

2026/07/09

[경제/환율]

위재현 선임연구원

Jhwee11@iprovest.com

갈 곳 잃은 JPY

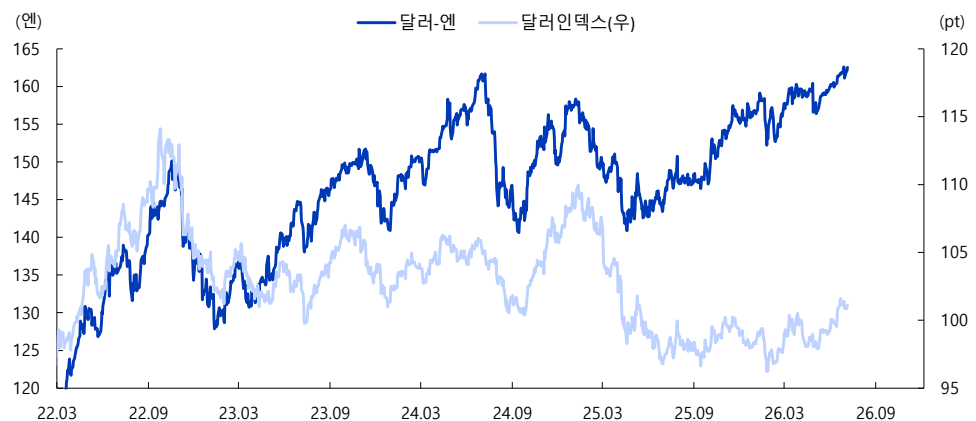
엔화 약세를 주도하는 호네부토(骨太) 방침, BOJ 금리 인상 속도가 방향키

달러인덱스 대비 과도하게 저평가된 통화는 비단 원화 뿐만이 아니다. 엔화 또한 달러당 162엔을 돌파하며 40년래 최저 수준의 약세를 보이고 있다. 엔화의 경우 원화 약세와는 배경이 사뭇 다르지만 놓여있는 상황은 유사하다. 펀더멘탈이 가리키는 방향은 명확하게 강제인데, 원화는 수급적 요인에 의해, 엔화는 정책적 요인에 의해 약세 압력을 벗어나지 못하고 있기 때문이다. 두 통화가 가진 또 하나의 유사점은 추가 약세의 공간이 제한된다는 점이다. BOJ의 금리 인상 기조가 훼손되지 않는 한 달러-엔 환율의 상단을 165-170엔 수준으로 전망한다.

최근 엔화 방향을 주도하는 요인은 다카이치 정부의 재정 확장 우려로 판단된다. 지난주 일본 내각에서 발표한 호네부토(骨太) 방침은 겉으로 보면 성장 전략이지만, 속을 뜯어보면 성장으로 부채를 소각하겠다는 의도가 확인된다. 재정 운용의 목표체계가 바뀌면서 건전성 지표는 양호해 보일 수 있겠으나, 결국 시장이 소화해야 되는 국채 발행 물량은 많아질 전망이다. 이는 이자부담을 자극해 결국 BOJ의 금리 인상 속도에 압박을 주며 엔화 약세 경로로 작동한다.

반면 재정 우려를 제외한 수급과 펀더멘탈 환경은 엔화 약세 공간을 제한하는 재료다. 엔화 약세의 원인으로 통상 엔-캐리 트레이드가 지목되지만 현재는 캐리 수익률이 오히려 하락하는 국면이다. 물가와 임금, 일본 기업들의 이익 전망치 등 전반적인 펀더멘탈 환경도 여전히 엔화의 완만한 강세를 유도할 전망이다. 중요한 것은 BOJ의 인상 속도인데, 현재 시장에 반영된 6개월 단위 25bp 인상 경로 대비 실제 BOJ의 움직임이 엔화의 단기 방향성을 결정할 주요 동인이다.

[도표 1] 달러-엔 환율과 달러인덱스: 원화와 마찬가지로 달러 대비 과도한 저평가 국면

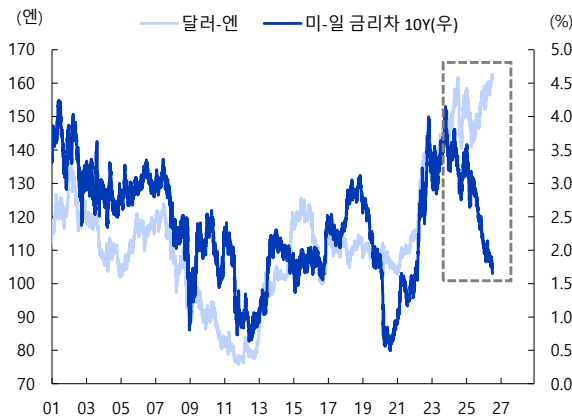


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

전통적으로 엔화 환율을 가장 의미있게 설명했던 변수는 미-일 금리차였다. 해외채권을 대량 보유한 일본 투자자 입장에서 금리차는 투자수익률과 직결되기 때문이다. 그런데 미-일 금리차는 2023년 이후 상관관계가 본격적으로 깨지기 시작해 현재는 설명력이 매우 떨어진 상태다(도표2). 설명력의 공백은 1) BOJ의 기준금리 인상 지연과 2) 확장재정 프리미엄이 대체한 것으로 나타나는데, 당분간 두 요인이 해소되지 않을 경우 엔화는 지속해서 약세 압력을 받을 전망이다.

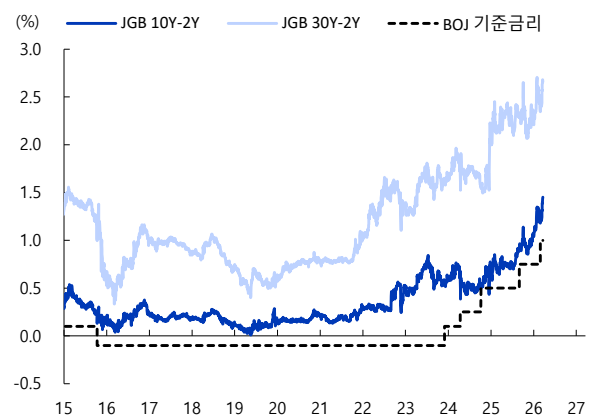
BOJ의 기준금리 인상 지연과 확장재정에 대한 우려는 장단기 금리차와 텀프리미엄에 드러난다. 시장금리에 더 민감하게 반응하는 2년물 대비 10년물과 30년물 금리의 스프레드는 작년부턴가 파르게 올랐다. 이는 초장기물에 대한 일본 생보사들의 수요 부진 우려도 있겠으나 근본적으로 BOJ의 인상 속도가 경제 환경을 따라오지 못 할 것이라는(Behind the Curve) 기대가 반영된 것으로 보인다. 한편 확장재정에 대한 우려는 국채시장에서 거래되는 프리미엄으로 추정할 수 있는데, 본문은 명목 국채금리와 선물시장에 내재된 기대금리(OIS금리)의 차이를 프리미엄으로 간주했다. 다만 재정우려는 일본에만 반영된 재료가 아님을 감안해 미국과 상대적 차원에서 비교해야 하는데 이 경우에도 일본의 프리미엄이 더 높게 작용하면서 엔화 약세를 주도했다(도표5).

[도표 2] 달러-엔 환율과 미일금리차: 설명력 부족



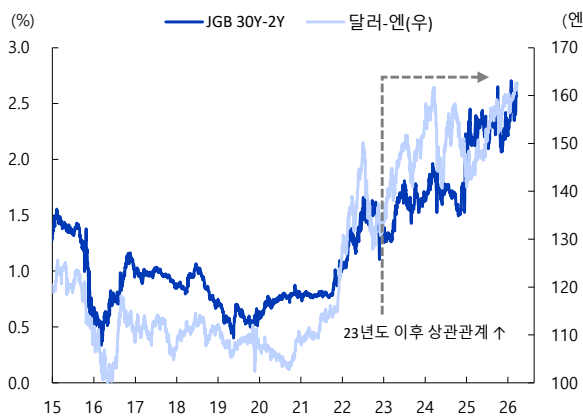
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 3] BOJ 기준금리와 일본채 장단기 금리차



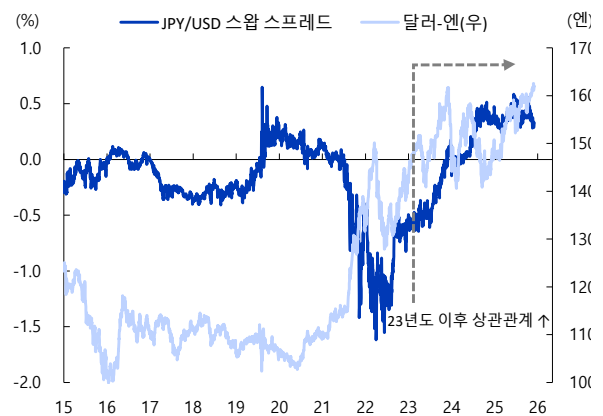
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 달러-엔 환율과 장단기 금리차: 최근 설명력 ↑



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 달러-엔 환율과 미일 스왑 스프레드 비율도 설명력 ↑

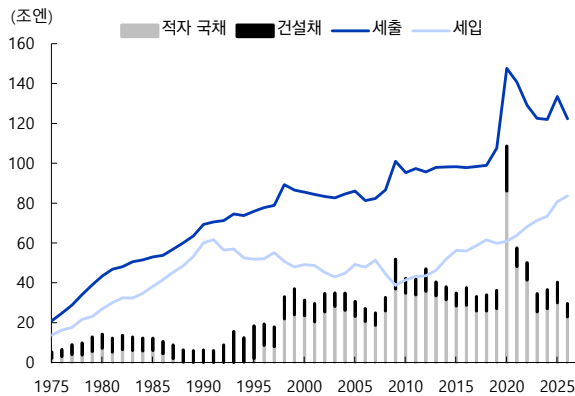


자료: Infomax, 교보증권 리서치센터
주: JPY 스왑 스프레드 = 일본 국채 10년물 금리 - OIS 10년물 금리

문제는 엔화 약세를 주도하는 재료가 단기간에 해소되지 않을 것이란 점이다. 다카이치 정부가 들어선 이후 외환시장과 채권시장은 특히 재정확장 우려를 빠르게 반영했는데, 지난주 발표된 호네부토(骨太) 방침이 이를 더욱 심화시켰다. 일본의 재정운영 목표는 단순 재정수지(세입-세출)의 흑자가 아니라, 막대한 이자비용을 세출에서 제외한 기초재정수지(Primary Balance) 흑자가 목표다. 2026년도 예상 세출 122조엔 중 이자비용이 13조엔으로 약 10% 이상 차지하는 것을 감안하면 기초재정수지 목표 자체가 일본의 재정부담을 크게 떨어줬던 셈이다.

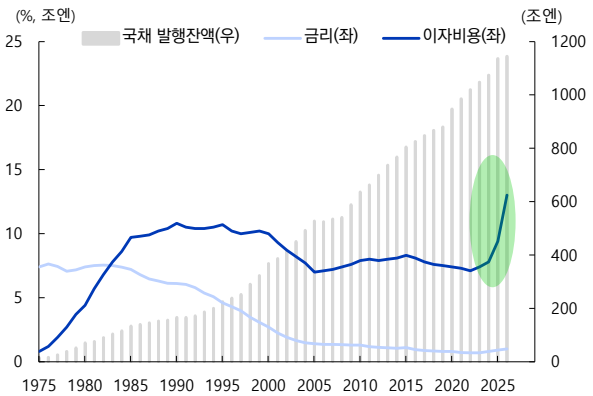
반면 이번 호네부토 방침에서는 기초재정수지 흑자의 필요성마저 격하시키고 ‘GDP 대비 국채발행잔액’을 재정 목표로 삼으며, 사실상 ‘성장으로 부채를 녹이는($r \leq g$)’ 전략을 명문화했다. 일본 내각부의 분석을 보면 다카이치 정부의 신경재성장 시나리오 하, 2035년 명목 금리가 3.3%까지 오른다 하더라도, 재정확장을 통해 명목 성장률 3%를 달성하면 GDP 대비 부채잔액 비율은 오히려 고점대비 30%p 하락하는 가능성을 제시했다(도표8). 다만 밖으로 보여지는 건전성 지표가 실제로 실현된다 하더라도, 추가된 재정 여력에서 발생하는 국채 발행을 소화하는 것은 결국 채권시장이며, 늘어나는 이자 부담에 BOJ의 기준금리 인상 속도는 더욱 늦춰질 수밖에 없다.

[도표 6] 일본 정부의 세출 및 세입과 국채 순발행량



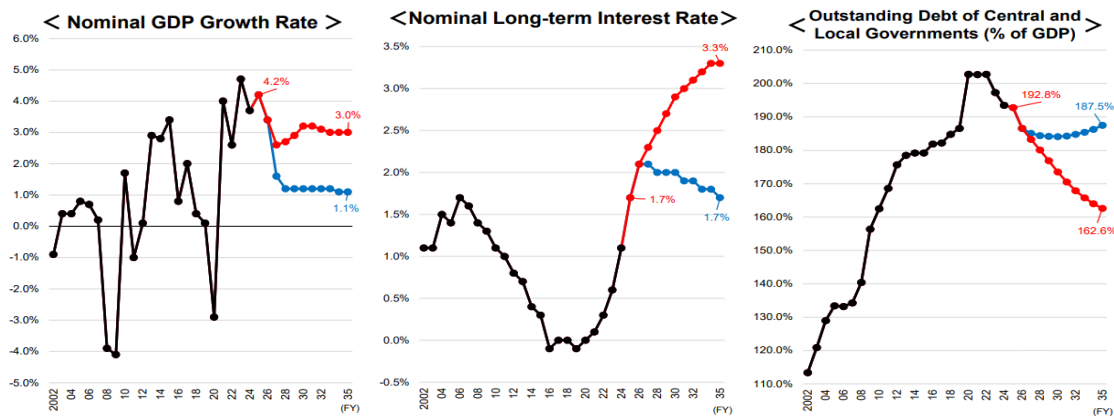
자료: 일본 재무성, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 일본 국채 발행잔액과 이자비용



자료: 일본 재무성, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 다카이치 신경재성장 시나리오 하 주요 경제지표 전망치



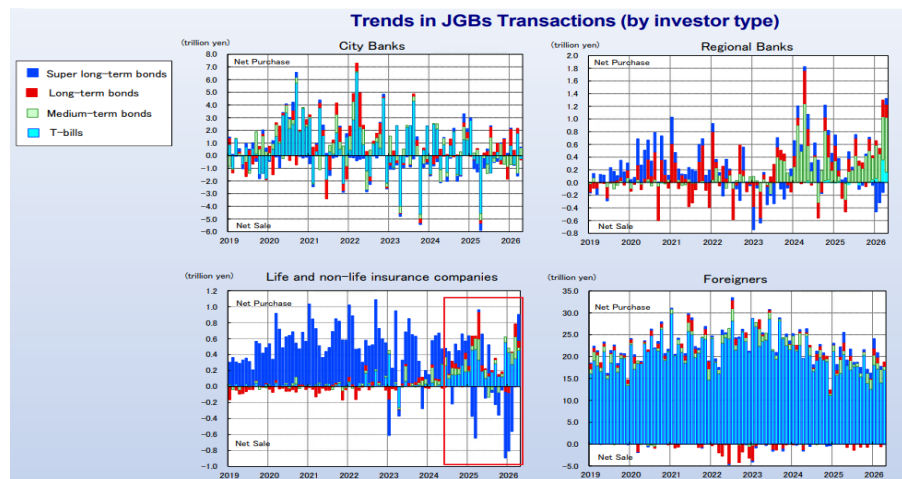
자료: 일본 내각부, 재무성, 교보증권 리서치센터

주: 왼쪽부터 명목 GDP 성장률, 명목 장기금리, GDP 대비 총부채잔액, 빨간선은 재정확장을 가정한 성장 시나리오, 파란선은 기존 시나리오

정부의 재정이 이미 확장으로 방향을 정했다면 남은 과제는 수익률곡선 통제다. 과도한 스티프닝을 억제하기 위해서는 장기물의 수요를 확대하거나 공급을 줄여야 하는데 당분간 수요가 확대되긴 어렵다. 일본 장기채 수요를 담당했던 일본 보험사들은 올해 3월부터 시행된 ESR 규제에 맞춰 이미 일본 국채를 상당 부분 매입해둔 상태이며, 높은 보험 해약률에 더해 장기 보험을 일시납 보험이 대체하며 부채 듀레이션의 단기화가 이뤄졌다(도표9). 보험사를 제외하면 일본 장기채의 수요자는 일본은행이 유일한데, 그마저도 QT Tapering으로 매달 국채 매입규모를 줄이고 있어 구조적으로 장기채 수요를 확대시키긴 어렵다(도표11).

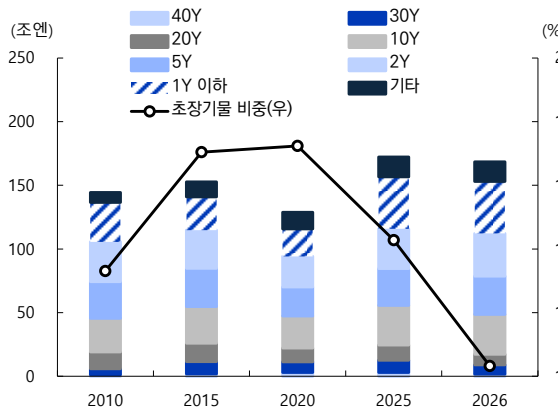
따라서 수익률곡선 정상화를 위해서는 재무성이 단기물 중심으로 발행 구조를 바꾸는 것이 유일한 대책이다. 실제로 재무성은 2025년도부터 이미 초장기물 발행 비중을 축소했으나, 공급의 감소 속도보다 수요의 감소속도가 더 빨랐던 탓에 장기물 금리는 상승세가 지속됐다. 게다가 발행 구조 변화로 수익률 곡선의 기울기를 누를 수는 있겠으나 방향을 바꾸려면(스텝→플랫) 여전히 BOJ의 기준금리 인상 기대감이 필수적이다. 수익률곡선을 통해 엔화 약세 제어하기는 어려운 환경이다.

[도표 9] 보유주체별 일본 국채 순매수 추이: 보험사들의 초장기채(진한 파랑) 순매수 부재



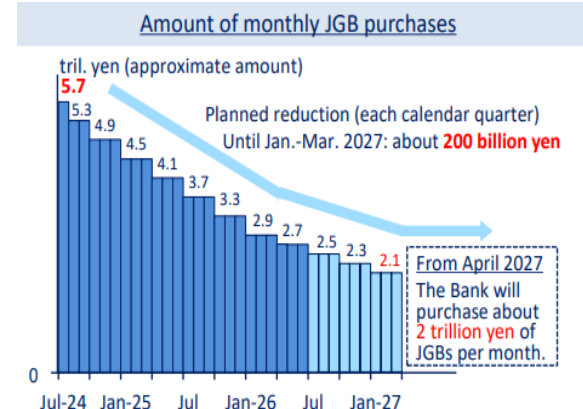
자료: 일본 재무성, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 일본 재무성 국채발행계획: 초장기물 발행비중 ↓



자료: 일본 재무성, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 일본은행 월간 JGB 순매수 계획: 2027년 4월까지 감소

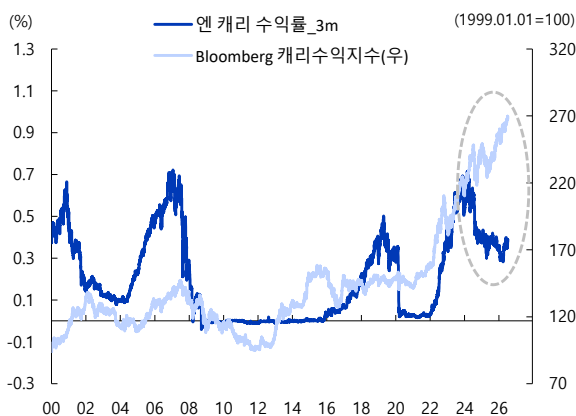


자료: 일본은행, 교보증권 리서치센터

한편 엔-캐리 트레이딩은 현재 엔화 약세의 주도 요인이 아니다. 물론 단기채 중심의 공급이 늘어나게 되면 외국인 투자자 입장에서 캐리 트레이딩에 유리한 유동성 환경이 조성된다. 다만 현재 캐리 트레이딩 순수익률 자체는 오히려 줄어들고 있으며, 캐리 수익이 상승하는 것처럼 보이는 현상은 엔화 약세로 인한 환차익에 기인한다(도표12). 즉 캐리 트레이딩 유인이 확대되며 엔화 약세를 주도하는 국면이 아니라, 엔화 약세가 거꾸로 캐리 수익률 착시를 견인하고 있는 웨더독 현상이 지속 중이다. BOJ의 인상 기조가 지속되는 한 캐리 수익률이 크게 확대되기는 어렵다.

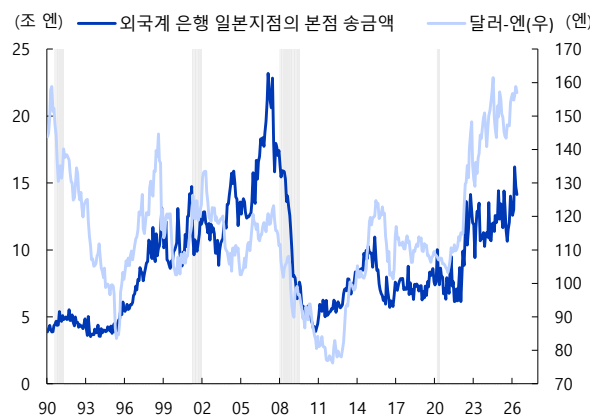
따라서 최근 엔화 약세를 재정 관점이 아닌 투자 수익률 관점에서 보면 투기적 영향이 강한 것으로 보인다. 최근 일본은행의 역대급 외환개입에도 불구하고 달러-엔 환율이 빠르게 전고점 부근으로 복귀한 데에는 달러 강세 영향도 있겠지만 투기 포지션의 급격한 매도 영향도 컸던 것으로 판단된다(도표14). 이런 현상을 감안할 때 현 시점에서 경계해야 하는 부분은 캐리 트레이딩의 청산이 아닌, 극단으로 쏠린 투기적 선물 포지션의 청산이다. 일본은행 개입에 따른 투기 포지션 청산은 일시적 엔화 강세 요인이 될 수 있으나, 캐리 트레이딩 청산과 같이 추세적인 엔화 강세를 유도하지 못한다.

[도표 12] 실제 엔 캐리 수익률과 환차익을 감안한 캐리수익지수



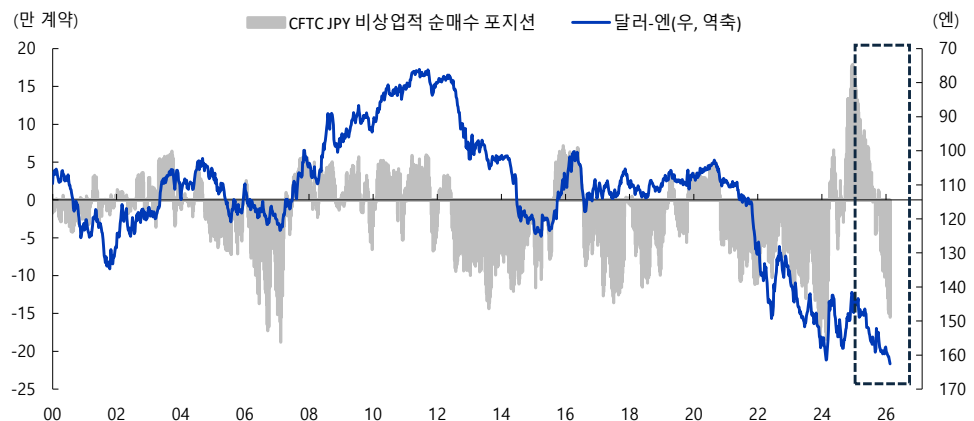
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터
 주: 엔 캐리 수익률=(미국채3m-일본채3m)/달러-엔 내재변동성 3m으로 계산, Bloomberg 캐리수익지수는 환차익/환차손을 포함한 누적 캐리 수익을 지수화한 것

[도표 13] 엔 캐리 트레이딩 Proxy: 외국계 은행의 엔화 대출 잔액



자료: 일본은행, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 달러-엔 환율과 CFTC 순매도 포지션: 최근 투기적 엔화 매도 포지션 ↑

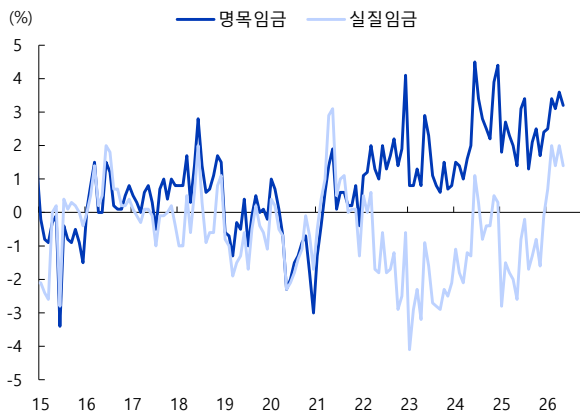


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

정리하자면 정책 환경은 BOJ의 금리 인상 속도를 압박하며 엔화 약세 재료로 작용하고 있지만, 수급(캐리 트레이딩) 여건을 보면 현 환율 수준에서 추가로 약세를 보일 공간도 많지 않다. 결국 금리 인상 기조가 유지되는 한 엔화는 시간의 문제일 뿐 강제 압력을 받는다. 다만 단기적으로는 금리 인상의 속도가 엔화 방향성의 핵심이다. 현재 선물시장에 반영 중인 BOJ의 인상 속도는 6개월 단위 25bp 금리 인상인데, 이 경로를 선행해 금리 인상을 하게 되면 엔화는 점진적인 정상화 과정을 겪으며 완만한 강세를 보이겠지만 반대의 경우 장기간 약세가 지속될 수 있다.

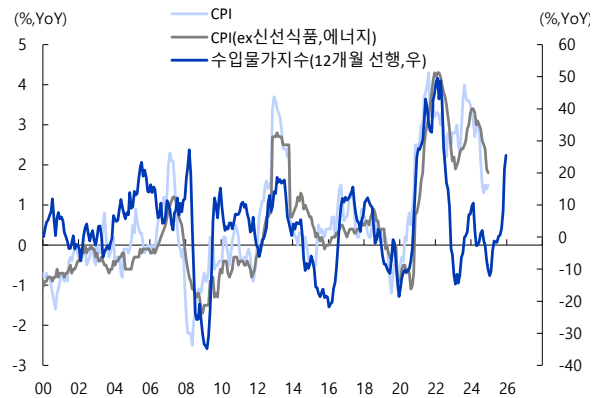
한편 재정이라는 변수를 제외하고 경제 여건만 본다면 시장 예상보다 빠른 인상이 가능한 환경이다. 최근 3년 연속 춘투 협상에서 임금 인상률 5% 이상을 달성하며 임금 상승이 가시화되고 있고, 무엇보다 BOJ가 재차 강조했던 임금-물가 선순환 구조가 정착 중이다. 또한 엔화 약세는 시차를 두고 수입물가와 소비자 물가에 추가 상승 압력을 제공할 전망이다. 수출기업들을 중심으로 기업이익 전망치도 꾸준히 상향되고 있다. 무엇보다 현재 금리 수준 자체가 물가 효과를 차감한 실질 기준으로 보면 마이너스 영역인데, 통화 완화와 확장 재정의 정책 조합은 여전히 향후 금리 인상을 단행할 공간을 제공한다.

[도표 15] 일본 실질임금 증가율은 최근 플러스로 전환



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 엔화 약세 → 수입물가지수 상승은 시차를 두고 물가 반영



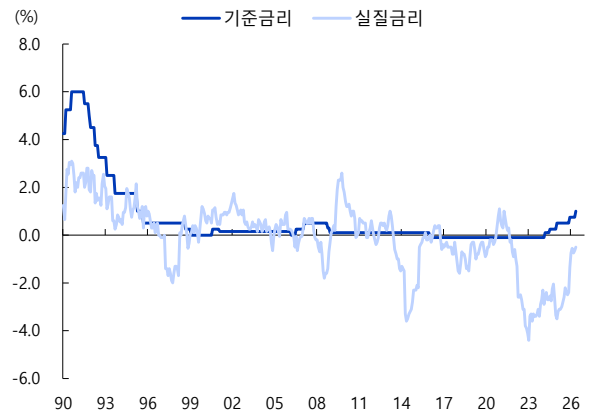
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 일본 단칸지수 기업 매출액 전망



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

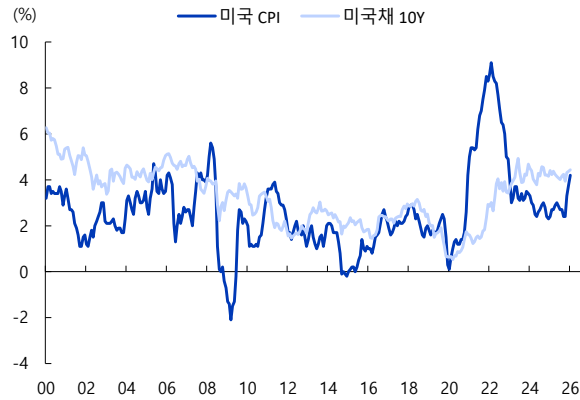
[도표 18] 물가를 반영한 실질금리는 여전히 마이너스 영역



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

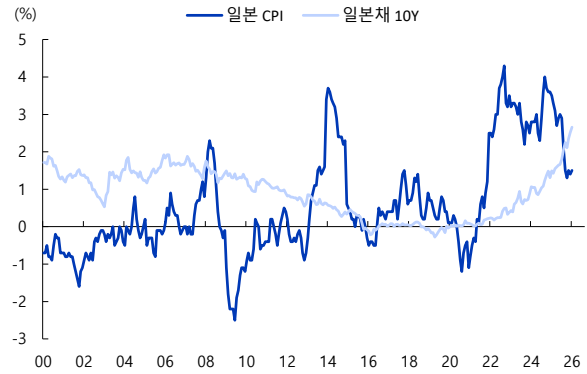
Appendix. Chart Book

[도표 19] 미국 CPI와 10년물 금리



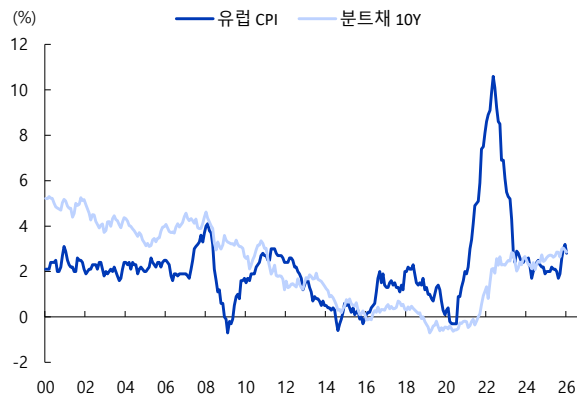
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 일본 CPI와 10년물 금리



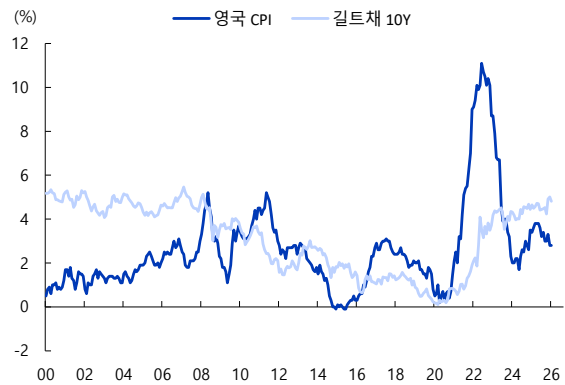
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 21] 유럽 CPI와 10년물 금리



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 22] 영국 CPI와 10년물 금리



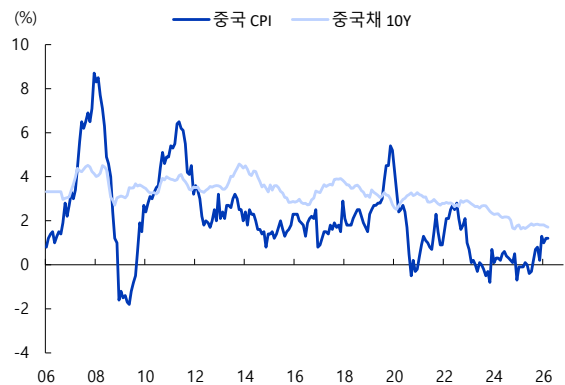
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 한국 CPI와 10년물 금리



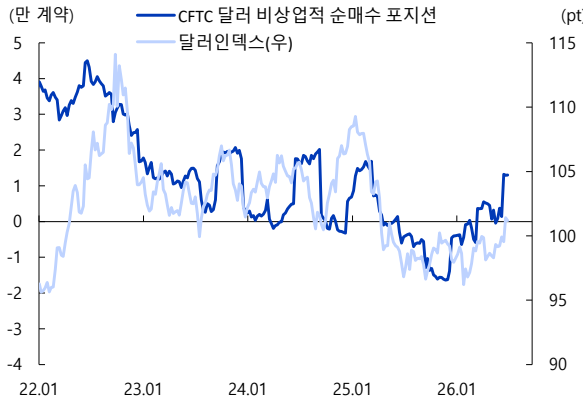
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 중국 CPI와 10년물 금리



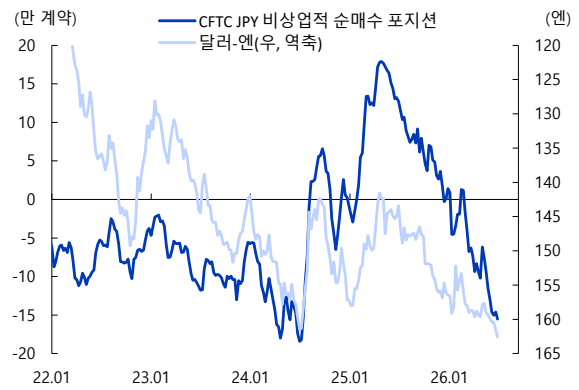
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 25] CFTC 투기적 순매수 포지션과 달러인덱스



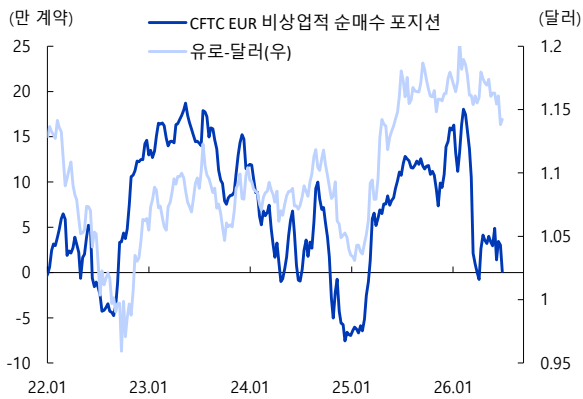
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 26] CFTC 투기적 순매수 포지션과 달러-엔 환율



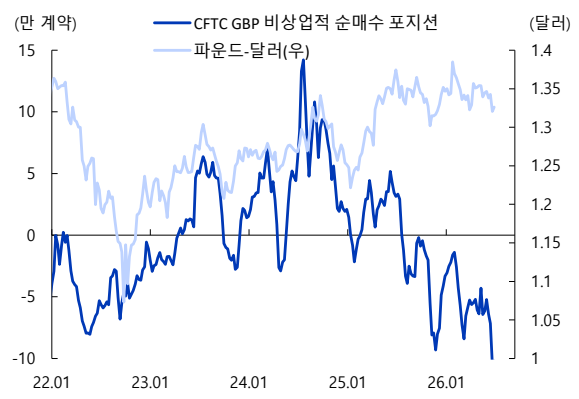
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 27] CFTC 투기적 순매수 포지션과 유로-달러 환율



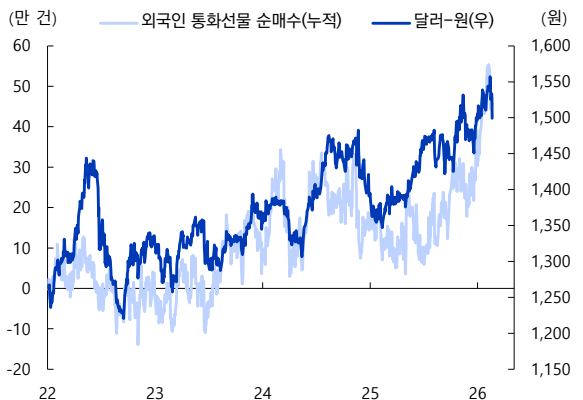
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 28] CFTC 투기적 순매수 포지션과 파운드-달러 환율



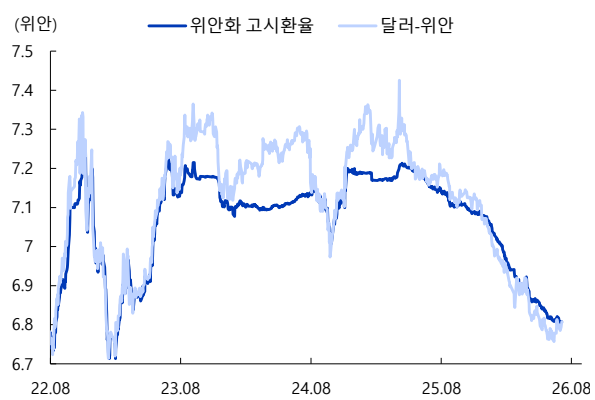
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 29] 외국인 통화선물 순매수와 달러-원



자료: 연합인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 중국 위안화 고시환율과 달러-위안 환율



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.