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.



# 해외채권

## BOJ의 딜레마

- 일본은 환율과 물가, 재정 사이에서 정책적 딜레마에 놓여 있음
- 다카이치 행정부는 BOJ의 금리 인상을 일정 부분 용인. 환율 안정을 꾀하려는 움직임. 이에 추가 인상 시점 10월에서 9월로 변경
- 통화정책 점진적 정상화와 함께 환율 변동성이 과도해질 때 외환 개입을 병행하는 전략을 취할 가능성. 10년물 금리 연내 상단 3.0% 전망 유지하나 추가 상승 리스크 유효

### 환율과 물가, 재정 사이에서의 정책 딜레마

미-일 환율 공조에도 불구하고 달러-엔 환율이 160엔을 재차 위협하고 있다[도표 1]. 이는 외환시장 개입이 단기적으로 엔화 약세를 되돌릴 수는 있지만, 미-일 금리차와 일본의 구조적인 자금 흐름 등 엔화 약세의 근본적인 원인을 바꾸지는 못한다는 점을 확인했다.

엔화 약세가 중요한 이유는 단순히 환율 문제에 그치지 않기 때문이다. 엔저를 방어하기 위해 BOJ가 금리 인상 속도를 높이면 엔화 강세를 유도하고 물가를 선제적으로 잡을 가능성이 높아지지만, 동시에 국채금리와 정부의 차환비용이 상승하면서 재정 부담이 커질 수 있다. 반대로 금리 인상을 늦추면 재정 부담은 상대적으로 낮게 유지할 수 있지만 엔화 약세와 수입물가 상승 압력이 지속될 수 있다. 결국 일본은 환율과 물가, 재정 사이에서 정책적 딜레마에 놓여 있다.

엔화 약세를 구조적으로 완화하기 위한 가장 근본적인 방법은 BOJ가 금리를 인상해 금리차를 축소하는 것이다. 금리차가 줄어들면 엔화를 저금리로 조달해 해외자산에 투자하는 유인이 낮아지고 엔화 강세 압력이 커질 수 있다. 그러나 일본은 GDP 대비 200%를 웃도는 높은 정부부채를 보유하고 있다.

장기간의 초저금리는 이러한 높은 부채 부담을 낮은 이자비용으로 유지할 수 있게 해준 핵심 요인이었다. 물론 금리 상승이 정부의 이자비용을 즉각적으로 높이는 것은 아니다. 기존 국채의 상당 부분이 이미 낮은 금리로 발행되어 왔기 때문이다.

하지만 금리가 상승하면 신규 발행과 만기도래 국채의 차환금리가 높아지고, 이에 따라 정부의 평균 조달금리가 점진적으로 상승하게 된다. 즉, 시장금리 상승이 신규 발행, 차환금리 상승으로 이어지고, 평균 조달금리가 높아지면서 시차를 두고 정부의 이자비용이 증가하는 구조다. FY2025 기준 평균 조달금리는 0.98%로 상당히 낮은 수준이지만 BOJ의 기준금리와 국채금리가 상승하는 과정에서 정부의 이자비용은 시차를 두고 기하급수적으로 증가할 수 밖에 없다[도표 2].

해외채권 Analyst 허성우
deanheo@hanafn.com
하나증권 리서치센터

그렇다고 BOJ가 금리 인상을 늦출 수도 없다. 미-일 금리차가 고착화되면 엔화 약세 압력이 지속되고, 이는 수입물가 상승을 통해 가계의 실질 구매력을 악화시킨다. 최근 다카이치 행정부 역시 BOJ의 금리 인상을 일정 부분 용인하는 스탠스로 돌아섰는데, 이는 정치권에서도 엔저 지속에 따른 경제적 부작용을 통감하고 환율 안정을 꾀하려는 움직임으로 해석된다. 여기에 엔저로 이익을 보는 수출기업들까지 환율 안정을 요구하고 나서고 있다. 엔화 약세가 수출에 이점으로 작용하긴 하지만 원자재를 대부분 수입하는 일본 기업 특성상 높은 환율 수준에서는 비용이 오히려 늘어나기 때문이다. 결국 정치적·경제적 여건을 종합할 때, BOJ는 물가와 환율 안정을 위해 금리 인상과 대차대조표 축소(매입 축소)라는 통화정책 정상화를 추진할 수밖에 없는 상황이다.

여기서 핵심은 '정상화의 속도와 수단'이다. BOJ가 국채 매입을 너무 빠르게 축소할 경우, 시장에서 민간이 흡수해야 하는 국채 물량이 증가하면서 장기금리 상승 리스크가 커진다. 엔화 방어에는 도움이 될지 몰라도 정부의 차환 비용과 민간의 자금 조달 비용을 동시에 압박하게 된다. 이 때문에 BOJ는 정상화 속도를 정교하게 조절하고 있다. 2026년 6월 국채 매입 계획에서도 2027년 3월까지 월간 매입액을 2.1조 엔 수준으로 줄인 뒤, 4월부터 2조 엔을 유지하겠다고 발표했다. 국채 시장의 기능 개선과 안정성을 동시에 확보하면서 예측 가능한 방식으로 매입을 줄이는 것이다. 한편 장기금리가 급등할 경우 매입을 일시적으로 늘리는 옵션도 열어두었다[**도표 3**].

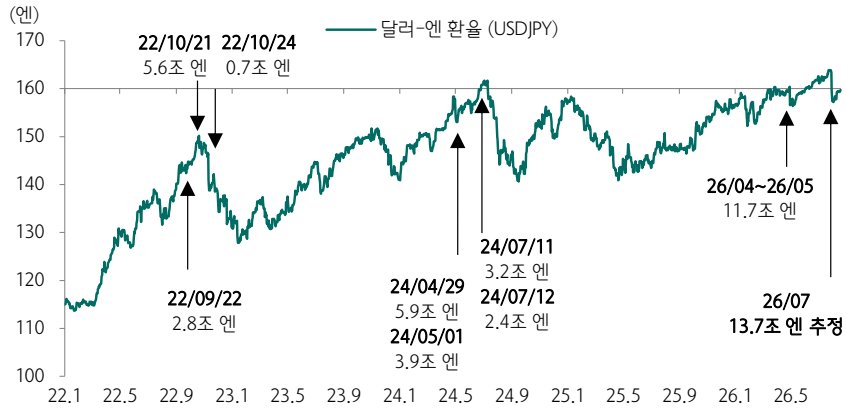
**7월 BOJ 전후로 일본 당국은**

**약 13조 엔 엔화 매수 개입 단행**

**그럼에도 달러-엔 환율은**

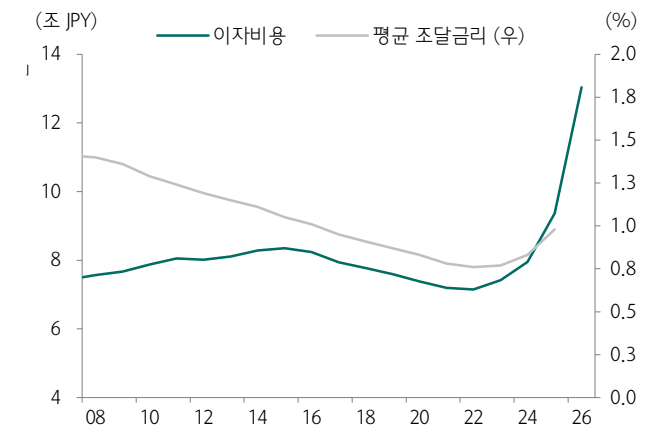
**160엔에 재차 근접하는 중**

**도표 1. 엔화 매수 개입 내역**



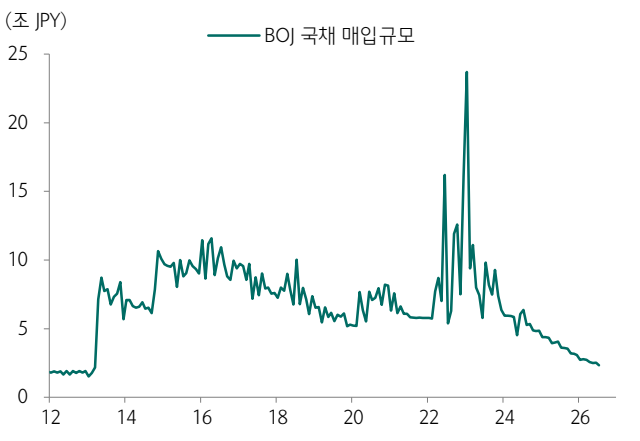

자료: Bloomberg, 하나증권

**도표 2. 평균 조달금리와 이자비용**
**: 평균 조달금리 낮지만 금리 상승 이어진다면 이자 부담 커질 것**




자료: MOF, 하나증권

**도표 3. BOJ의 월간 국채 매입 추이**
**: 2027년 4월부터 월 2조엔씩 매입할 계획**




자료: BOJ, 하나증권

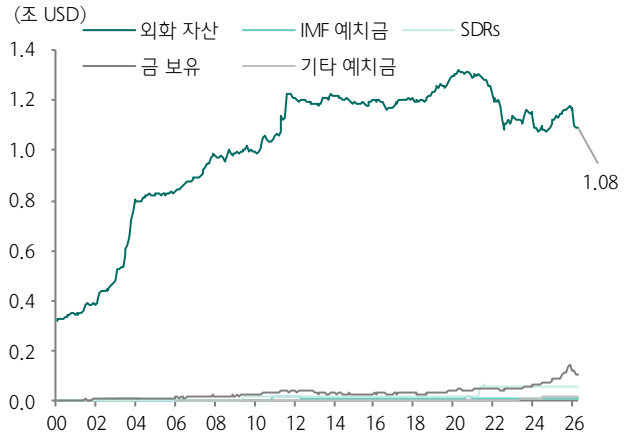
엔저 방어를 위해 일본이 사용할 수 있는 또다른 수단은 외환시장 개입이다. 재무성이 달러를 매도하고 엔화를 매수하면 단기적으로 엔화를 끌어올릴 수는 있다. 그러나 개입은 구조적인 해결책이 아니다. 일본이 지속적으로 엔화를 매수하려면 달러가 필요하고, 기존 외환보유액을 활용한다면 외화자산을 매각해야 할 수 있다.

*** 일본 외환보유고는 1.28조 달러다. 그 중 외화 자산이 1.08조 달러다**[도표 4]**. 대부분 미 국채로 구성되어 있는 외화 증권은 9,273억 달러로 소폭 감소했다. 2월 이후 일본의 미 국채 보유액은 약 1,200억 달러 감소했다**[도표 5]**. 외환보유액 중 외국 중앙은행 및 BIS에 대한 예금(외화예치금)은 1,618억 달러로 확인된다. 연준이 국가별 잔액을 공개하지 않기 때문에 일본 외환보유고 내 외화예치금 전액이 연준의 역레포 잔고에 예치되어 있다고 볼 수는 없다. 하지만 일본이 상당한 비중을 차지하는 것은 명백한 사실이다.*

이 지점에서 연준의 FIMA 레포가 중요한 안전판 역할을 한다. 일본이 보유한 미 국채를 시장에 매각하는 대신 연준에 담보로 제공하고 달러를 일시 조달하면, 미 국채 시장에 충격을 주지 않고도 엔화 매수 개입을 단행할 수 있다. FIMA 레포는 엔저의 근본적 해결책은 아니지만, 일본의 외환 개입이 미 채권시장으로 전염되는 파급 효과를 완화하는 장치로 기능한다. 물론 경제적인 측면에서 보면 BOJ가 FIMA 레포 시설 활용 유인은 적다. FIMA 레포 적용 금리는 3.75%로 연준의 해외 역레포 잔고에서 자금을 인출할 때의 기회비용(3.50%)보다 높기 때문이다. 달러 스와프 라인 활용 시 부담하는 이자도 4%에 육박한다.

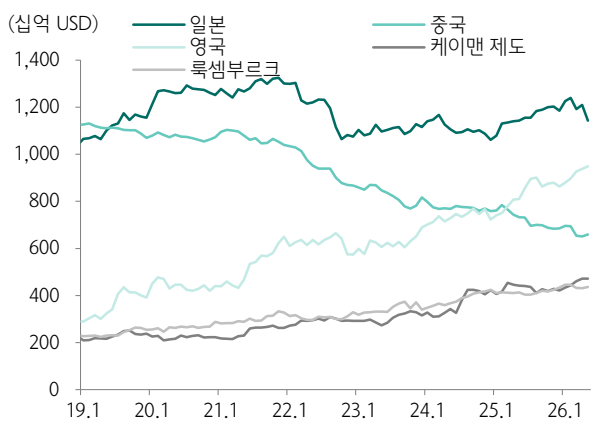
결국 BOJ는 공격적인 금리 인상이나 급격한 국채 매입 축소 대신 금리와 대차대조표를 점진적으로 정상화하면서 환율 변동성이 과도해질 때 외환 개입을 병행하는 전략을 취할 가능성이 높다. 엔저를 방어하기 위해 금리 인상 속도를 높인다면 이자비용 부담이 증가해 재정 우려가 커지며, 인상을 지연할 경우 환율과 물가가 무너지는 딜레마 속에서 BOJ의 신중한 정상화 행보는 글로벌 금융시장의 핵심 관전 포인트로 될 전망이다. 추가 인상 시점은 10월에서 9월로 변경한다. 10년물 금리 상단 3.0% 전망 유지하나, 추가 상승 리스크는 유효하다는 판단이다.

**도표 4. 일본 외환보유고 구성 항목**
**: 외화 자산이 대부분을 차지**




자료: Bloomberg, 하나증권

**도표 5. 국가별 미 국채 보유 규모**
**: 올해 2월부터 일본은 미 국채를 약 1,200억 달러 매각**




자료: Bloomberg, 하나증권