

일본 금융시장 15문15답



김호정 Economist
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant
jiyeon.lim@yuantakorea.com

국채금리·엔화약세·미일공조, 핵심 쟁점에 답하다

Summary

최근 일본 금융시장은 BOJ의 정책 정상화가 진행되는 가운데 장기 JGB 금리가 가파르게 상승하고, 그럼에도 엔화 약세가 지속되는 이례적인 조합이 나타나고 있다. 이에 장기금리 상승이 BOJ 추가 인상과 기대인플레이션을 반영한 것인지, 재정 불안에 따른 위험 프리미엄인지, 그리고 BOJ가 줄인 국채 수요를 민간이 안정적으로 대체할 수 있는지에 대한 의문이 확대되고 있다. 분석 결과 최근 금리 상승은 단순한 재정위기성 국채 매도라기보다 통화정책 정상화와 채권 가격 정상화 기능 회복, 국채 수급 재편에 따른 기간 프리미엄 상승이 동시에 진행되는 과정으로 판단한다. 특히 30·40년물은 과거 핵심 수요층이었던 생보사의 매수가 약화된 가운데 이를 대체할 안정적인 장기 투자자가 충분히 자리 잡지 못하면서 금리 변동성이 더 크게 나타나고 있다.

한편 JGB의 투자 매력도가 높아지고 경상수지 흑자가 확대됐음에도 엔화가 강세로 전환되지 않는 이유는 금리의 절대 수준보다 실제 자금의 환전·환헤지 구조에 있다. 단기 실질금리는 여전히 마이너스이고, 일본 가계·기관이 과거 축적한 대규모 해외자산도 빠르게 환류되지 않고 있다. 경상흑자 역시 상품수출보다 해외자산에서 발생한 본원소득의 비중이 큰데, 직접투자 재투자수익처럼 통계를 소득으로 잡혀도 실제 엔화 환전이 발생하지 않는 항목이 상당하다. 환헤지 후 미 국채 수익률이 JGB를 하회하는 등 신규 자금의 국내 회귀 조건은 이미 개선됐지만, 기존 해외자산과 가계 포트폴리오의 조정에는 시간이 필요한 만큼 단기적인 엔화 강세보다 구조적인 엔 매도 압력이 점차 약해지는 변화로 보는 것이 적절하다.

이 과정에서 최근 미·일 외환시장 공조와 FIMA Repo 논의는 단순한 환율 방어를 넘어 엔·JGB 불안이 미국 금융시장으로 번지는 것을 차단하는 안전장치라는 의미를 갖는다. FIMA는 일본이 보유 미 국채를 직접 매각하지 않고도 달러를 조달할 수 있어 반복적인 엔 매수 개입 과정에서 미 국채시장 충격을 줄일 수 있으며, 현재는 실제 사용보다 추가 개입 여력이 남아 있음을 보여주는 신호 효과가 더 큰 상황이다. 미국이 경계하는 위험 역시 일본의 미 국채 강제 매각에만 있지 않다. 일본 금리 상승으로 신규 투자와 만기 재투자가 국내로 이동하거나, 엔·JGB 변동성이 글로벌 레버리지 투자자의 위험축소를 촉발할 경우 미 국채 수요 감소와 장기 금리 상승으로 전염될 수 있다. 결국 일본 금융시장의 핵심 변수는 BOJ 정상화 자체보다 그 과정에서 민간이 국채와 환위험을 얼마나 질서 있게 재배분할 수 있는지에 있으며, 향후 엔화 방향 역시 일회성 개입보다 BOJ의 금리 경로와 자금 환류 속도에 의해 결정될 전망이다.

[표 1] 일본 금융시장을 둘러싼 15 가지 핵심 쟁점

No.	Q&A	No.	Q&A
Q1	일본 장기금리 상승은 기대인플레이션·통화정책 기대 때문인가?	Q9	일본 내 금리 상승은 해외자산의 국내 환류를 촉진할 수 있는가?
Q2	최근 장기금리 상승을 재정 프리미엄으로 볼 수 있는가?	Q10	FIMA Repo는 어떤 수단이며 일본은 언제 사용할 수 있는가?
Q3	30·40년 초장기금리가 더 크게 오른 이유는 무엇인가?	Q11	FIMA Repo는 실개입 수단인가, 경고 장치인가?
Q4	BOJ의 국채매입 축소는 JGB 시장기능을 어떻게 바꿨는가?	Q12	FIMA Repo는 연준 대차대조표 축소 운용 기초와 충돌하는가?
Q5	BOJ의 공백은 누가 메우고 있는가?	Q13	FIMA 확대의 진짜 제약은 한도인가, 연준의 독립성인가?
Q6	2027년 이후 BOJ의 국채매입 축소는 어떻게 진행되는가?	Q14	미국은 왜 아시아 통화 리스크를 통제하려 하는가?
Q7	일본 장기금리가 올라도 엔화가 약한 이유는 무엇인가?	Q15	엔·JGB 불안이 미국 금융시장에는 어떤 위험을 가져오는가?
Q8	대규모 경상수지 흑자는 왜 엔화 강세로 이어지지 않는가?		

자료: 유안타증권 리서치센터

Q1. 일본 장기금리 상승은 기대인플레이션·통화정책 기대 때문인가?

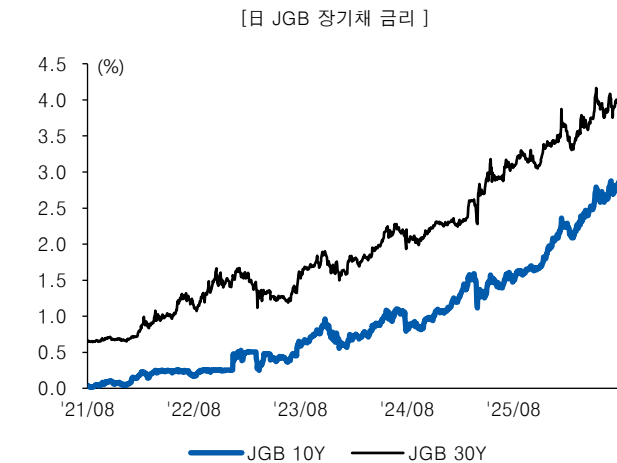
A1.

일본 장기금리 상승은 BOJ의 추가 인상 기대와 장기채 보유에 요구되는 기간 프리미엄 상승이 함께 반영된 결과로 판단. 2024년 8월 이후 10년 JGB 금리 상승과 함께 단기 정책금리 기대와 기대인플레이션도 뚜렷하게 상향. 만기별로 보면 10년물은 BOJ의 정책 정상화 기대와 물가 기대 변화에 상대적으로 민감한 반면, 30·40년물은 국채 공급과 투자자 수요 변화, 재정·통화정책 불확실성에 따른 기간 프리미엄의 영향이 더 큰 구조. 따라서 최근 장기금리 상승을 단일한 '재정 불안'으로 설명하기보다 통화정책 정상화와 국채 수급 재편이 동시에 진행되는 과정으로 보는 것이 적절.

BOJ의 추가 인상 기대를 지지하는 배경도 단순한 환율 방어보다 기초적 물가와 임금의 지속성에 있음. 정부 보조금을 제외한 BOJ의 기초적 물가지표가 뚜렷한 하락세를 보이지 않는 가운데, 2026년 춘투 임금 인상률은 5.01%로 3년 연속 5%대를 기록. 중장기 기대인플레이션도 2% 부근으로 높아진 상황에서 정책금리는 1.00%에 그쳐 실질 정책금리는 여전히 마이너스 영역에 머물고 있으며, 이는 시장이 정책금리의 최종 수준을 계속 상향 재평가하는 근거로 작용.

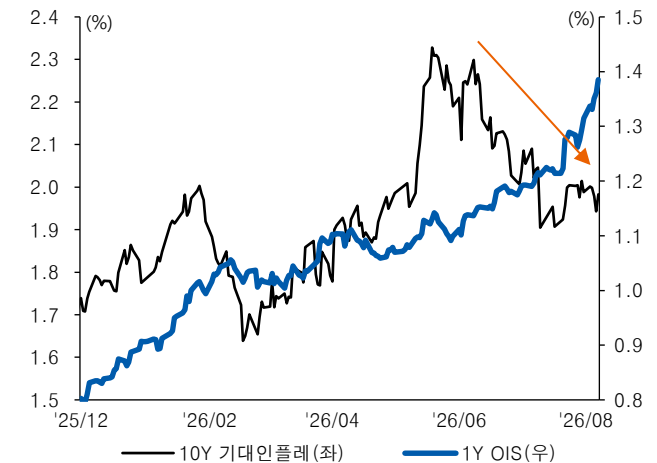
JGB 매입 축소가 장기금리에 미친 직접 영향은 상대적으로 제한적. 일본은행에 따르면, BOJ의 국채 보유잔액이 줄면서 대규모 보유가 눌러왔던 장기금리 하방압력이 약해진 영향은 약 10bp, 월별 매입액 감축으로 시장이 추가로 떠안은 물량의 영향까지 포함해도 2024년 여름 이후 약 25bp 수준으로 추정. BOJ가 국채를 덜 사기 시작하면서 기간 프리미엄을 일부 높인 것은 맞지만, **최근 10년 금리의 전체 상승폭을 설명하는 주된 요인으로 보기는 어려움.** 결국 장기금리 상승에는 JGB 수급뿐 아니라 해외금리, 기초적 물가, 정책금리 전망, 재정·통화정책 불확실성 등이 함께 반영된 것으로 판단.

[그림 1] BOJ 금리 정상화가 본격화된 '24년부터 장기물 금리는 동반 상승, 특히 초장기물의 금리 재평가가 두드러짐



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 기대인플레는 최근 하락하는 반면 정책금리 기대(1년 OIS)는 상승해, 장기금리 상승의 중심이 물가 기대보다 BOJ의 추가 인상 기대에 있음을 시사



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Q2. 최근 장기금리 상승을 재정 프리미엄으로 볼 수 있는가?

A2.

다만 정책금리 기대를 제외한 장기금리 상승분을 모두 재정위기 프리미엄으로 해석하는 것은 과도. FY2026 당초예산 기준 중앙정부 일반회계의 기초재정수지는 28년 만에 흑자 전환했고, 세수 83.7조엔·신규 국채 발행 29.6조엔·국채의존도 24.2%로 편성돼 현재 재정이 지급능력 상실이나 국채 투매를 촉발하는 단계라는 근거는 제한적. 다만 해당 흑자는 중앙정부 일반회계에 한정된 수치이며, 중앙·지방정부를 포괄하는 2026년 7월 내각부 전망은 FY2026 기초재정수지를 1.2조엔 적자, FY2027을 1.4조엔 흑자로 제시. 성장 효과가 약한 현상유지 시나리오에서는 흑자폭이 이후 축소돼 2030년대 후반 다시 적자로 전환하고, FY2026 보정예산도 기초수지를 약 3.1조엔 악화시키는 요인으로 반영돼 있음. 결국 재정 요인은 현재의 부도 위험보다 감세·추가 지출과 보정예산에 따라 향후 국채 공급과 재정 경로가 달라질 수 있다는 정책 불확실성에 대한 추가 보상으로 보는 것이 타당.

Q3. 30·40년 초장기금리가 더 크게 오른 이유는 무엇인가?

A3.

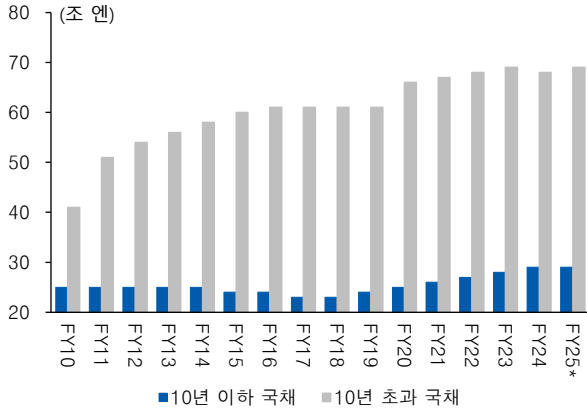
30·40년물의 추가 금리 상승은 초장기 국채의 수요 기반이 약해진 점과도 밀접. BOJ의 국채 매입이 감소하는 가운데 생보사는 경제가치 기반 지급여력 규제 도입에 대비해 FY2019~22 초장기채 순매수를 연 5~8조엔 규모로 크게 늘렸지만(정점 FY2020 +7.6조엔), 해당 수요는 상당 부분 마무리돼 FY2023 이후 매년 감속했고 FY2025에는 2.1조엔 순매도로 전환. 2024년 6월 대비 2026년 3월 보험사의 JGB 보유액은 5조엔 감소한 반면 연기금은 20조엔, 외국인인 27조엔 증가. 은행·연기금·외국인이 수요를 일부 대체하고 있으나 외국인은 현물뿐 아니라 선물·환매조건부 거래·금리스왑을 함께 활용하고 글로벌 금리와 위험한도 변화에 민감한 만큼, 과거 국내 생보와 동일한 성격의 안정적 초장기 수요층으로 보기는 어려움.

가계도 새로운 JGB 수요층으로 부상하고 있으나 아직 규모와 만기 측면에서 보완적 역할에 그침. 개인용 국채 발행액은 2025년 5.3조엔, 2026년은 7월까지 5.2조엔으로 과거 최고 수준의 발행 페이스를 보이고 있으며, 같은 기간 가계의 JGB 보유액도 매입 감액 전보다 약 6조엔 증가. 다만 가계 금융자산에서 국채가 차지하는 비중은 약 0.8%에 불과하고 개인용 국채 만기도 3년·5년·10년에 한정돼 있어, 현재의 개인 수요가 BOJ·생보의 초장기 수요 감소를 직접 대체하고 있다고 보기는 어려움.

종합하면 일본 장기금리 상승은 기대인플레이션과 BOJ 추가 인상 기대, 국채 공급·수요 변화와 정책 불확실성에 따른 기간 프리미엄이 결합된 결과로 판단. BOJ의 매입 축소가 금리를 높인 방향성은 분명하지만 직접 기여는 약 25bp로 제한적이며, 특히 초장기물은 재정위기성 투매보다 금리 억제 체제 종료 이후 민간이 장기금리 변동 위험과 국채의 적정 가격을 다시 평가하는 과정에 가까운 것으로 판단.

[그림 3] 생보사의 10년 초과 국채 보유액은 FY22 이후 60조 엔 후반 수준에서 정체되며, 과거의 초장기채 수요 확대세가 약화

[단위: 10년 초과 생보사 국채 보유잔액]

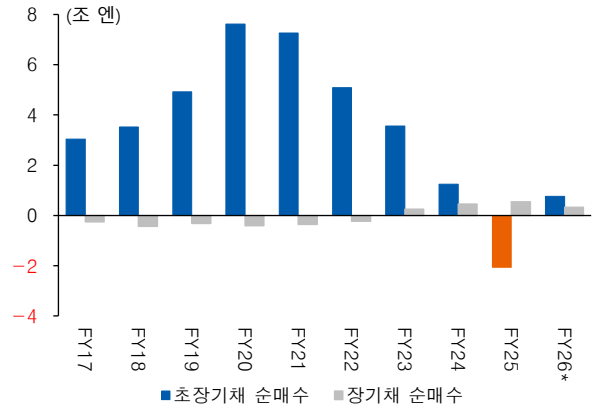


자료: BOJ FSR, 유안타증권 리서치센터

주: *FY25는 2025년 9월 말 중간결산 기준

[그림 4] 초장기 JGB 순매수는 FY20 7.6조 엔을 정점으로 지속 둔화해 FY25에는 2.1조 엔 순매도로 전환

[단위: 생보사 초장기 JGB 순매수]



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주: *FY26은 4~6월 1개 분기 기준

Q4. BOJ의 국채매입 축소는 JGB 시장기능을 어떻게 바꿨는가?

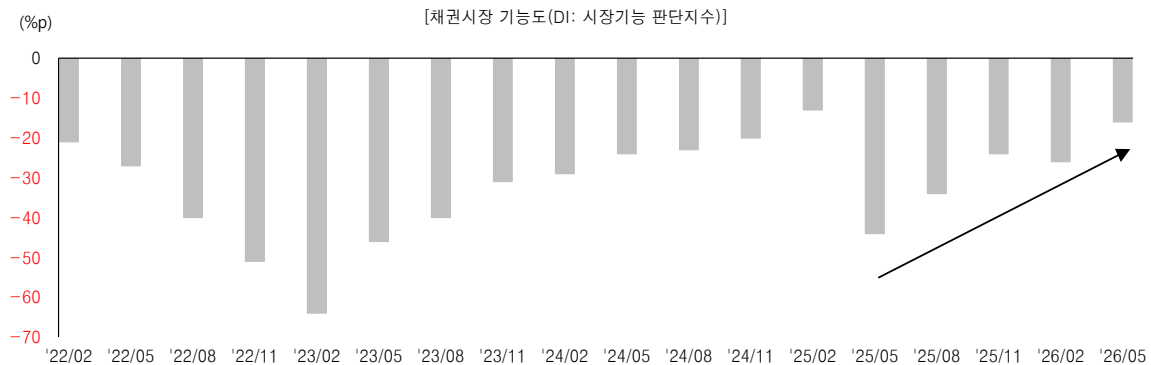
A4.

BOJ의 JGB 매입 축소는 장기금리를 높이는 데 목적이 있는 정책이라기보다, 대규모 완화 과정에서 BOJ가 국채를 과도하게 흡수하면서 약해진 시장의 가격결정 기능을 되살리는 과정으로 보는 것이 적절. BOJ는 2024년 여름 월 약 5.7조엔이던 매입액을 2026년 3월까지 매 분기 약 4,000억엔씩 줄였고, 2025년 6월 새 계획에서는 2026년 4월 이후 감액 속도를 분기당 약 2,000억 엔으로 낮춰 2027년 3월 월 약 2조엔 수준까지 축소하기로 결정. 이후 2026년 6월에는 민간 투자자가 늘어나는 국채 물량을 소화하는 데 시간이 필요하다는 점을 감안해 2027년 4월부터 추가 감액을 중단하고 월 약 2조엔 매입을 유지하기로 결정.

매입 축소의 가장 뚜렷한 성과는 금리 수준보다 시장기능 정상화에서 확인. 대규모 매입기에는 BOJ가 신규 발행 10년물의 대부분을 빠르게 흡수하면서 시장에서 실제로 거래할 수 있는 물량이 부족했지만, 매입 감액 이후 신규 발행 종목의 BOJ 보유비중이 크게 낮아지고 현물 JGB 거래량은 증가. 과거 BOJ 보유가 집중돼 있던 7~10년 구간에서 수익률이 비정상적으로 낮게 형성되던 왜곡도 상당 부분 해소됐으며, BOJ의 국채 대여제도 운용을 조정해 기존 발행 종목의 공급 부족도 완화. 즉 매입 축소는 시장 유통 물량을 늘리고 종목 간 가격 왜곡을 줄이는 방향으로 작용.

시장 가격결정 기능의 회복은 JGB 가격이 일본 경제지표와 해외금리에 다시 민감하게 반응하기 시작한 점에서도 확인. 대규모 국채매입과 금리통제가 이어지던 시기에는 일본 경제지표가 시장 예상보다 강하게 발표돼도 JGB 선물의 반응이 거의 없었지만, 2024년 정책체계 변경 이후에는 경제지표가 예상을 웃돌면 채권가격이 하락하고 금리가 상승하는 반응이 뚜렷해짐. 미국 금리 상승에 대한 JGB 선물의 민감도 역시 과거보다 커져, BOJ가 금리를 강하게 억제하던 국면에서 충분히 반영되지 못했던 국내외 정보가 다시 일별 금리에 반영되는 구조로 전환. 최근 금리 상승과 시장기능 회복이 동시에 나타나는 이유도 여기에 있음.

[그림 5] 시장기능 판단지수(DI)는 '24년 YCC 종료 이후 개선됐으나 '25년 5월 초장기금리 급등기에 재악화, 이후 다시 회복하며 채권시장 거래 여건이 정상화되는 흐름



자료: BOJ 채권시장 서베이, 유안타증권 리서치센터

주: 기능도 DI = "높다" - "낮다" 응답 비중

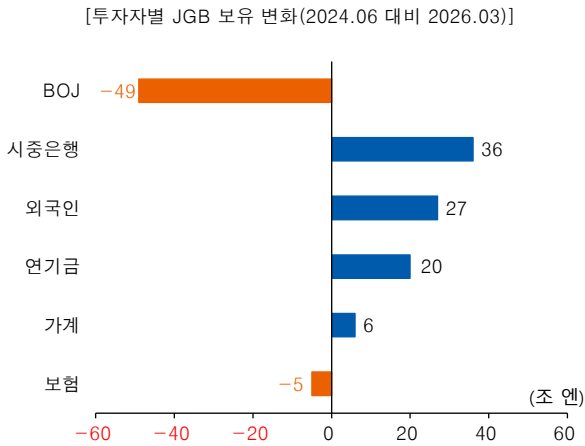
Q5. BOJ의 공백은 누가 메우고 있는가?

A5.

은행은 JGB 금리 상승과 함께 보유액을 늘리고 있지만 2013년 대규모 매입 이전의 핵심 보유자였던 점을 감안하면 회복 속도는 아직 완만하며, 향후에는 은행계정의 금리위험(IRRB)을 제한하는 규제가 장기채 보유 확대의 제약이 될 수 있음. 연기금의 최근 JGB 매수는 주가 상승으로 포트폴리오 내 주식 비중이 높아지자 주식을 줄이고 채권을 늘리는 통상적인 자산배분 조정 성격이 강함. 반면 생보사는 경제가치 기반 지급여력 규제 도입에 대비해 FY2019~22 초장기채를 연 5~8조엔씩 대규모 매입했으나 해당 조정이 상당 부분 완료돼 FY2023 이후 순매수가 매년 줄었고 FY2025에는 2.1조엔 순매도로 전환했으며, 보유액도 매입 감액 전보다 5조엔 감소. 따라서 30~40년물의 수요 공백은 전체 JGB 시장보다 상대적으로 더 오래 지속될 가능성이 있음.

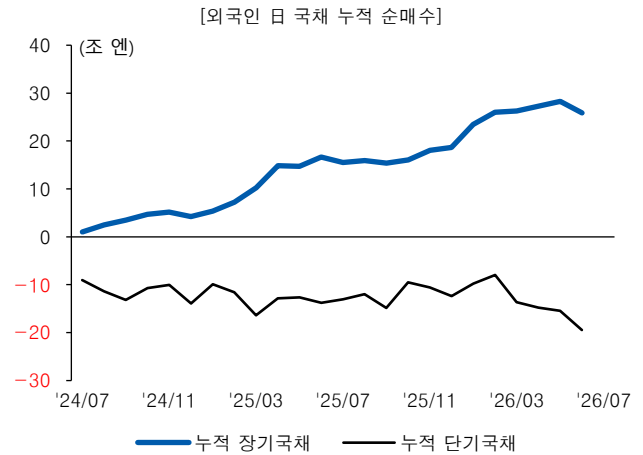
외국인의 역할은 확대됐지만 시장 안정과 변동성 측면에서는 양면적. 해외투자자의 JGB 보유액은 매입 감액 전보다 27조엔 증가했고, 장기 JGB에 대한 외국인의 순매수도 확대. 일본의 장단기 금리차가 확대되면서 환헤지 후 JGB 수익률이 미국·유럽 국채보다 높아진 점이 투자 매력을 높인 배경. 일본의 장단기 금리차가 확대되면서 환헤지 후 초장기 JGB 수익률이 미국·유럽의 같은 만기 국채보다 높아진 점이 투자 매력을 높인 배경. 가계의 역할도 장기적으로는 중요하지만 아직 BOJ를 대체할 수준은 아님. 가계 JGB 보유는 2024년 6월 대비 6조엔 증가했지만 전체 가계 금융자산 약 2,400조엔의 약 0.8%에 불과하고 전체 JGB 발행잔액에서 차지하는 비중도 2% 미만. 개인용 국채 판매는 2025년 5.3조엔, 2026년 7월까지 5.2조엔으로 빠르게 늘었고 최근 고정 5년물의 판매가 두드러지지만, 개인용 국채 상품은 3년·5년·10년 중심이어서 초장기 구간의 기관 수요 공백을 메우는 데는 한계. 향후 NISA 편입, 적립식 매입, 상품 다양화 등이 실제로 진행될 경우 국내 투자자 기반 확대에는 도움이 될 수 있으나 효과는 점진적으로 나타날 가능성이 높음.

[그림 6] BOJ와 보험사의 JGB 보유는 감소한 반면 연기금·외국인·가계 보유는 증가



자료: BOJ, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 외국인은 장기물 중심으로 JGB 익스포저를 확대



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Q6. 2027년 이후 BOJ의 국채매입 축소는 어떻게 진행되는가?

A6.

2027년 이후에는 매입 축소 방식이 달라질 전망이다. BOJ가 2027년 4월부터 월 약 2조엔에서 추가 감액을 멈추면 매달 국채를 덜 사는 과정에서 발생하던 추가적인 금리상승 압력은 점차 약해질 가능성이 높음. 그러나 월 2조엔을 계속 매입하더라도 만기상환액이 신규 매입액을 웃돌기 때문에 BOJ의 JGB 보유잔액은 계속 감소. 현 계획을 전제로 2030년 3월 보유액은 2024년 6월 대비 약 36~39% 줄어들 것으로 예상되며, BOJ의 보유잔액이 여전히 큰 만큼 대규모 보유가 장기금리를 높여온 효과도 한 번에 사라지기보다 장기간에 걸쳐 점진적으로 약해질 전망이다.

따라서 2027년 이후를 양적긴축 종료로 보기보다, 월 매입액을 계속 줄이는 단계에서 보유잔액을 자연스럽게 줄이는 단계로 넘어가는 과정으로 해석하는 것이 적절. 즉 매달 BOJ가 덜 사는 데서 오는 수급 충격은 줄어들지만, 만기상환을 통해 BOJ의 시장 내 보유비중이 낮아지고 그만큼 민간이 더 많은 국채와 장기금리 변동 위험을 떠안는 과정은 계속됨. 향후 JGB 시장의 핵심 변수도 BOJ가 매월 얼마나 덜 사느냐보다 은행·연기금·외국인·가계가 감소하는 BOJ 보유분을 얼마나 안정적으로 흡수하는지, 그리고 특히 생보 수요가 약해진 초장기 구간에서 어떤 투자자가 핵심 매수 주체로 자리 잡는지로 이동할 전망이다.

Q7. 일본 장기금리가 올라도 엔화가 약한 이유는 무엇인가?

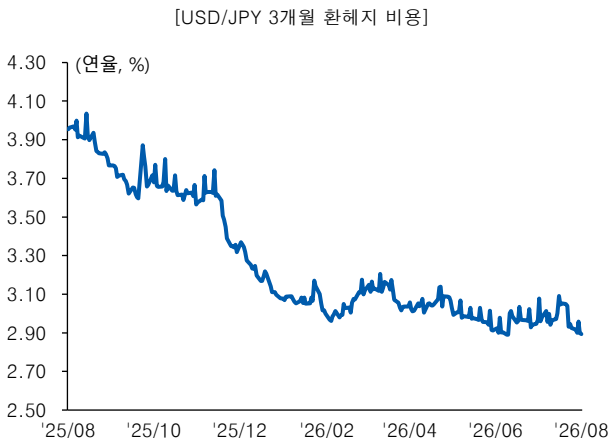
A7.

현재 엔화 약세는 재정불안보다 낮은 단기 실질금리와 해외투자 자금의 환헤지·환류 구조에서 비롯된 것으로 판단. BOJ가 금리를 인상했음에도 물가를 감안한 단기 실질금리는 여전히 마이너스인 반면, 일본 가계·기관·기업의 해외자산 운용은 지속되고 있어 구조적인 엔 매도 우위가 유지되는 상황. 장기금리 상승만으로 엔화가 즉각 강세 전환하기 어려운 이유도 환율에는 장기물 절대금리보다 단기 금리차와 실제 자금의 환전·헤지 여부가 더 직접적으로 작용하기 때문.

상대수익률만 보면 일본 장기국채의 투자 매력은 이미 미국을 상회. 3개월 환헤지 비용을 반영한 미 국채 수익률은 10년 약 1.8%, 30년 약 2.3%로, JGB 10년 약 2.8%, 30년 약 3.9%를 각각 약 100bp, 160bp 하회. 신규 채권투자와 만기 도래 자금이 미국보다 일본으로 배분될 유인은 확대됐지만, 기존 해외자산은 만기와 자산배분 계획에 따라 점진적으로 조정되는 만큼 상대수익률 역전이 곧바로 대규모 엔 매수로 연결되지는 않는 구조.

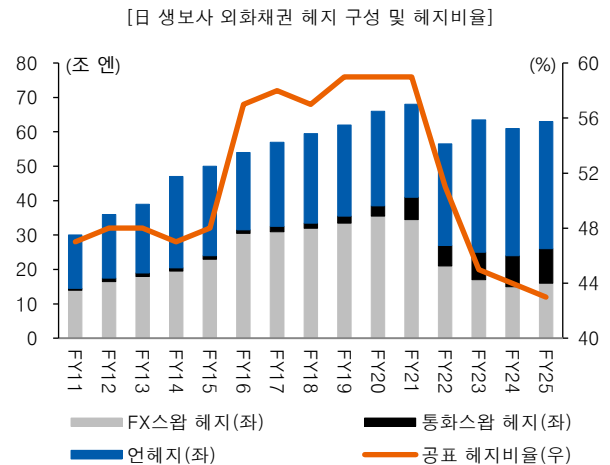
환헤지 비용의 변화는 이러한 흐름을 더욱 분명하게 보여줌. USD/JPY 3개월 환헤지 비용은 2022년 미국 긴축 과정에서 연율 0.3%에서 5.5%까지 급등했고 현재도 미·일 단기금리 차이와 베이스스를 반영해 약 2.9%로 높은 수준. 일본 생보사의 외화채권 환헤지 비율도 약 60%에서 40%대 초반으로 낮아졌는데, 하락분에는 헤지가 불필요한 외화보험 확대에 따른 분모 효과와 3개월을 FX스왑에서 장기 통화스왑으로의 구조 전환도 반영돼 있어 전부가 의도적 디헤징은 아니지만, 높은 헤지 비용이 환헤지 후 수익률을 떨어뜨리고 기존 해외자산의 환위험 노출을 확대해 엔화 수요를 약화시킨 것으로 판단. 다만 주요 생보사는 환율 불확실성을 이유로 비헤지 외화채권의 추가 매입에 신중하고 전체 외화채권 잔액도 대체로 정체돼 있어, 현재 약엔은 신규 캐리 확대보다 과거에 형성된 대규모 비헤지 해외자산이 환류·재헤지되지 않는 영향이 더 큰 상황. 일본 금융기관의 달러 조달 여건과 조달 프리미엄도 비교적 안정적이라는 점에서 달러 부족에 따른 강제 매수가 약엔의 핵심 원인이라고 보기도 어려움.

[그림 8] 3개월 환헤지 비용은 최근 약 2.9%까지 낮아졌지만 여전히 높은 수준으로, 해외채권의 환헤지 후 상대수익률을 제약.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 생보사의 외화채권 헤지비율이 약 60%에서 40%대로 하락하며 환위험 노출을 확대



자료: BOJ FSR, 유안타증권 리서치센터

Q8. 대규모 경상수지 흑자는 왜 엔화 강세로 이어지지 않는가?

A8.

대규모 경상수지 흑자가 엔화 강세로 이어지지 않는 이유는 흑자의 규모보다 구성과 실제 환전 여부에 있음. 2025년 일본의 경상수지 흑자는 32.2조엔으로 확대됐지만 상품수지는 -0.6조엔, 서비스수지는 -3.4조엔, 이전소득은 -5.6조엔으로 모두 적자를 기록. 이를 상쇄한 본원소득은 약 41.8조엔으로 경상수지 흑자의 약 130%에 해당하며, 이 가운데 직접투자소득 26.2조엔과 포트폴리오 투자수익 14.2조엔만 합쳐도 40.4조엔에 달함. 일본의 대외흑자가 상품수출보다 과거 축적한 해외자산에서 발생하는 투자소득에 의존하는 구조로 전환됐음을 보여줌.

본원소득 내부에서도 실제 엔화 수요로 연결되는 정도는 항목별로 크게 다름. 2025년 기준 직접투자소득은 26.2조엔으로 포트폴리오 투자수익 14.2조엔보다 크지만, 직접투자소득 가운데 재투자수익은 해외 자회사가 벌어들인 이익을 현지에 유보·재투자한 금액이어서 경상수지에는 소득으로 잡히더라도 실제 자금이 일본으로 송금되거나 외화가 엔화로 환전되는 거래가 발생하지 않음. 2023년 확정치 기준 재투자수익은 12.1조엔으로 포트폴리오 투자수익 12.1조엔과 같은 규모였으며, 2025년 잠정치도 11조엔을 웃도는 수준. 따라서 최근 경상흑자의 상당 부분은 통계상 일본의 소득이지만 외환시장에서 즉각적인 엔 매수로 이어지지 않는 구조.

포트폴리오 투자수익도 같은 방향으로 작용하지만 성격은 다름. 미 국채 이자나 해외주식 배당은 실제 외화 현금으로 수취되지만, 생보·연기금·투자신탁 등 기관투자자는 이를 엔화로 환전하기보다 외화자산에 재투자하는 비중이 높은 것으로 판단. 다만 포트폴리오 투자수익 가운데 실제로 얼마가 일본으로 환류·환전되는지는 공표 통계로 확인하기 어려워 재투자수익과 달리 환전 비율을 단정할 수는 없음. 반대로 해외 자회사에서 본사로 실제 송금되는 배당 등 직접투자소득은 상대적으로 엔화 환전 수요로 연결될 가능성이 높음. 결국 경상수지 흑자의 명목 규모보다 얼마가 실제로 일본으로 송금되고 엔화로 전환되는지가 환율에는 더 중요한 변수로 판단.

Q9. 일본 내 금리 상승은 해외자산의 국내 환류를 촉진할 수 있는가?

A9.

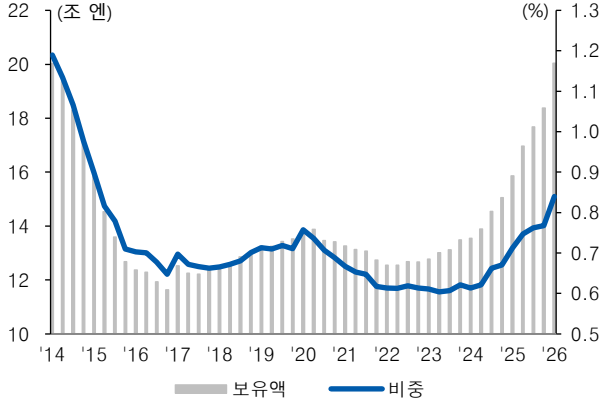
일본 내 금리 상승과 JGB 수요 기반 확대는 향후 이러한 구조를 완화할 수 있는 변화지만 아직은 초기 단계. 가계 JGB 보유는 매입 감액 전보다 약 6조엔 증가했으나, 2026년 3월 기준 가계 금융자산의 0.8%에 그침. 신NISA 도입 이후 가계 자금은 주식·해외증권 중심의 투자신탁으로 계속 유입되고 있는 반면 개인용 국채는 현재 NISA 대상이 아니고 적립식 투자에도 대응하지 않아, 국내 안전자산으로의 자동적인 자금 이동 경로가 상대적으로 약함. 따라서 JGB의 상대수익률 개선이 실제 가계 포트폴리오의 대규모 국내 회귀로 이어졌다고 보기는 어려움.

다만 개인용 국채의 NISA 편입이나 적립식 매입이 향후 도입될 경우에는 신규 가계자금의 해외 유출을 일부 완화하는 경로가 강화될 가능성. 기존 해외자산의 즉각적인 환류보다 향후 자산배분에서 국내 안전자산의 비중을 높여 구조적인 엔 매도 압력을 점진적으로 약화시키는 방향으로 작용할 수 있음. 연기금의 국내채권 매입 확대도 정책적 국내 회귀라기보다 최근 주가 상승에 따른 통상적인 자산배분 조정 성격이 강한 것으로 판단.

종합하면 엔화 약세는 일본 자산의 수익률 부족보다 마이너스 단기 실질금리, 기존 해외자산의 낮은 환헤지 비율, 투자소득의 미환류와 지속적인 해외증권 투자에서 비롯된 것으로 판단. 환헤지 후 미 국채 수익률이 JGB보다 크게 낮아져 신규 자금의 국내 환류 조건은 이미 형성됐지만, 기존 해외자산과 가계 포트폴리오는 점진적으로 조정되는 만큼 상대수익률 역전은 단기간의 엔화 강세보다 구조적인 엔 매도 압력을 서서히 약화시키는 방향으로 작용할 전망.

[그림 10] 가계 JGB 보유는 2024 년 6 월 이후 6.1 조엔 증가했지만 금융자산의 0.84%에 불과해, BOJ · 생보사의 수요 감소를 대체하기에는 아직 제한적

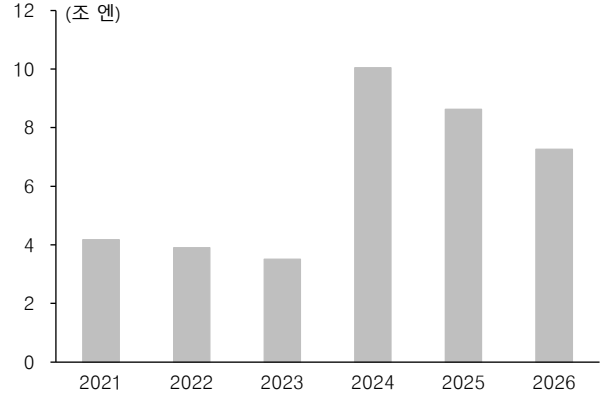
[가계 국채 및 재정투융자채 보유액 및 금융자산 내 비중]



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 일본 투신운용사의 해외주식 · 펀드 순취득액이 2024 년 신NISA 개편 이후 크게 확대되며, 해외 위험자산 투자가 높은 수준을 지속

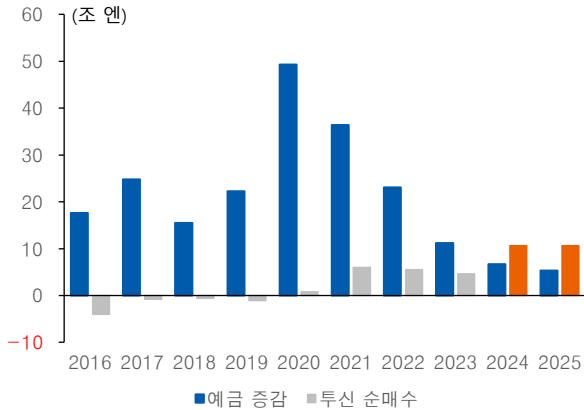
[日 투신운용사의 해외주식 및 펀드 순취득액]



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] '24 년 투신 순매수(+10.7 조엔)가 예금 증가(+6.7 조엔)를 처음 역전하며, 신규 가계자금의 예금에서 투자자산으로의 이동이 가시화

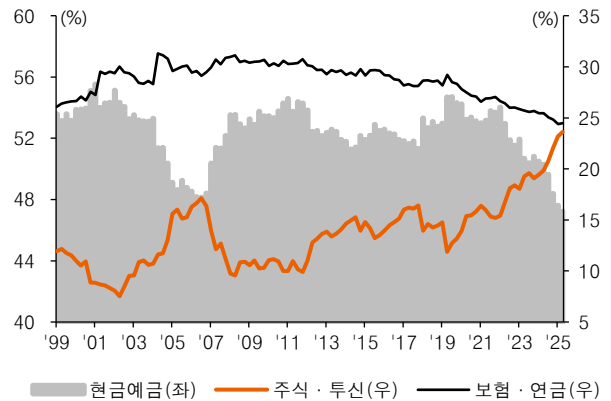
[日 가계 예금 증감 및 투자신탁 순매수액]



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 현금 · 예금 비중은 2021 년 약 53%에서 2026 년 3 월 47.2%로 하락한 반면, 주식 · 투신은 16.4%→23.6%로 상승하며 자산배분 전환이 뚜렷

[日 가계 금융자산 구성비]



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

Q10. FIMA Repo는 어떤 수단이며 일본은 언제 사용할 수 있는가?

A10.

FIMA Repo는 실제 개입 재원으로 사용할 수 있는 제도이지만, 현재 국면에서는 즉시 동원할 1순위 수단보다 추가 개입 여력을 과시하는 백업 수단의 성격이 더 큰 것으로 판단. 일본이 보유 미 국채를 시장에서 직접 매각하지 않고도 달러를 조달할 수 있다는 점에서 엔화와 미 국채시장을 동시에 안정시키는 장치. 이번 7월 30~31일 개입에는 FIMA가 사용되지 않은 것으로 확인됐으며, 8월 5일 기준 H.4.1의 Foreign official repo 잔액은 0. 일본은 기존 외환보유액의 달러를 매도해 엔화를 매수하고 미국은 유로를 매도해 엔화를 매수한 것으로 파악돼, 현재 FIMA는 이미 사용한 개입 재원보다 향후 반복 개입에 대비한 백업 수단으로 보는 것이 적절.

거래 구조는 승인된 일본 통화당국이 뉴욕 연준에 보관 중인 미 국채를 연준에 일시적으로 넘기고 달러를 받은 뒤, 만기에 달러와 이자를 상환하고 국채를 되찾는 방식. 만기는 익일 또는 7일이며, 조달금리는 정상시장에서는 의도적으로 비싸게 설정돼 익일물은 연준 상설 Repo 금리와 동일한 3.75%, 7일물은 1주 OIS 금리에 25bp를 가산. 거래상대방별 한도는 하루 사용액이 아니라 특정 시점의 동시 미상환 잔액 600억달러이므로 반복 개입 시에는 만기 상환·차환 또는 한도 조정이 필요.

일본 당국이 당장 FIMA부터 사용할 가능성은 높지 않은 것으로 판단. 외국 공식기관은 뉴욕 연준의 외국계 역레포 풀에 예치한 현금성 달러를 익일 단위로 회수할 수 있고 해당 수익률도 통상 ON RRP 금리와 비슷한 3.50% 수준이어서, 현금성 자산이 충분하다면 이자를 내고 FIMA를 이용하기보다 기존 달러 예금과 역레포 자금을 먼저 활용하는 것이 자연스러운 순서. 다만 역레포 인출은 현금 버퍼와 이자수익을 함께 줄이는 반면 FIMA는 미 국채를 계속 보유하면서 달러를 추가 조달하는 방식이기 때문에, 개입이 반복되거나 현금성 자산을 보존해야 할 경우 실질적 가치가 커짐. 일본이 보유한 약 1.2조달러의 외환보유액 중 증권이 약 1.0조달러를 차지한다는 점을 감안하면 FIMA의 600억달러 한도는 전체 개입 여력을 대체하기보다 보유 미 국채를 직접 매각하지 않고 추가 달러 유동성을 확보하는 완충 장치에 가까움.

상설 달러 스왑라인과도 기능이 다름. 스왑라인은 BOJ가 달러를 조달해 일본 금융기관에 공급함으로써 달러 자금시장 경색을 완화하는 수단인 반면, FIMA는 외국 통화당국이 보유 미 국채를 담보로 공식 부문의 달러를 직접 마련하는 구조여서 은행 유동성 지원보다 외환보유액 운용과 환시 개입 자원 조달에 더 적합. 즉 일본에 달러 조달 능력이 부족해서 FIMA가 필요한 것이 아니라, 미 국채를 매각하지 않고 공식 개입 재원을 추가 확보할 수 있다는 점이 핵심.

[표 2] 일본의 달러 조달수단 비교

구분	외국 공식기관 역레포	FIMA Repo	상설 달러 스왑라인
구조	뉴욕 연준에 예치한 달러성 자금 회수	보유 미 국채를 연준에 담보로 제공해 달러 조달	BOJ가 연준에서 달러를 조달해 금융기관에 공급
비용·조건	약 3.50% 수준	익일 3.75%, 7일 OIS+25bp	달러 자금시장 안정 목적의 별도 조건
한도	보유 현금성 자산 범위	거래상대방별 미상환잔액 600억달러	금융기관 달러 유동성 공급 목적
주요 용도	개입에 필요한 달러 현금 우선 확보	미 국채 매각 없이 추가 개입재원 확보	은행권 달러 유동성 경색 완화
현재 역할	1차 자원	반복 개입 시 백업 수단	환시 개입보다 금융안정 수단

자료: 유안타증권 리서치센터

Q11. FIMA Repo는 실개입 수단인가, 경고 장치인가?

A11.

공개적으로 FIMA를 강조한 목적도 실제 사용액보다 신호 효과에 있는 것으로 판단. 일본이 추가 엔 매수 개입에 나서더라도 미 국채를 시장에 직접 매각하지 않을 수 있음을 알리면 투기세력의 개입 자원 고갈 베팅과 미국 장기금리 상승 우려를 동시에 제어할 수 있음. 8월 5일 기준 해외 공식기관 역레포 잔액은 7월 22일 3,523억달러에서 7월 29일 3,345억달러, 8월 5일 3,177억달러로 2주간 약 346억달러 감소했지만, 해당 계정은 전 세계 해외 공식기관의 합계이고 첫 감소도 개입 이전에 발생해 이를 일본의 개입 자원 인출로 직접 연결하기는 어려움. 향후 일본 재무성 외환보유액의 예금·증권 구성 변화 역시 참고자료가 될 수 있으나 환율·채권가격 평가효과와 만기상환 등이 함께 반영되므로 FIMA 또는 역레포 사용액을 직접 확정하는 지표로 활용하기에는 한계.

회계상 FIMA 실행 시 연준 대차대조표는 일시 확대. 최초에는 상업은행 준비금이 아니라 외국 통화당국의 연준 예금이 증가하지만, 해당 달러가 환시 개입에 사용돼 미국 은행으로 이전되면 준비금으로 전환될 수 있음. 따라서 FIMA와 QE의 차이는 준비금이 생기지 않는다는 데 있지 않고, 미 국채 완전담보·짧은 만기·높은 조달금리·상환 시 자동 소멸이라는 거래 구조에 있음. 종합하면 FIMA Repo는 경고 장치와 실개입 수단 중 하나만 선택하는 제도가 아니라, 정상 여건에서는 신호 효과가 크고 반복 개입 국면에서는 미 국채 시장매각 없이 달러를 조달할 수 있는 실질적 백업 수단으로 판단.

Q12. FIMA Repo는 연준 대차대조표 축소 운용 기조와 충돌하는가?

A12.

FIMA Repo는 실제 사용 시 연준 대차대조표를 확대하지만 장기적인 대차대조표 축소 운용 기조와는 양립 가능한 수단으로 판단. 한도 확대 자체는 대차대조표에 영향을 주지 않고 일본 등 거래상대방이 실제 자금을 인출할 때만 연준 자산과 부채가 증가하는 구조. 전제상 연준의 양적긴축은 이미 2025년 12월 종료됐고 이후 준비금을 충분한 수준으로 유지하기 위해 단기국채를 매입하고 있어, 현재 운용 목표도 지속적인 자산 축소보다 금리 통제에 필요한 충분한 준비금 유지에 가까운 상황.

FIMA 실행 시 연준 자산에는 외국 공식기관 대상 Repo가, 부채에는 해당 기관의 달러 예금이 증가. 일본이 이를 엔 매수 개입에 사용하면 외국기관 예금이 거래 상대방 은행의 준비금으로 이전되며 확대된 대차대조표 규모는 유지되고, 만기에는 일본이 달러와 이자를 상환하면서 Repo 자산과 관련 부채가 함께 소멸. 따라서 QE와의 차이는 준비금 발생 여부가 아니라 미 국채 완전담보, **익일 또는 7일의 짧은 만기, 정상시장보다 높은 조달금리, 상환 시 자동 소멸이라는 점에 있음**. 다만 거래를 반복적으로 차환하면 일시적 확대가 수주 이상 지속될 수 있어 '단기 거래'가 항상 즉시 축소된다는 의미는 아님.

현행 한도는 하루 600억달러가 아니라 거래상대방별 동시 미상환 잔액 600억달러. 개입액 일부를 기존 달러 예금과 외국 공식기관 역레포 자금으로 충당하면 전체 개입액이 600억달러를 넘어도 FIMA 한도 내에서 조달할 수 있지만, 개입액 전부를 FIMA로 조달하고 계속 차환할 경우에는 600억달러부터 제약이 발생. 이 규모는 전체 준비금 약 3조달러와 비교하면 제한적이지만 단기 자금시장은 전체 규모보다 한계적인 준비금 증감에도 민감할 수 있어, 단발성 사용보다 대규모 인출이 반복되고 차환되면서 준비금 공급 시점과 규모가 외환개입 일정에 연동되는 경우가 연준의 준비금 관리 측면에서 더 중요한 제약.

Q13. FIMA 확대의 진짜 제약은 한도인가, 연준의 독립성인가?

A13.

한편 FIMA 한도 조정의 제도적 문턱도 알려진 것보다 낮은 편. 현행 지침상 외환소위원회는 FIMA의 금리·만기·참여기관·거래상대방 한도를 변경하고 FOMC에 통보할 수 있어 단순 한도 상향에 반드시 전체 위원회의 사전 표결이 필요한 것은 아님. 다만 84일 만기 도입이나 국부펀드·준정부기관까지 포함하는 전면적 확대는 연준의 국제 유동성 공급 역할을 크게 넓히는 조치이므로 사실상 전체 위원회의 논의와 강화된 담보·위험관리 조건이 수반될 가능성이 높음.

결국 실질적인 논쟁은 대차대조표 규모보다 재무부와 연준의 정책 경계에 있음. FIMA 조달액을 외환시장 개입에 사용하는 것은 제도상 예상된 용도이지만, 미 재무장관의 공개 요구에 따라 특정 동맹국의 환율 방어를 위해 한도를 확대하는 모습은 연준의 금융안정 수단이 행정부의 환율정책을 지원한다는 독립성 논란을 유발할 수 있음. 장기 미 국채의 유동성과 보유 매력을 높여 해외 수요를 유도한다는 논리 역시 미 국채 금매와 금리 금등을 완화하는 장점이 있지만,

규모가 지나치게 커지면 연준 유동성 창구가 사실상 국채 조달 여건을 지원하는 수단으로 인식될 수 있음. 종합하면 FIMA는 대차 대조표 운용과 개념적으로 상충하지 않으며, 진짜 제약은 반복 차환에 따른 준비금 관리와 연준 독립성·국채시장 안정 역할의 경계에 있는 것으로 판단.

Q14. 미국은 왜 아시아 통화 리스크를 통제하려 하는가?

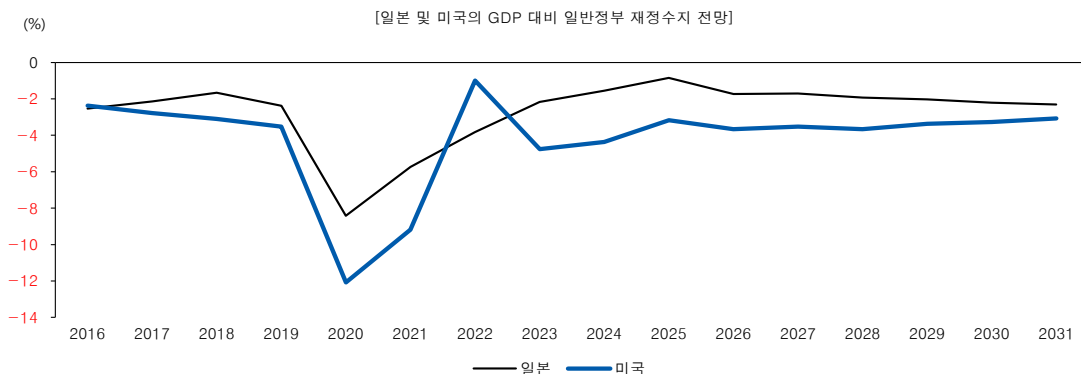
A14.

미국이 아시아 통화 리스크를 통제하려는 공식적인 목적은 엔화 약세가 원화와 위안화 등 역내 통화의 동반 절하로 확산되는 것을 차단하는 데 있음. 미 재무장관도 이번 개입 이후 엔화 약세가 역내 통화에 영향을 미친다고 직접 언급하고 1990년대 아시아 외환 위기를 역사적 사례로 제시. 엔화의 추가 약세가 원화·위안화 약세를 자극하면 달러 강세가 강화되고 미국 제조업의 가격경쟁력 부담까지 커질 수 있다는 판단.

이번 미국의 개입 방식과 FIMA 확대 논의도 미 국채시장 충격을 최소화하려는 방향과 정합적. 미국은 달러가 아니라 유로를 매도해 엔화를 매수함으로써 광범위한 달러 약세 신호를 피했고, 이후 일본의 향후 FIMA 활용과 한도 확대 가능성을 공개적으로 지지. FIMA는 일본이 추가 개입 시 미 국채를 시장에서 직접 매각하지 않고 달러를 조달할 수 있게 하는 백업 수단이라는 점에서 엔화 안정과 미 국채시장 안정을 동시에 지원. 다만 이는 정책수단의 설계에서 도출되는 해석이며 미 당국이 국채금리 방어를 이번 개입의 공식 목적으로 밝힌 것은 아님.

대미투자자와 기업금융은 핵심 동인보다 보조적인 이해관계. 일본의 5,500억달러 대미 투자계획은 실제 금융조달 단계로 넘어갔지만 일본계 은행은 장기 달러 조달비용을 제약으로 지적하고 있어 극단적인 환율 변동은 투자 집행에도 부담. 동시에 Alphabet의 5,765억엔 규모 글로벌 엔화채 발행처럼 일본 자본시장이 미국 기업의 AI 투자자금 조달처로도 확대되고 있어 일본의 저축이 미 국채뿐 아니라 민간 신용시장까지 미국 금융조건에 연결되는 범위가 넓어지는 모습. 종합하면 미국의 아시아 통화 리스크 관리는 공식적으로 경쟁적 통화절하를 차단하려는 목적이지만, 실제로는 일본계 미 국채 수요의 감소와 글로벌 레버리지 포지션의 전염을 억제해 자국 금융조건을 안정시키는 이해와도 직접 연결. 다만 환시 개입 등은 변동성을 완화하는 수단일 뿐, 엔화의 중기 방향은 BOJ 정책과 미·일 금리차 등 펀더멘털 조정이 좌우할 전망.

[그림 14] 지속되는 재정적자로 미국은 대규모 차입과 해외수요 약화를 동시에 감당해야 하는 구조



자료: IMF, 유안타증권 리서치센터

Q15. 엔·JGB 불안이 미국 금융시장에는 어떤 위험을 가져오는가?

A15.

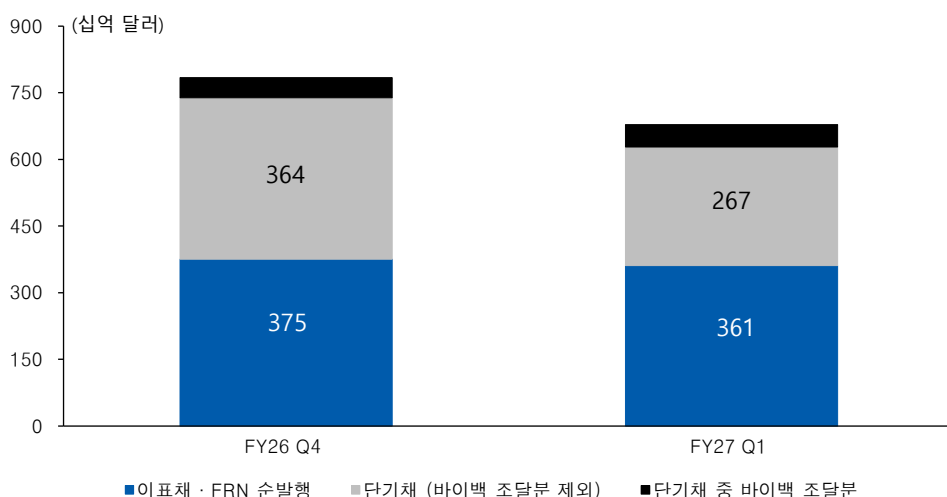
금융시장 측면에서는 미 장기금리와 국채 수요의 안정이 더 직접적인 미국의 이해로 판단. 미 국채금리는 8월 6일 기준 10년 4.69%, 30년 5.22%로 높은 수준이며 일본은 거주자 전체 기준 약 1.14조달러를 보유한 최대 해외 미 국채 보유국. 엔화 방어가 반복돼 일본의 달러 현금이 소진되거나 일본 투자자의 미 국채 재투자가 감소할 경우 미국은 대규모 차입과 해외 수요 약화를 동시에 감당해야 하는 구조. 특히 강제적인 미 국채 매각보다 중요한 것은 일본계 자금의 점진적인 국내 회귀 가능성으로, 3개월 환해지 후 미 국채 수익률이 JGB 대비 10년 약 100bp, 30년 약 160bp 낮아진 상황에서는 기존 미 국채를 대규모로 매각하지 않더라도 신규 투자와 만기 재투자가 일본으로 이동할 유인이 확대.

3분기 QRA도 재무부가 현재의 높은 장기금리 아래에서 추가적인 장기 듀레이션 공급 충격을 피하려는 환경을 보여줌. 3분기 순차입 예상액은 7,390억달러, 4분기는 6,280억달러로 하반기 두 분기만 약 1.37조달러에 달하지만 이표채·FRN 발행 규모는 당분간 유지하고 변동하는 자금수요는 단기채와 CMB를 중심으로 흡수하는 구조. 향후 FY27에는 이표채 증액 가능성이 다시 커지는 만큼 해외 수요 기반과 시장 유동성을 안정적으로 유지할 필요성도 확대. QRA 자체가 환율개입의 근거는 아니지만, 일본발 추가 국채 공급·수요 충격을 미국이 꺼릴 수밖에 없는 환경을 보여주는 정황으로 판단.

위험은 일본이 직접 미 국채를 매각하는 경로에만 국한되지 않음. 일본 은행의 해외 NBFI 대상 여신·투자는 2008년 약 8조엔에서 2025년 말 114조엔으로, 해외 투자펀드의 일본 금융시장 익스포저도 111조엔에서 358조엔으로 증가. 해외 헤지펀드는 JGB 현물·Repo·금리스왑을 결합한 레버리지 거래를 확대했고, 미 국채시장에서도 헤지펀드의 롱 익스포저가 약 2.38조달러, 현물-선물 베이스 트레이드가 약 1.06조달러에 달하는 등 Repo 기반 레버리지 거래가 커진 상황. 따라서 엔·JGB 급변이 글로벌 펀드의 마진과 위험한도 조정을 촉발하고, 일본·미국 국채 포지션의 동시 축소와 미 장기금리 상승으로 이어지는 전염경로가 존재. 과거와 같은 대규모 은행조달형 엔 캐리 청산이 아니더라도 일본 시장의 무질서한 조정을 미국이 경계할 유인은 충분.

[그림 15] 순차입 감소분의 대부분을 단기채가 흡수하는 반면 이표채·FRN 순발행은 거의 유지돼, 재무부가 추가 장기 듀레이션 공급을 억제하는 조달 기조를 시사

[美 3분기 QRA 순조달 구성]



자료: US Treasury, 유안타증권 리서치센터

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김호정, 임지윤)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.