장 개입 자금은 일본 정부 계정인 외환자금특별회계(Foreign Exchange Fund Special Account, 이하 FEFSA)를 통해 관리된다. 개입 방향에 따라 조달 메커니즘이 다른데, 엔화 매도(달러 매수) 개입 시에는 필요한 엔화 자금을 재정증권(Financing Bills, FBs) 발행을 통해 조달하는 반면, 지금과 같이 엔화 매수(달러 매도) 개입 시에는 FEFSA가 기보유한 달러 자금(외환보유고)을 활용한다.

4월 기준 일본의 공식 외환보유고는 1.38조 달러로 2024년 7월을 기점으로 큰 틀에서 꾸준한 증가세를 유지하고 있다. 외환보유고는 크게 외화 증권, 외화 예치금, 금, IMF 예치금, SDR 등으로 구성되며, 이 중 미국 국채를 포함한 장기 자산인 '외화 증권'이 약 1조 달러로 대부분을 차지한다. [도표 2] 이번에도 일본 당국이 미 국채를 매각해 개입 자금을 마련했을 가능성이 높다고 판단하는 이유는 과거 엔저 방어기 당시 데이터가 명확히 증명했기 때문이다. [도표 3]

1차 방어기(2022년 9월~10월): 9.1조 엔(약 619억 달러, 개입 시점 당시 평균 환율 적용)의 엔화 매수 개입을 진행했다. 미국 TIC 통계상 일본의 미 국채 보유량이 1,310억 달러 감소했고, 일본 정부 공식 외화 증권 계정 역시 950억 달러 감소했다.

2차 방어기(2024년 4월~5월): 9.8조 엔(약 630억 달러, 개입 시점 당시 평균 환율 적용)을 매수하는 과정에서 TIC 기준 미 국채 보유량은 610억 달러, 외화 증권 계정은 673억 달러 동반 감소했다. 즉, 엔화 약세 방어에 투입되는 달러 실탄의 상당 부분이 미국 국채 매각을 통해 조달되어 왔음을 의미한다.



해외채권 Analyst 허성우
deanheo@hanafn.com

참고로 정부 개입액과 미 국채 보유액 변동치(TIC)가 완전히 일치하지 않는 것은 민간 수급이 혼재되어 있기 때문이다. 일본의 미 국채 보유량(1.19조 달러)은 일본 정부(외화 증권)뿐만 아니라 생명보험사, 농림중앙금고 등 민간 금융기관의 보유량까지 합산한 수치이다. 따라서 정부가 자금 마련을 위해 국채를 매도할 때 민간의 국채 매도세까지 곱칠 경우 전체 감소 폭은 더욱 커질 수 있다.

물론 미 국채를 매도하지 않고 즉시 투입 가능한 현금성 자산인 '외화 예치금'을 사용할 수도 있다. 그러나 이번 개입에 투입된 11.7조 엔(740억 달러)은 현재 일본이 보유한 전체 외화 예치금의 약 45%에 달한다. 향후 추가적인 개입 리스크를 관리해야 하는 당국 입장에서는 가용 현금의 절반을 한 번에 소진하기보다, 미 국채를 매각해 현금화하는 것이 합리적인 선택이었을 것이다.

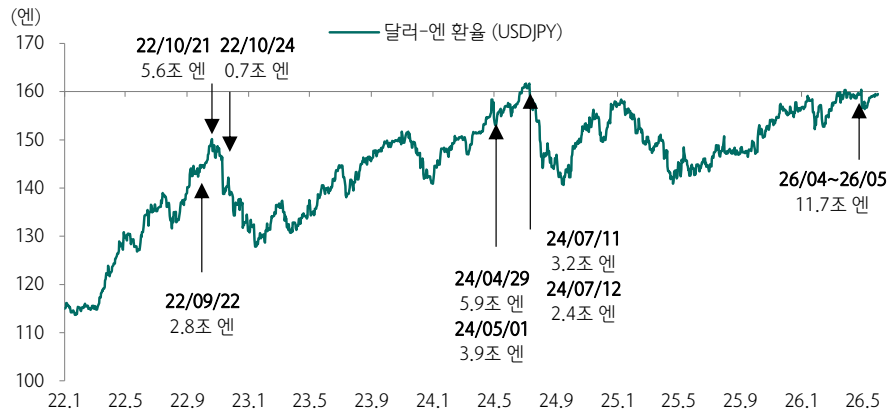
달러-엔 환율 160엔 사수를 위한 추가 개입 가능성은 열려 있다. 엔화 매수 자금 조달을 위해 미 국채를 추가로 매도한다면, 이는 미 국채 금리 상방 요인으로도 작용할 수 있다. 미국에게 일본이 중요한 이유이기도 하다. **[도표 4]**

일본 당국의 '160엔 사수' 의지는 확고하지만, 엔화 개입만으로는 엔화 약세 흐름을 뒤바꾸기 어렵다는 점을 재확인했다. 미국과 일본의 유의미한 내외 금리 차가 좁혀지지 않는 한 엔화의 구조적 약세 압력은 당분간 지속될 전망이다.

역설적으로 이러한 엔저 압력은 BOJ의 긴축 시계를 당기는 촉매제가 될 것이다. 당사는 BOJ가 6월 인상을 시작으로 하반기 중 추가 두 차례 인상을 단행해 연내 기준금리를 1.50%까지 인상할 것으로 전망한다. 일본 10년물 금리 상단 전망치 역시 3.00%를 유지한다. 연말까지 BOJ의 점진적 인상이 누적된다면 일본 국채(JGB)의 절대적인 금리 매력도는 높아지겠지만, 유의미한 자본 차익을 기대할 수 있는 시점은 연말 이후라는 판단이다.

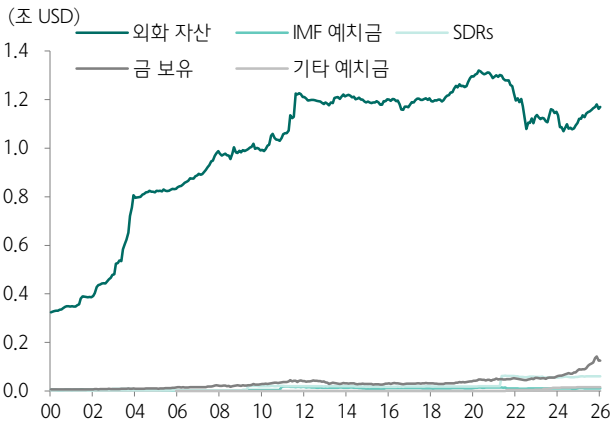
도표 1. 달러-엔 환율(USDJPY)과 엔화 매수 개입 시점

2026년 4월 말~5월 말 한 달간
엔화 매수 개입 규모는 11.7조 엔
달러로 환산하면 약 740억 달러



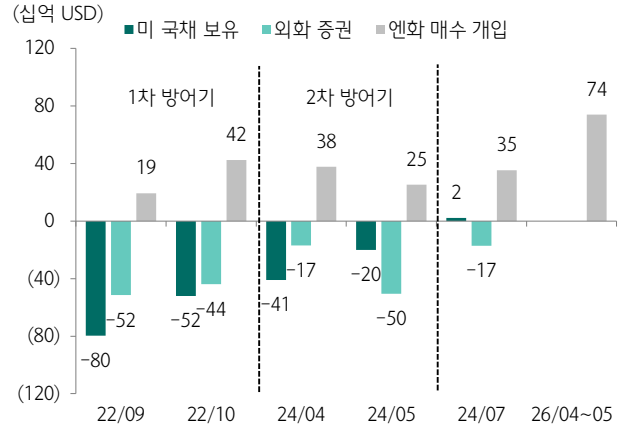
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 일본 외환보유고 내 외화 자산이 대부분을 차지 (85%)



자료: Ministry of Finance, 하나증권

도표 3. 미 국채 매도를 통해 엔화 매수 자금을 마련

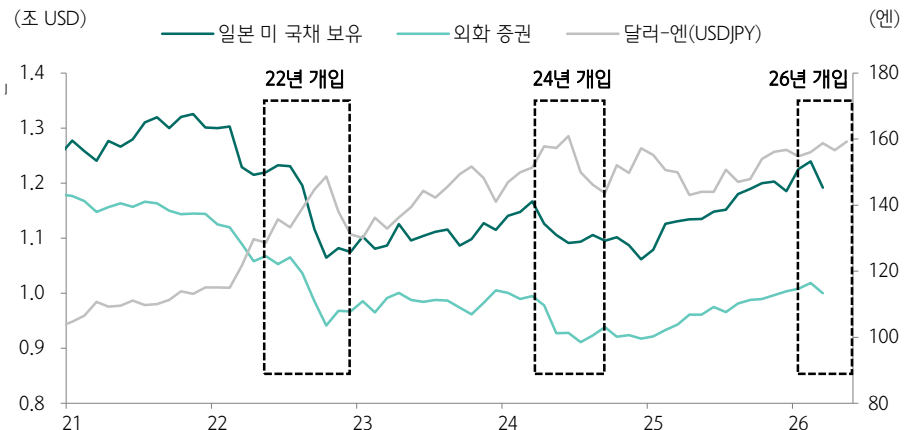


자료: Ministry of Finance, Bloomberg, 하나증권

도표 4. 미 국채 보유량과 외화 증권 잔액 추이
: '160엔 사수'를 위해 추가 외환 개입 시 미 국채 금리 상방 압력도 가중될 것

22년과 24년 모두 미 국채 매도를
통해 엔화 매수 자금을 조달

'160엔 사수'를 위한 추가 외환 개입
가능성. 자금 도달 위해 미 국
채 매도 추가 매도 가능성도 유효.
이는 미 국채 금리 상방 압력 가중
시킬 것



주: 일본의 미 국채 보유량과 외화보유고 잔액은 3월까지 발표된 수치

자료: Ministry of Finance, Bloomberg, 하나증권