

# 외환 한눈에보는상상인자신전략

최예찬 | 경제/FX/원자재  
02-3779-3519  
yc.choi@sangsanginib.com



QR코드로 간편하게  
상상인증권  
투자전략팀 채널

## 6월 BOJ Preview: 금리 인상과 엔 캐리 리스크

### 6월 BOJ 금정위, 기준금리 25bp 인상 전망

6/16 예정된 BOJ 금정위에서 기준금리를 25bp 인상한 1.00%로 결정할 전망이다. 시장에서 바라보는 6월 금리 인상 가능성은 96%로 집계되었다(Bloomberg). 6/3 우에다 BOJ 총재는 일본내 잔존한 물가 상방 위험에 대해 언급하면서, 정책금리 인상 가능성을 시사하였다. 이번 회의에 우에다 총재는 입원 치료로 불참하나, 인상 방향성에 대한 결과는 변함없을 전망이다. 전쟁 관련 불확실성 완화와 물가 상방 압력 잔존은 금리 인상의 주된 근거가 될 예정이다. 더불어 2분기 강화된 엔화 약세에 대한 대응이 필요하다. 달러엔 환율은 4월 중 160엔을 상회한 직후 일본은행의 외환시장 개입으로 진정되었으나, 재차 160엔까지 상승하면서 엔저 압력이 커지고 있다. 엔저는 수입물가를 통해 인플레이션 상방압력으로 파급되어 BOJ가 주시하는 변수다. 외환시장 개입만으로는 한계가 있기에, 금리 인상 선택지를 고려할 수 밖에 없을 전망이다.

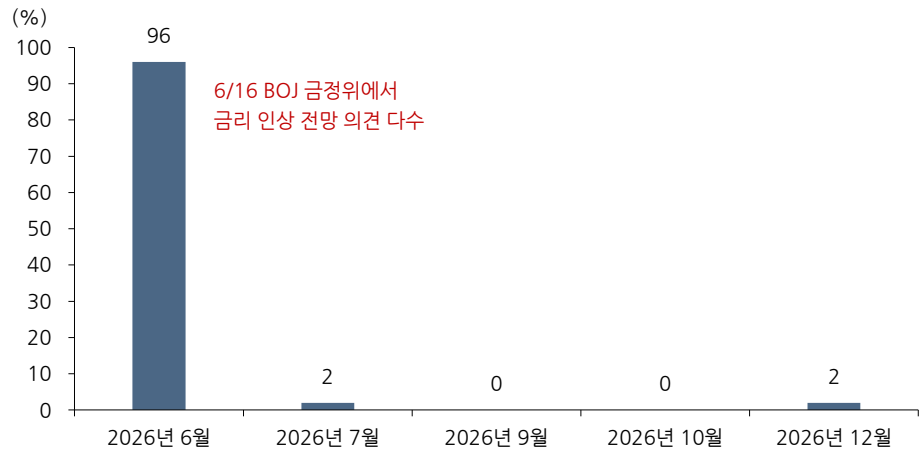
### 역대급 개입에도 달러엔 환율 160엔 상회

일본은행은 엔화 가치 절하를 대응하기 위해 4/30부터 실 개입에 들어간 것으로 추정된다. 재무성이 발표한 4/28 ~ 5/27 기간 중 외환 시장 개입 규모는 11.7조엔으로 월간 기준 사상 최대 규모의 개입이다. 이로 인해 일본은행의 5월 말 기준 외환보유액은 전월 말 대비 771억 달러 감소한 1.31조 달러로 집계되었다. 개입 이후 급락한 달러엔 환율 레벨은 재차 상승하여 160엔을 트라이 중이다. 일본은행은 글로벌 2위권의 외환보유액을 보유하고 있어 추가적인 외환시장 개입에 따른 금액 부담은 제한적이다. 다만 높은 미 국채 금리 레벨을 감안하면, 미 국채 매도를 동반한 개입은 미 국채 금리의 추가 상승 압력으로 이어질 수 있어 미 재무부와의 정책 공조 부담이 커질 수밖에 없다. 따라서 풍부한 외환보유액에도 불구하고 실 개입을 지속하기는 쉽지 않으며, 이제는 통화정책 변화가 고려되어야 하는 시점이다.

### 물가 상방 압력도 높아진 상황

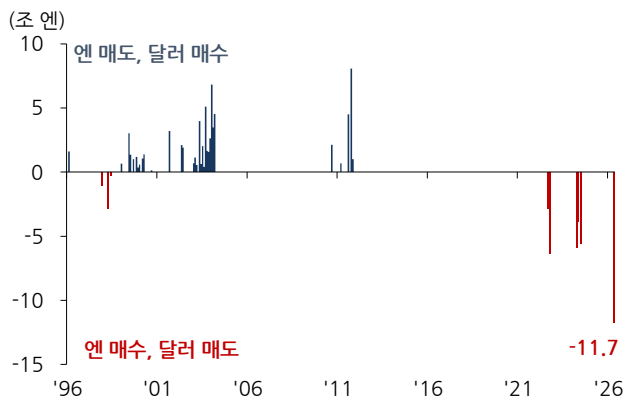
엔저에 더해 중동 전쟁으로 인한 원자재 가격 상승으로 일본 내 5월 수입물가는 전년 대비 25.5% 상승하였다. 여기서 환율 효과만 10% 가량의 기여도를 유지하고 있다. 160엔 레벨이 유지될 경우 일본 수입물가에서 환율 효과만 하반기 평균 6% 전후 반영될 전망이다. 일본 4월 헤드라인 CPI는 전년 대비 1.4%로 안정돼 보이지만, 이는 휘발유 보조금, 교육비 지원, 급식 무상화 등 제도적 요인이 끌어내린 수치다. 신선식품 및 제도 요인을 제외한 기저 물가 상승률은 2.8%로 전월 2.5% 대비 높아졌다. 다방면으로 금리 인상 명분이 누적된 상황이다.

그림 1. BOJ 금리 인상 시점 전망 서베이(Bloomberg)



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 2. 일본은행 월별 환시 개입 규모



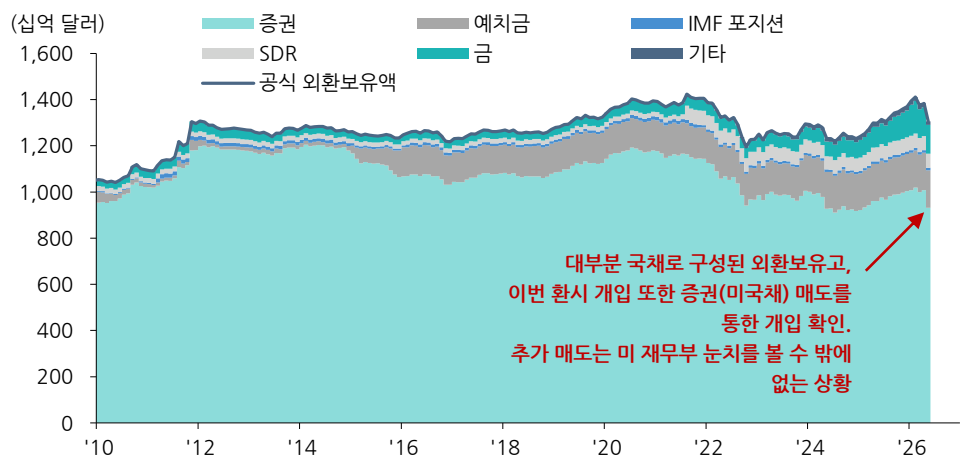
자료: 일본 재무성, 상상인증권 리서치센터

그림 3. 달러엔 환율 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 4. 일본 외환보유고 잔액 및 구성



자료: 일본 재무성, 상상인증권 리서치센터



## 가능성은 낮지만, 방심할 수 없는 엔 캐리 청산 리스크

엔화 약세에 대한 경계심과 BOJ의 금리 인상이 겹쳐지는 상황은 엔 캐리 트레이드 청산 우려를 키운다. 엔 캐리 트레이드이란 저금리의 엔화를 차입해 달러 등 고금리 통화나 글로벌 위험자산에 투자함으로써 금리차와 자산 가격 상승을 동시에 추구하는 거래다. 엔 캐리 트레이드의 청산은 BOJ 금리 인상, 엔화 가치 절상, 글로벌 위험회피 심리 확대 등 상황에서 엔화 차입금 상환을 위한 포지션 축소와 레버리지 연쇄 청산이 유발된다. 이 과정에서 엔화 매수와 위험자산 매도가 동시에 진행되며 자산 가격의 변동성이 확대된다.

실제로 2024년 7월말 일본은행의 기준금리 25bp 인상 결정과 추가 인상 가능성 시사로 엔화의 급강세가 나타났고, NIKKEI 지수가 12.4%, KOSPI는 8.8% 하락하기도 했다. 당시 미국 고용지표 부진도 가세하며 위험 회피 심리를 확대하는 요인으로 작용하였다. 미국 고용 부진을 제외하면 공급로케도 현 시점과 닮은 점이 많은데, 2024년 역시 달러엔이 160엔을 돌파하며 엔저 경계가 컸고, 4월~7월 약 15조엔의 엔화 매수 개입에도 환율 안정이 요원한 상황에서의 인상이라는 점이 현재와의 공통점이다.

따라서 6월 BOJ가 금리 인상을 단행할 경우, 2024년 사례와 마찬가지로 엔화 강세를 동반한 엔 캐리 트레이드 청산 경계감은 재차 확대될 수 있다. 다만 이번 금리 인상 자체가 대규모 청산의 트리거가 될 가능성은 낮다. ①이미 시장이 6월 인상 가능성을 상당 부분 반영하고 있으며, 일본 내수 여건을 감안할 때 ②BOJ가 시장 예상을 크게 상회하는 속도로 긴축을 강화할 명분도 아직 크지 않기 때문이다. 실제로 일본 내 실질 가계소비지출의 전년대비 변화율은 5개월 연속 감소세를 기록 중이며, 소비자 신뢰 지수도 전쟁 등의 영향으로 인해 급락한 상황이다. 따라서 BOJ는 경기 하방 압력을 경계할 필요성도 양립한다.

다만 낮은 확률이나, BOJ가 금리 인상과 함께 추가 인상 가능성을 강하게 시사하거나, 정책 정상화 속도를 높이겠다는 매파적 포워드 가이드를 제시할 경우 엔화 강세 압력이 확대될 수 있다. 이 경우 엔 캐리 트레이드 청산을 유발할 수 있는 잔여 포지션이 여전히 유의미하게 누적되어 있다는 점에서 위험자산 전반의 변동성 확대 가능성을 완전히 배제하기 어렵다. 엔 캐리 청산은 통상 엔화 선물, 투기적 순 숏포지션 축소(청산)를 통해 관찰되는 경우가 많은데, 6월 첫째 주 기준 순포지션은 -13만 계약으로 과거 주요 엔 캐리 청산 직전과 유사한 수준이다. 즉, 시장이 예상하지 못한 충격(BOJ의 매파적 포워드 가이드 등)이 발생한다면 위험자산 변동성을 확대할 수 있는 부담이 남아 있다. 따라서 금정위에서의 금리 결정 이후 기자회견 스텐스에 주목할 필요가 있으며, 이후 18일 예정된 FOMC 등 단기적으로는 통화정책 및 자산시장 변동성에 주의가 필요한 시점이다

그림 7. 2024년 BOJ 기준금리와 달러엔 환율



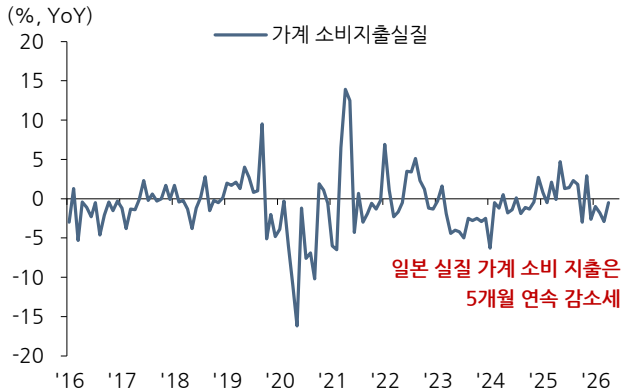
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 8. 2024년 엔 캐리 청산 당시 한국 및 일본 증시



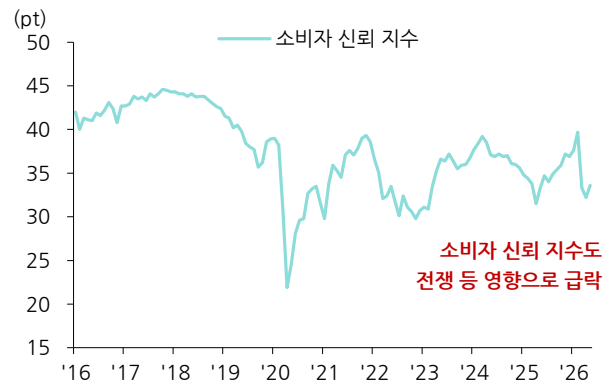
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 9. 일본 실질 가계 소비 지출



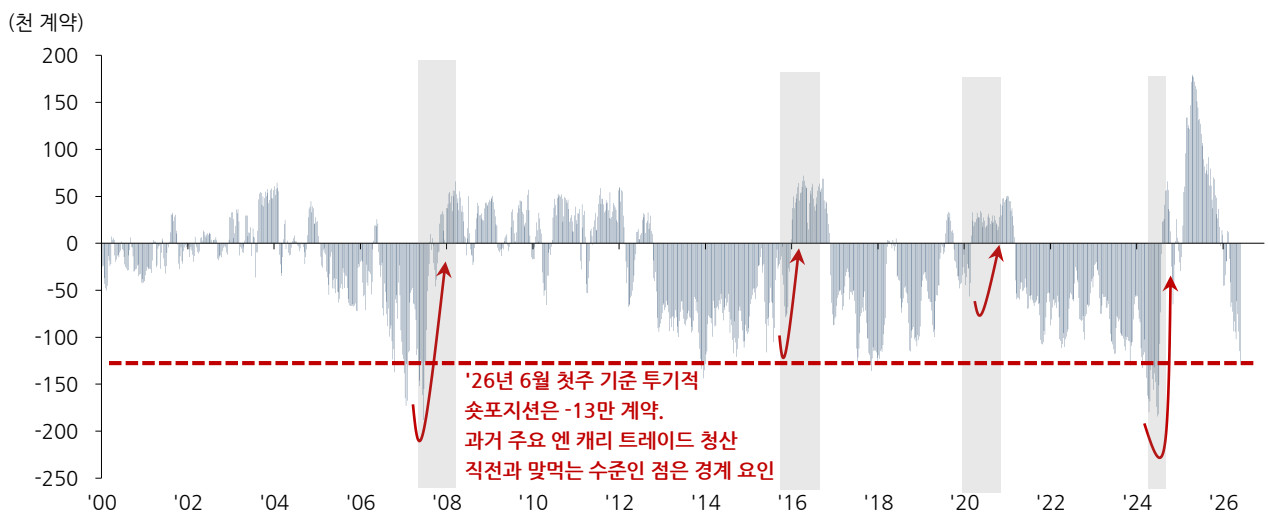
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 10. 일본 소비자 신뢰 지수



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 11. 엔화 선물 투기적 순포지션



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터  
음영은 주요 엔캐리 트레이드 청산 시점

### Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최예찬)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.