[AI Insight] 금리는 어디까지 오를 것인가. 국가별 적정금리와 엔캐리 청산 점검

26.08.20 AI Engineer 조재운 jaeun.jo@daishin.com |

경제 분석 AI 모델 JAEMINI 작성 · 생성형 AI 특성상 오류가 있을 수 있습니다

본 자료는 경제 분석 AI 모델 JAEMINI 가 분석한 내용으로, 대신증권 리서치센터의 뷰와는 관계가 없습니다.
생성형 AI 의 특성 상 오류가 있을 수 있습니다.

웹에서 보기

https://report.jayjoai.com/strategy/insight/20260819_ai_insight_r_star.html

미국 10 년 국채금리가 4.72%다. 그런데 같은 시점 10 년 기대인플레는 2.28%로, 2021 년 말(2.56%)보다 오히려 낮다. 인플레는 잡혔는데 금리는 내려오지 않는다. 이 글은 국채시장 가격 하나만 놓고 그 이유를 따라간다.

결론 먼저

이번 금리 상승은 인플레 때문도, 유가 때문도 아니다. **돈을 빌리는 진짜 비용이 한 단계 올라선 것** 이다.

명목금리가 오른 만큼 실질금리가 올랐고, 기대인플레는 오히려 내렸다. 유가가 넉 달 만에 41% 폭락하는 동안에도 실질금리는 계속 올랐다.

금리는 돈을 빌려주려는 쪽과 빌리려는 쪽이 만나는 자리에서 정해진다. 빌리려는 수요가 많아지면 오르고, 빌려주려는 공급이 많아지면 내려간다.

지금 움직인 것은 빌리려는 쪽이다. 그 큰손이 둘로 늘었다 — **AI 설비투자와 정부의 재정적자.** 둘 다 금리가 올라도 쉽게 물러서지 않는다.

일본이 빌려주는 쪽에서 빠졌다는 해석도 흔하다. 그런데 미국과 일본의 금리차는 오히려 벌어져 있어, 그럴 가능성은 낮아 보인다.

물가와 경기로 정책금리를 계산하고 여기에 장기 보유 대가를 더하면 10 년물의 적정 수준이 나온다. **한국 5.05%, 미국 5.86%, 일본 2.01%** 다.

한국과 미국은 시장금리가 이보다 낮다. 중앙은행이 계산식만큼은 올리지 않으리라는 예상이 담긴 것이고, 그 예상이 빗나가면 금리는 위로 움직인다.

일본만 반대로 시장금리가 계산값보다 높다. 그 웃돈의 근거는 통화정책이 아니라 재정이다.

그래서 다음 충격의 진앙도 일본 재정이라고 본다. 엔 캐리 역시 하루아침의 급락이 아니라 몇 달에 걸친 계단식으로 되돌려질 가능성이 크다.

금리가 다시 내려가려면 정부 차입이 줄거나, AI 투자가 식거나, 경기가 꺾여야 한다. **셋 다 임박하지 않았다.**

이 글이 답하는 여섯 가지 질문

Q1 금리는 왜 올랐나

Q2 유가 때문에 오른 것 아닌가

Q3 그럼 적정 금리는 나라별로 얼마인가

Q4 엔 캐리 청산 리스크는

Q5 앞으로 어떻게 될까

Q6 그럼 금리가 내리려면

Q1 — 금리는 왜 올랐나

물가 때문이 아니다. 명목금리가 오른 만큼 실질금리가 올랐고, 기대인플레는 오히려 내렸다. 실질금리를 밀어올린 것은 정부와 AI 기업이라는 두 개의 자금 수요다.

오른 것은 전부 실질금리다

명목 = 실질(TIPS) + 기대인플레(BEI)

명목금리 는 표면에 찍히는 금리, **실질금리** 는 거기서 물가상승률을 뺀 금리다. **기대인플레**는 시장이 예상하는 향후 물가상승률을 말한다. 이 셋은 명목금리 = 실질금리 + 기대인플레라는 관계로 묶이고, 이를 **피셔 항등식** 이라 한다. 금리 상승의 원인을 따질 때 가장 먼저 쓰는 분해다. 물가 예상이 올라서 오른 것과 돈 자체의 값이 비싸져서 오른 것은 전혀 다른 이야기이기 때문이다.

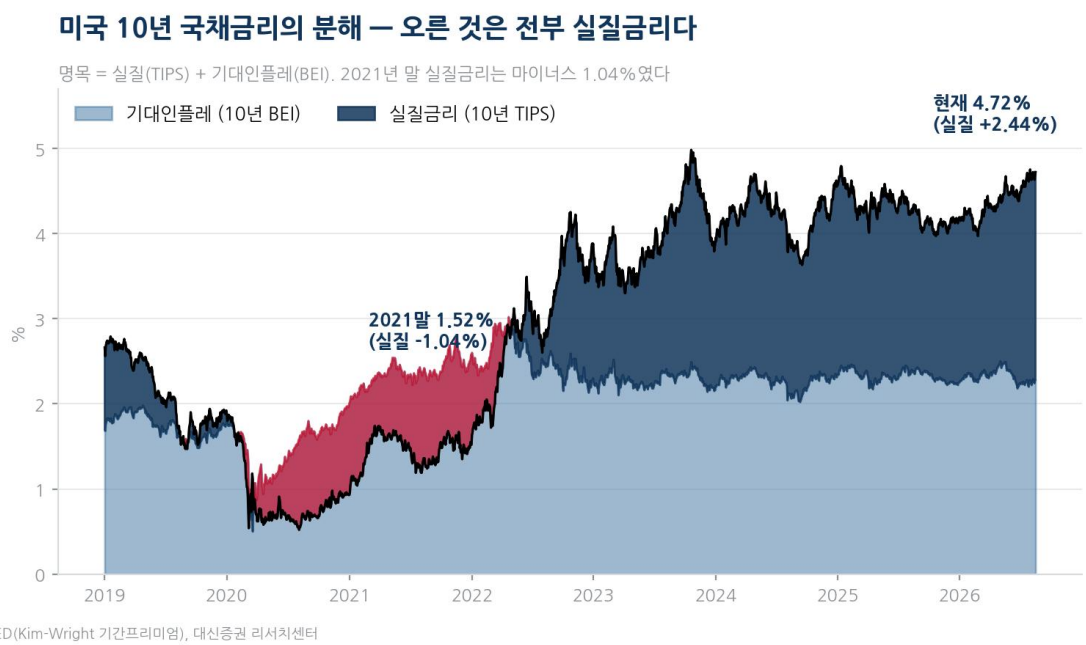
실질금리는 직접 관측되지 않는다. 대신 **물가연동국채(TIPS)** 가 그 역할을 한다. 원금이 물가에 연동돼 조정되므로 그 수익률이 곧 물가를 제거한 금리, 즉 시장이 매기는 실질금리다. 일반 국채 금리에서 이를 빼면 남는 것이 기대인플레다.

이 틀로 분해하면 그림이 단순해진다. 2021 년 말 미국 10 년물 1.51%는 실질 마이너스 1.04%에 기대인플레 2.56%를 더한 값이었다. 실질금리가 마이너스였다는 건 물가를 감안하면 돈을 빌려주고 오히려 손해를 봤다는 뜻이다. 지금 4.72%는 실질 2.44%에 기대인플레 2.28%다.

명목이 321bp 오르는 동안 실질이 348bp 올랐고, 기대인플레는 오히려 28bp 내렸다.

2021년 말	1.51% = -1.04% + 2.56%
2년 전	3.94% = 1.84% + 2.10%
1년 전	4.28% = 1.87% + 2.40%
현재	**4.72% = 2.44% + 2.28%**

미국 10 년 국채금리의 분해. 짙은 영역이 실질금리, 옅은 영역이 기대인플레



자료: LSEG·FRED

실질금리와 기간프리미엄이 함께 돌아왔다

장기금리는 두 부분으로 이뤄진다. 만기까지 예상되는 단기금리의 평균, 그리고 장기물을 보유하는 대가로 요구되는 추가 보상이다. 뒤엣것이 **기간프리미엄** 이다. 관측되지 않아 모형으로 추정하며, 여기서는 뉴욕 연준의 Kim-Wright 추정치를 썼다. 2021 년 말 이 값이 마이너스였다는 것은 장기물을 보유하는 대가가 오히려 음수였다는 뜻이다.

둘을 나누는 이유는 결정 요인이 다르기 때문이다. **실질금리는 저축과 투자의 균형** 이 정하고, **기간프리미엄은 국채 수급과 재정 신뢰** 가 정한다. 앞은 실물의 문제, 뒤는 재정의 문제다. 지금은 둘 다 올랐다. 기간프리미엄은 2021 년 말 마이너스 0.06%에서 플러스 0.84%가 됐다.

기간프리미엄은 뉴욕 연준 Kim-Wright 모형 추정치. 모형에 따라 수준은 달라지지만 방향은 일치한다.

자료: LSEG, FRED(Kim-Wright 기간프리미엄), 대신증권 리서치센터

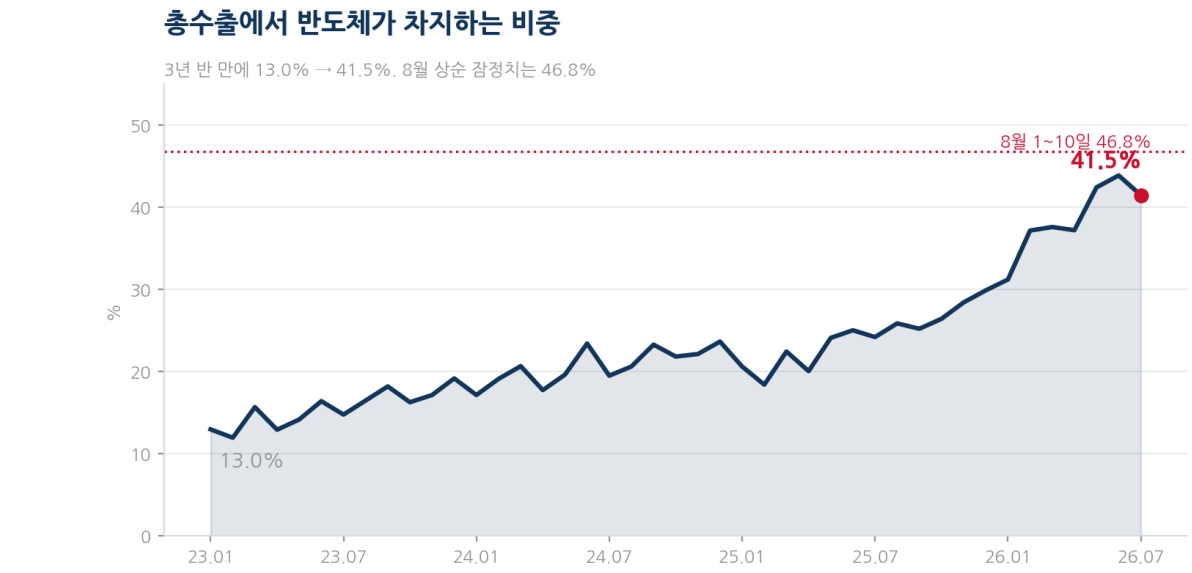
자료: 대신증권 Research Center

자금 수요 — AI 투자붐의 실물 흔적

실질금리는 결국 돈의 값이다. 세상에 빌려줄 수 있는 돈이 얼마나 있고 그 돈을 빌리려는 수요가 얼마나 되는지가 값을 정한다. 지난 몇 년간 크게 움직인 쪽은 **수요** 다. 그 첫 번째가 AI 설비투자다. 문제는 AI 설비투자가 거시 통계에 늦게 잡힌다는 점이다. 그래서 무역 통계를 봤다.

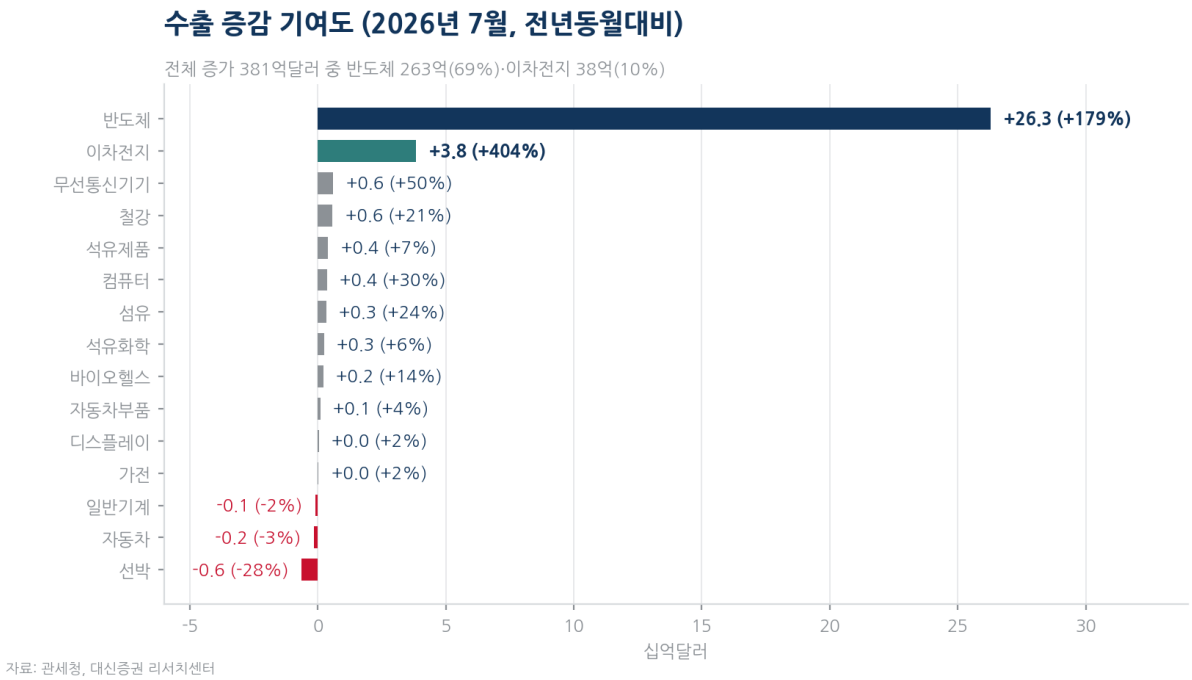
한국 수출에서 반도체 비중이 41.5%, 8 월 상순은 46.8%다. 7 월 수출 증가분의 69%가 반도체 하나이고 이차전지까지 더하면 79%다. 이건 한국 이야기가 아니라 **세계 자본지출이 특정 자본재로 몰리고 있다는 신호** — 투자수요곡선의 우측 이동이다.

한국 총수출에서 반도체가 차지하는 비중



자료: 관세청

2026 년 7 월 수출 증감 기여도



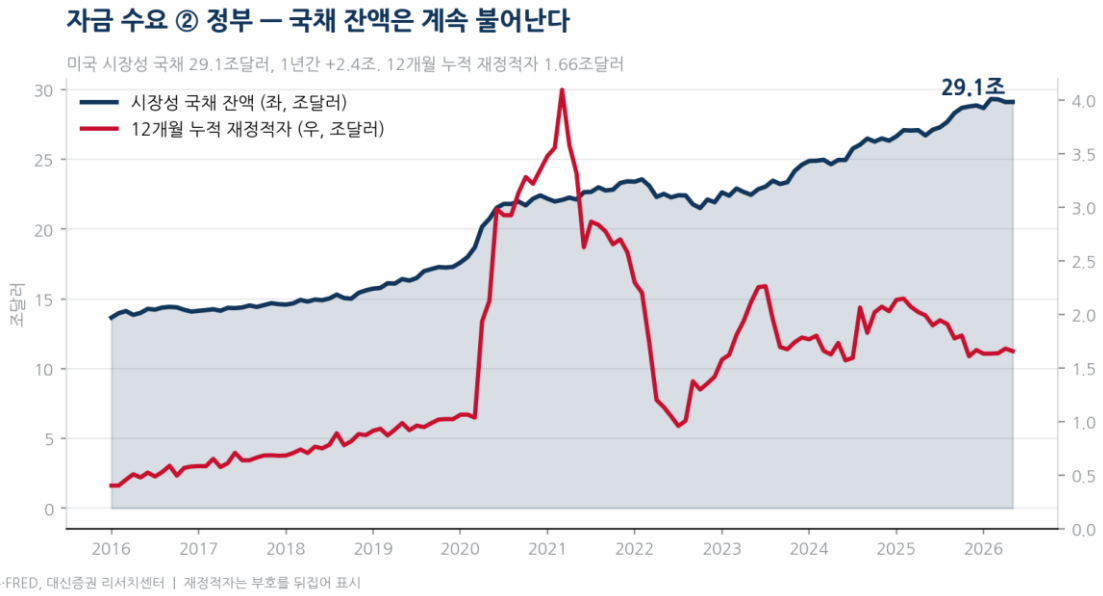
자료: 관세청

자금 수요 ② 정부 — 정부도 같은 돈을 빌린다

두 번째 수요는 정부다. 미국 시장성 국채 잔액이 **29.1 조달러** 로 1 년간 2.4 조달러 늘었고, 총연방부채는 39.2 조달러로 1 년에 3 조씩 붙는다. 12 개월 누적 재정적자는 1.66 조달러다. 기업과 정부는 같은 돈을 두고 경쟁한다. 세상에 빌려줄 수 있는 돈은 정해져 있는데 빌리려는 큰손이 둘로 늘었으니 값이 오른다.

그 값이 금리다. 기간프리미엄이 마이너스에서 +0.84%로 돌아선 것이 정부 쪽 압력이 가격에 반영된 흔적이다. 이번 사이클의 특징은 **둘 중 어느 쪽도 금리가 오른다고 쉽게 줄어들지 않는다** 는 점이다. 정부는 이미 정해진 지출을 줄이기 어렵고, AI 투자는 뒤처지면 시장을 잃는다는 계산으로 움직인다.

미국 시장성 국채 잔액과 12 개월 누적 재정적자



자료: 미 재무부·FRED

공급 점검 — 일본은 여전히 자금원이다

"일본이 자금 공급원에서 사라졌다"는 해석은 숫자로 보면 가능성이 낮다.

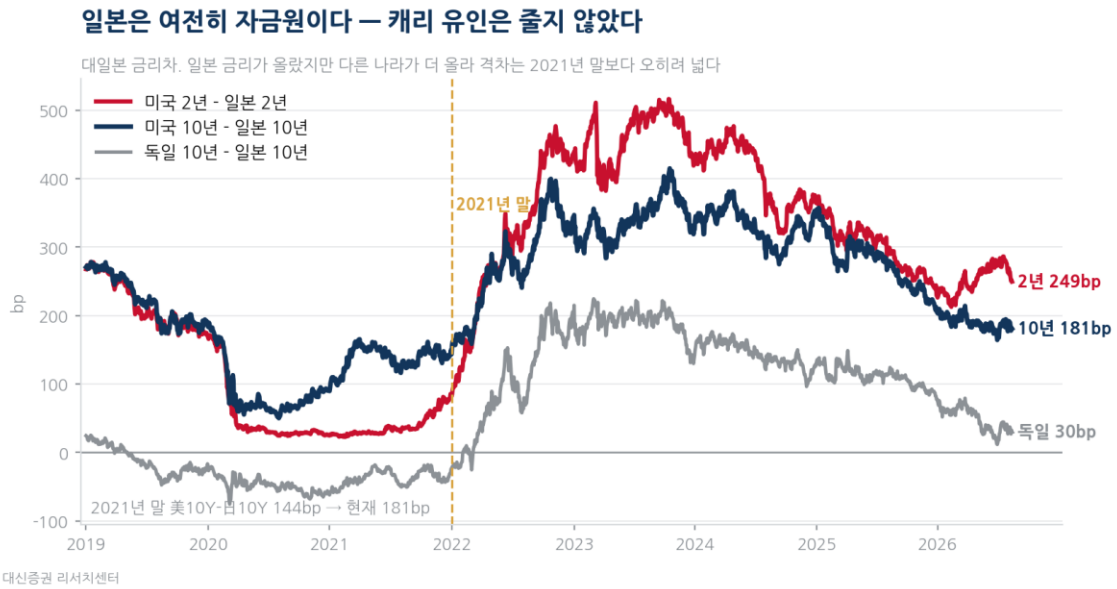
일본 10 년물이 0.07%(2021 년 말)에서 2.93%로 올랐으니 자금이 집으로 돌아갈 것 같다.

그런데 캐리는 절대 금리가 아니라 **금리차** 로 봐야 한다.

- 미국 10 년 – 일본 10 년 = 181bp (2021 년 말 144bp 보다 넓다)
- 미국 2 년 – 일본 2 년 = 249bp (2021 년 말 82bp 의 세 배가 넘는다)
- 2021 년 말 대비 10 년물 상승폭: 일본 +286bp < 미국 +321bp < 독일 +344bp

일본 자금이 해외로 나갈 유인은 줄지 않았고, 일본이 특별히 많이 오른 것도 아니다.

대일본 금리차 추이

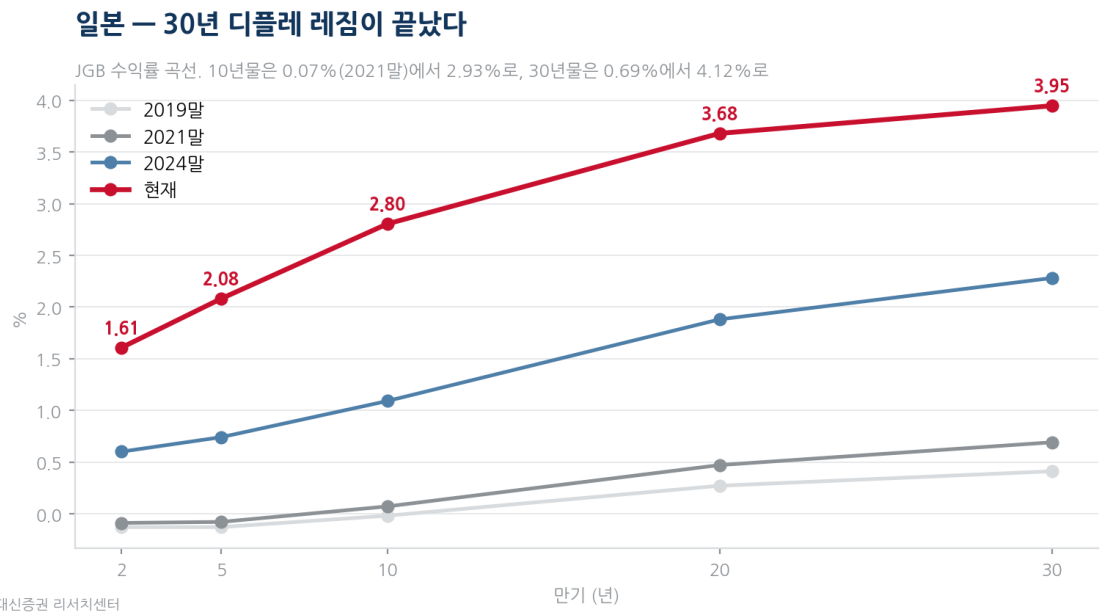


자료: LSEG

그러면 일본은 무엇인가

중앙정부 부채 1,347조엔에 30년물 4.12%. 부채 부담 때문에 금리를 더 올려야 하는데 올리지 못하는 상태다. 공급이 사라진 게 아니라 **공급원 자신이 취약해진 것**이고, 이건 별도의 리스크 항목으로 다뤄야 한다.

JGB 수익률 곡선의 이동



자료: LSEG

그런데 중국은 정반대로 갔다

2025 년 12 월 1 일, 중국 10 년 금리가 사상 처음 일본을 밑돌았다 국채금리 수준은 그 나라의 장기 성장·물가 전망을 반영한다. 성장과 물가가 함께 낮은 상태가 오래 고착돼 금리가 바닥에 머무는 것을 **디플레 레짐** 이라 하고, 지난 30 년 그 대명사가 일본이었다.

역전 이후 166 거래일이 지났고 격차는 1.27%포인트다. 중국 1.67%, 일본 2.93%. **디플레 레짐이 일본에서 중국으로 옮겨갔다.** 세계 경제는 저금리 공급원 하나를 잃고 다른 하나를 얻은 셈이지만, 두 나라의 경제 규모와 세계 수요에서의 역할이 다르다. 이것이 이번 사이클 최대의 비대칭이다.

중국·일본 10 년 국채금리

자료: LSEG, 대신증권 리서치센터

자료: LSEG

Q2 — 유가 때문에 오른 것 아닌가

> **아니다.** 유가가 41% 폭락한 구간에도, 26% 반등한 구간에도 실질금리는 올랐다. 유가와 실질금리의 상관은 +0.04로 사실상 없다. 다만 헤드라인 물가를 통해 정책금리에는 영향을 준다.

호르무즈 긴장과 유가 반등

가장 자연스러운 반론이다. 그리고 데이터로 가를 수 있는 반론이다

호르무즈 해협 긴장으로 유가가 다시 뛰면서 "유가 → 인플레 → 금리" 서사가 헤드라인에 올랐다. 실제로 브렌트는 91.1 달러로 1 년 전보다 37.1%, 연초보다 16.9% 높다. 반론이 나올 만하다. 그런데 이 서사가 맞다면 금리 상승분이 **기대인플레**에 나타나야 한다.

앞에서 본 대로 기대인플레는 2.28%로 2021 년 말(2.56%)보다 낮다.

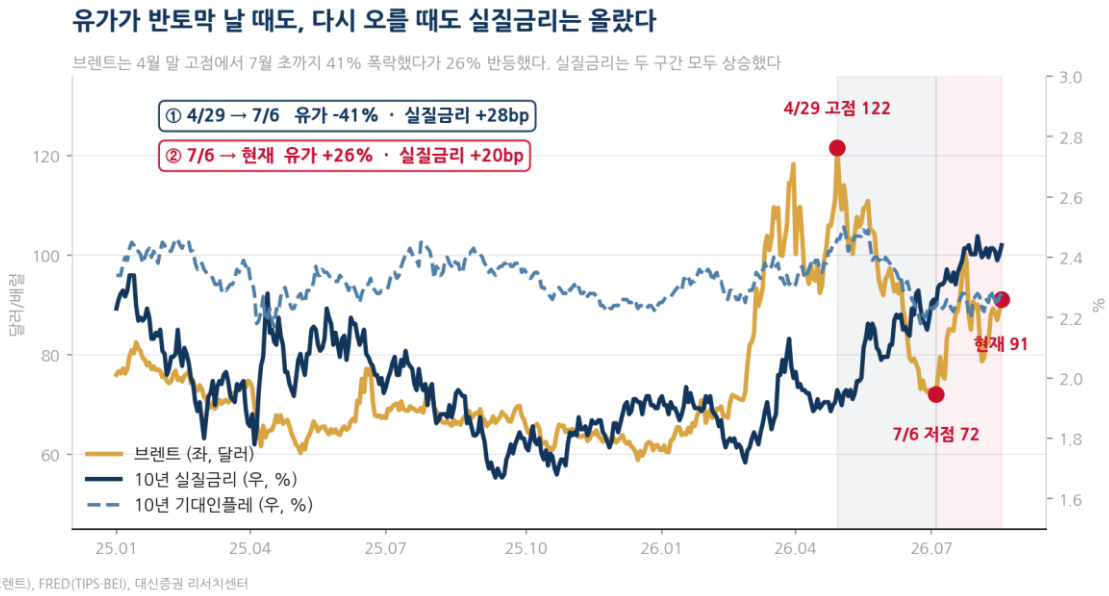
유가가 반토막 났을 때 금리는 무엇을 했나

때마침 깨끗한 실험 구간이 직전에 있었다. 브렌트는 4 월 29 일 121.7 달러에서 7 월 6 일 72.0 달러까지 **−40.8% 폭락** 했다가, 다시 8 월 17 일 91.1 달러로 **+26% 반등** 했다. 유가가 내리고 오르기를 한 번씩 한 셈이다.

① 4/29 → 7/6 (유가 -40.8%)	실질금리 1.96% → 2.24% (+28bp)
② 7/6 → 8/17 (유가 +26%)	실질금리 2.24% → 2.44% (+20bp)
전 구간 합계	**유가 -25.1% · 실질금리 +48bp · 명목금리 +30bp**

유가가 41% 폭락할 때도, 26% 반등할 때도 실질금리는 올랐다. 유가를 따라 움직인 것은 기대인플레뿐이다 — 고점 2.46%에서 저점 2.24%로 내렸다가 지금 2.28%다. 방향이 유가와 무관하게 한쪽으로만 간 것은 실질금리다.

브렌트와 미국 10 년 실질금리·기대인플레



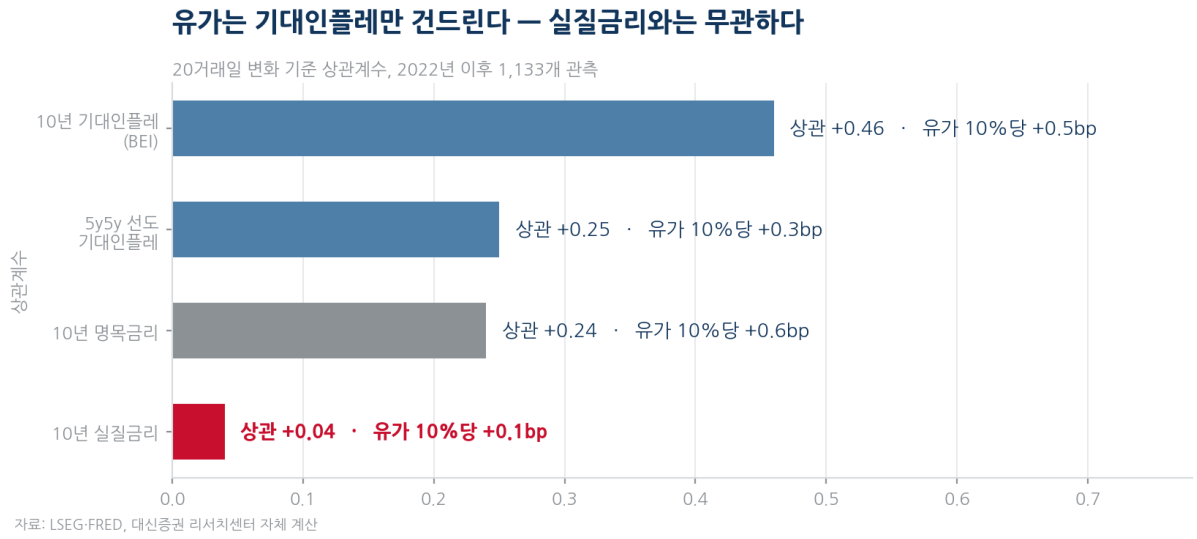
자료: LSEG·FRED

민감도로 봐도 같은 답이 나온다

2022 년 이후 1,133 개 관측으로 20 거래일 변화의 상관을 재보면, 유가는 기대인플레와는 확실히 붙어 있지만(+0.46) **실질금리와는 +0.04 로 사실상 무관**하다. 민감도로 환산하면 유가가 10% 오를 때 기대인플레는 0.5bp, 실질금리는 0.1bp 움직인다.

반사실을 계산해보면 더 분명하다. 지난 1 년 유가가 37.1% 올랐으니 이 민감도대로면 기대인플레가 20bp 쯤 올랐어야 한다. 실제로는 **10bp 내렸다**. 유가는 기대인플레를 밀어올릴 힘조차 이번엔 발휘하지 못했다.

유가와 금리 구성요소의 20 일 변화 상관



자료: 자체 계산

교차 확인 — 금과 유가가 갈라섰다

지정학 프리미엄이 진짜라면 금과 유가가 함께 움직여야 한다. 그런데 최근 한 달 금은 7.8% 올랐고 WTI는 3.4% 오르는 데 그쳤다. 20일 롤링 상관은 -0.14로 사실상 끊겼다. 지정학 헤지 수요라기보다 각자 다른 이유로 움직이고 있다는 뜻이다.

그렇다고 유가가 무관한 것은 아니다

유가는 **헤드라인 물가 → 준칙금리**라는 한 갈래 경로로는 분명히 작동한다. 미국 headline PCE(3.85%)가 core PCE(3.34%)보다 높은 것이 에너지 기여이고, 그래서 준칙 기반 적정 10년물의 밴드 상단(6.61%)이 headline 기준으로 계산된다. 한국은 에너지 순수입국이라 이 경로가 더 굵다 — 물가가 1월 2.01%에서 6월 3.16%로 뛴 데는 유가 기여가 있고, 그것이 준칙금리를 밀어올렸다.

정리하면 이렇다. **유가는 정책금리가 있어야 할 자리를 올린다. 그러나 실질금리와 기간프리미엄은 움직이지 못한다.** 이번 금리 상승의 본체는 후자다.

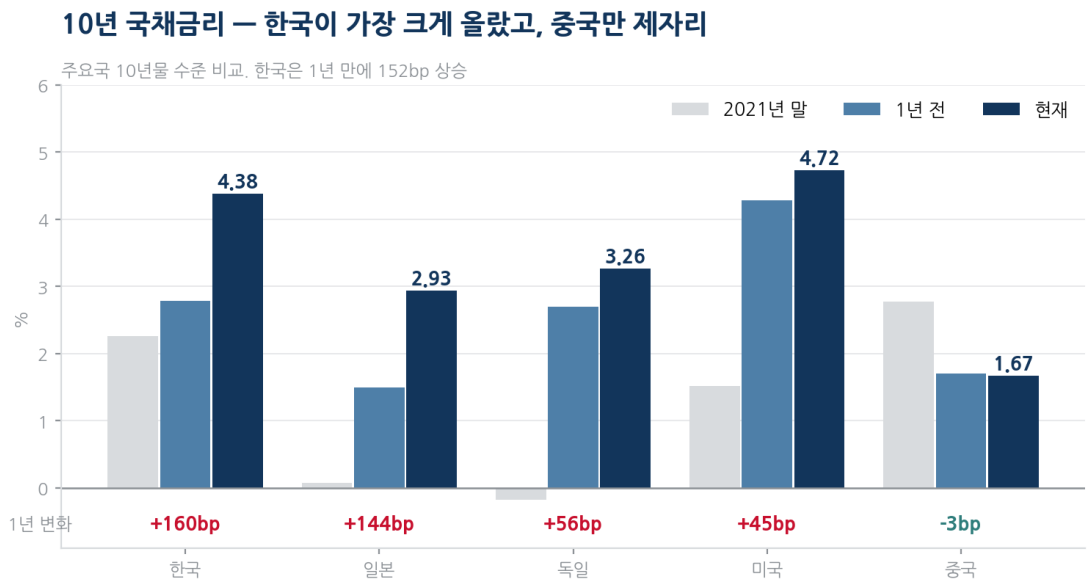
Q3 — 그럼 적정 금리는 나라별로 얼마인가

> **세 나라 모두 지금 자리가 아니다.** 물가와 경기로 계산한 정책금리에 장기 보유 대가를 더하면 한국 5.05%, 미국 5.86%, 일본 2.01%가 나온다. 한국과 미국은 시장금리가 이보다 낮고, 일본만 높다.

주요국 금리는 한 방향이 아니다

최근 1 년 변화를 보면 한국·일본이 가장 크게 올랐고 미국·독일이 뒤를 이었으며 중국만 제자리다. 같은 세계 금리 상승기라도 나라마다 폭이 다르다는 뜻이고, 그 차이를 만드는 것은 각국의 물가와 경기 위치다. 한국이 왜 가장 크게 올랐는지, 일본은 왜 방향이 다른지는 뒤에서 나라별로 따로 본다.

주요국 10 년 국채금리 수준 비교



자료: LSEG

아래 표의 5y5y 선도 기대인플레 는 5 년 뒤 시점부터 그 후 5 년간의 기대인플레다. 단기 물가 충격을 제거하고 장기 기대만 보기 위한 지표이며, 이 값이 흔들리지 않았다는 점이 이 글의 출발점이다.

지표 (%)	현재	1 년 전	2021 년 말
미국 10 년	4.72	4.28	1.51
실질금리 (TIPS)	2.44	1.87	-1.04
기대인플레 (BEI)	2.28	2.40	2.56
기간프리미엄	+0.84	+0.49	-0.06
5y5y 선도 기대인플레	2.31	2.34	2.25
미국 2 년	4.18	3.76	0.73
미국 30 년	5.31	4.85	1.90
일본 10 년	2.93	1.49	0.07
일본 30 년	4.12	3.07	0.69
독일 10 년	3.26	2.70	-0.18
한국 10 년	4.38	2.78	2.25
중국 10 년	1.67	1.70	2.77
한국 기준금리	2.75	2.50	1.00
한국 CPI (전년비)	2.79	2.09	—
하이일드 OAS	2.7	2.94	—
투자등급 OAS	0.81	0.80	—

한국 — 테일러 준칙으로 보면 풀린다

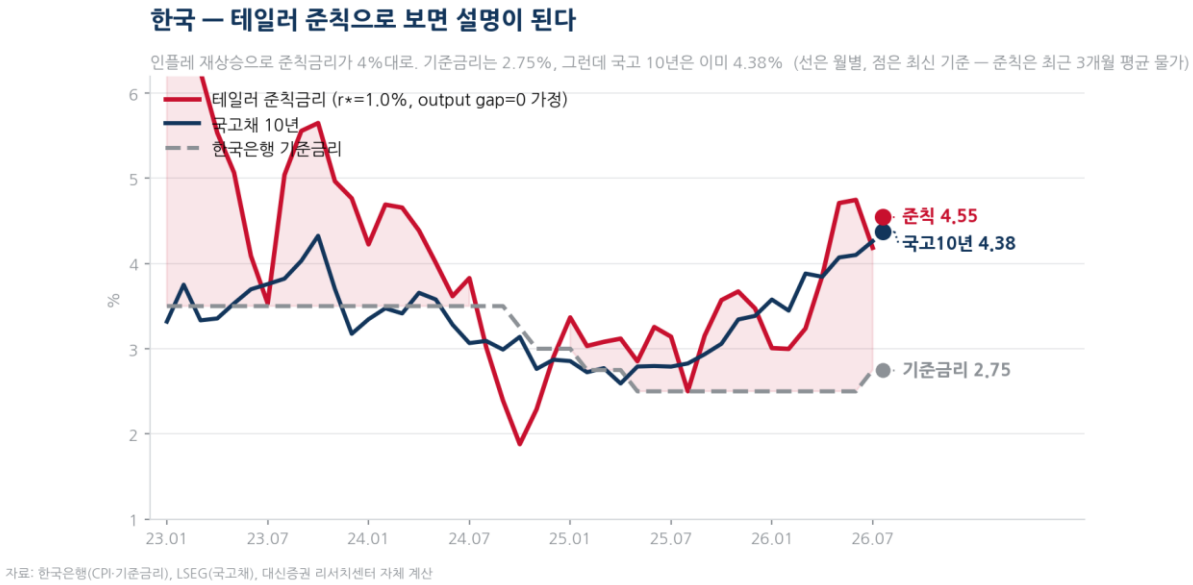
물가 재상승 + AI 설비투자 수혜 = 준칙금리 급등 주요국 중 한국이 가장 크게 올랐다는 사실은 따로 설명이 필요하다. 여기서 쓰는 도구가 **테일러 준칙** 이다. 물가와 경기 상태로부터 적정 정책금리를 계산하는 공식으로, 물가가 목표를 웃돌거나 경기가 잠재 수준을 넘어서면 금리를 올리도록 설계돼 있다. 중앙은행이 이를 그대로 따르는 것은 아니고, 정책금리가 물가·경기 상태에서 얼마나 벗어나 있는지를 재는 기준선으로 쓴다.

이 자를 한국에 대보면 상당 부분이 풀린다. 소비자물가가 1 월 2.01%에서 6 월 3.16%로 다시 올라왔고, 한국은행은 7 월 16 일 기준금리를 2.50%에서 2.75%로 인상 전환 했다.

테일러 준칙	$i = r^* + \pi + 0.5(\pi - \pi^*) + 0.5 \times \text{output gap}$
투입값	r^* 1.0% · π 3.03%(최근 3개월) · π^* 2.0% · gap 0 가정
준칙금리	**4.55% (기준금리 2.75% 대비 −180bp)**

핵심은 여기다. 기준금리는 준칙보다 180bp 낮은데, 국고채 10 년은 4.38%로 이미 준칙 수준에 가 있다. 채권시장이 한국은행보다 먼저 움직인 것이고, 주요국 최대 상승폭의 실체가 이것이다.

테일러 준칙금리 vs 기준금리 vs 국고채 10 년



자료: 한국은행·LSEG, 대신증권 리서치센터 자체 계산

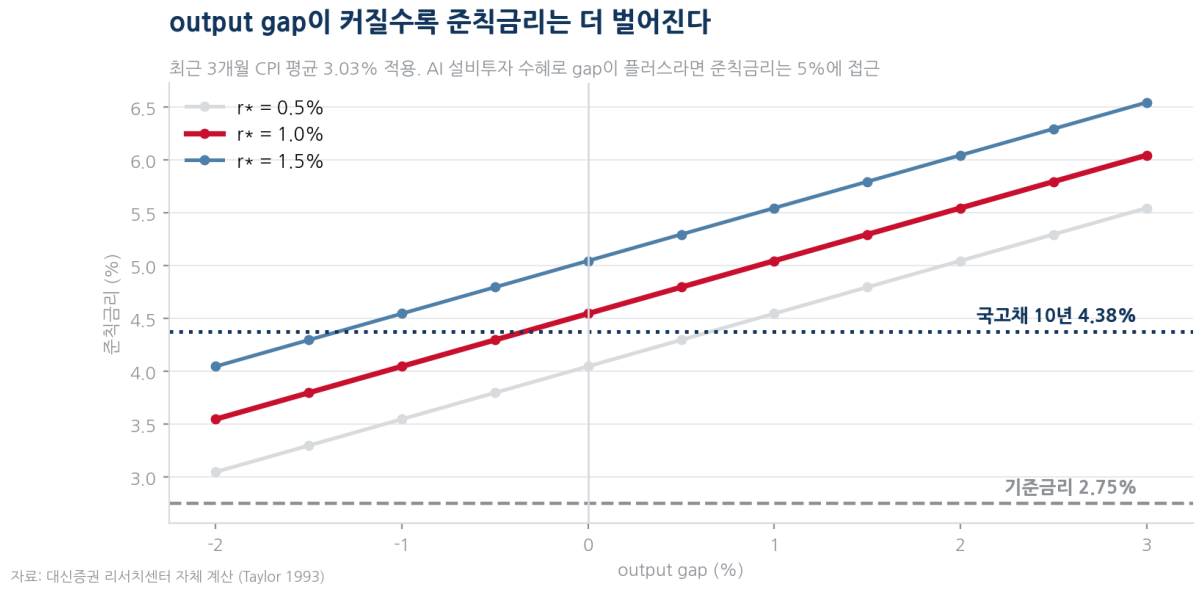
AI 수혜가 output gap 을 통해 금리로 전달된다

공식의 두 번째 재료가 **output gap** 이다. 실제 생산이 잠재 생산을 몇 % 웃도는지를 나타내며, 플러스면 과열, 마이너스면 유휴 상태다. 잠재 생산이 관측되지 않으므로 이 값도 추정치다.

한국은 상반기 AI 설비투자의 최대 수혜국이다. 경로는 이렇게 이어진다 — 설비투자 수혜 → 수출·생산 급증 → output gap 플러스 전환 → 준칙금리 상승 → 실질금리가 오를 수밖에 없는 구조.

- 명목 GDP(계절조정) 2026 년 1 분기 **전기비 +10.5%**
- 선행종합지수 113.5(2025.11) → 117.5(2026.4)
- 반도체 수출 7 월 +178.7%, 수출 증가분의 69%

output gap 별 준칙금리. 갭이 플러스면 준칙금리는 5%에 접근한다.



자료: 대신증권 Research Center

IMF 추정 갭은 마이너스다

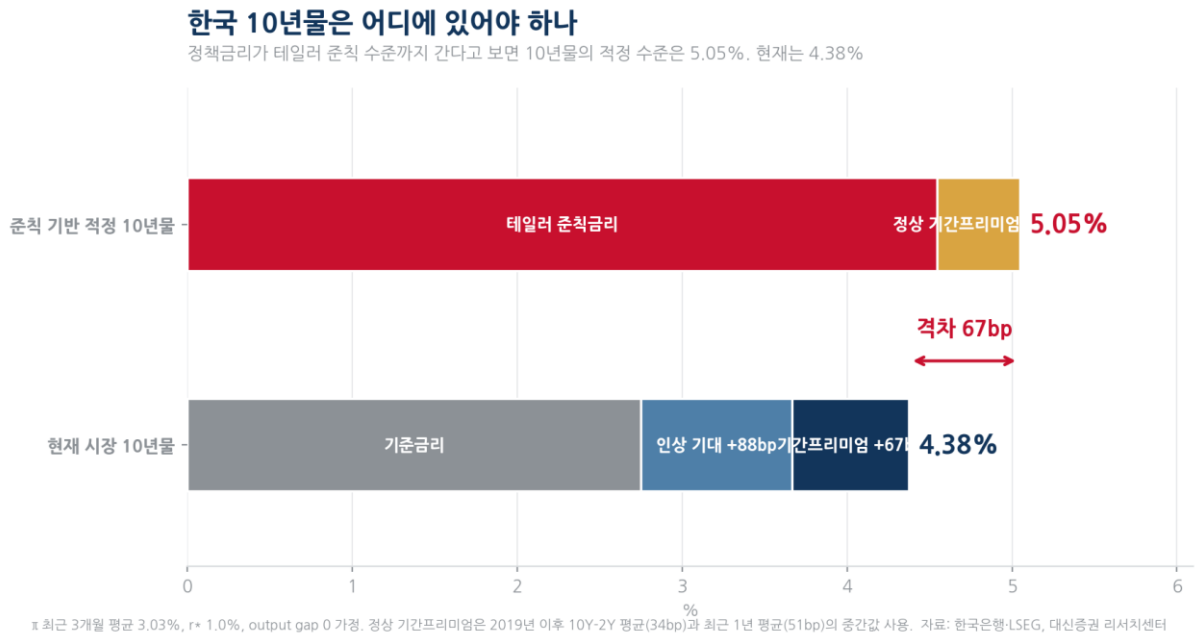
IMF는 한국·미국 모두 output gap을 마이너스로 본다. 다만 AI 설비투자 사이클이 반영되기 전 수치로 보인다. 이 글의 판단은 갭이 이미 0 수준이고 capex가 지속되는 동안 유지된다는 것이며, 그렇다면 준칙금리는 더 오를 여지가 있다. 역산하면 현재 기준금리 2.75%가 정당화되려면 갭이 −3.6%여야 하는데, 앞의 지표들은 정반대를 가리킨다.

그래서 10 년물은 어디에 있어야 하나

여기서 10 년물의 적정 수준도 계산할 수 있다. 10 년물은 **정책금리 기대경로의 평균 + 기간프리미엄** 이므로, 앞항에 준칙금리를 넣으면 된다. 다만 한국은 기간프리미엄 모형 추정치가 없어 10 년물과 2 년물의 금리차로 근사한다. 2 년물에 이미 정책금리 기대가 반영돼 있어 그 차이가 장기 보유 대가에 가깝다. 정확한 값은 아니고 근사다.

정책금리가 준칙(4.55%)까지 간다고 보고 기간프리미엄을 한국 10 년–2 년 스프레드의 정상치인 50bp 로 잡으면 **적정 10 년물은 5.05%** 다. 현재 4.38%이니 67bp 낮다. (현재 스프레드 71bp, 2019 년 이후 평균 34bp, 최근 1 년 51bp)

한국 10 년물 구성 분해



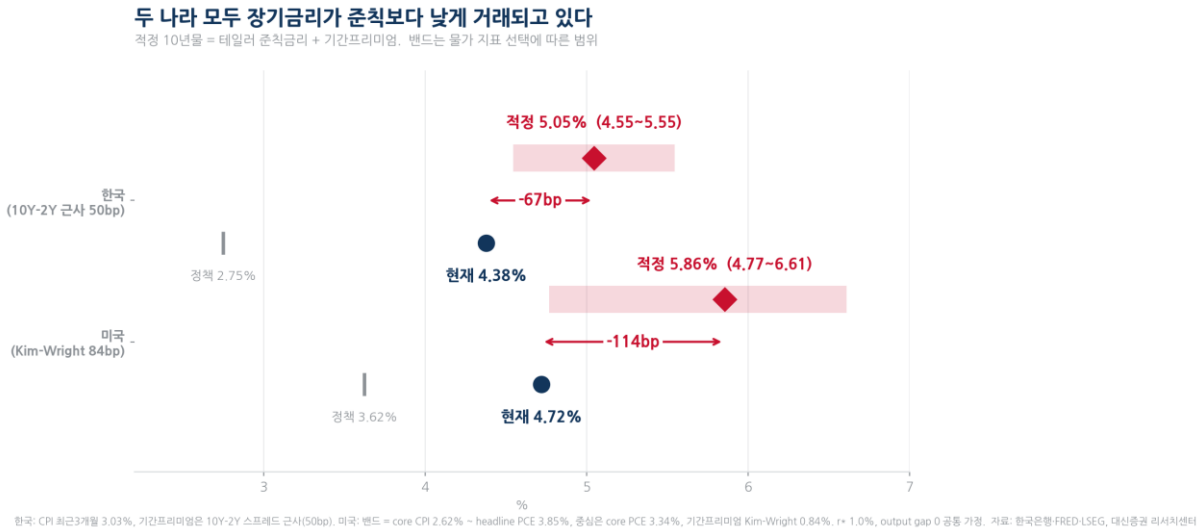
자료: 한국은행·LSEG, 대신증권 리서치센터 자체 계산

뒤집어 읽는 편이 더 유익하다. 현재 10 년물 4.38%에서 기간프리미엄 50bp 를 빼면 3.88%다. **시장은 정책금리가 준칙보다 67bp 낮은 곳에서 멈춘다고 보고 있다는 뜻이다**. r*를 0.5~1.5%, 기간프리미엄을 30~71bp 로 넓게 잡아도 적정 범위는 4.34~5.75%이고, 가장 보수적인 조합에서만 현재 수준에 근접한다.

같은 계산을 미국에 적용하면

미국은 근사가 필요 없다. Kim-Wright 기간프리미엄 0.84%를 그대로 쓸 수 있다. core PCE 최근 3 개월 3.34%를 넣으면 준칙금리가 5.02%인데 연방기금 목표는 3.63%다. 여기에 기간프리미엄을 더하면 **적정 10 년물 5.86%, 현재 4.72%로 괴리가 114bp** 다. 한국(67bp)보다 오히려 크다.

한국·미국 적정 10 년물 비교. 밴드는 물가 지표 선택에 따른 범위



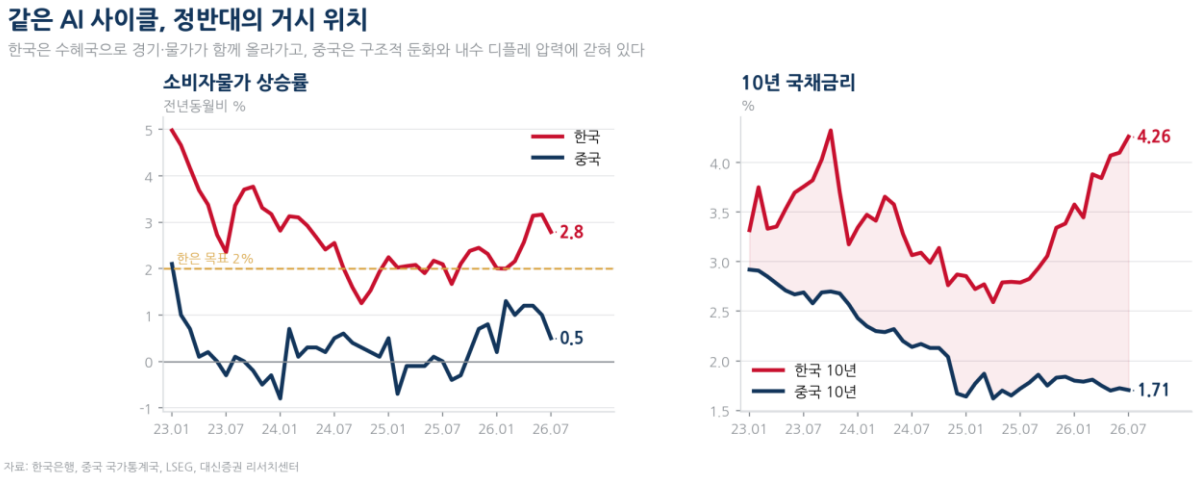
자료: 대신증권 Research Center

두 나라 채권시장 모두 중앙은행이 쥰직까지 가지 않는다고 프라이싱하고 있다. AI 로 output gap 이 실제로 닫혔다면 장기금리는 양쪽 다 더 오를 여지가 있다. 다만 물가 지표를 core CPI(2.62%)로 바꾸면 미국 적정치가 4.77%로 내려와 괴리가 5bp 로 줄어든다 — 범위로 봐야 한다.

같은 AI 사이클, 정반대의 거시 위치

소비자물가는 한국 2.8% vs 중국 0.5%(7 월), 10 년 금리는 한국 4.38% vs 중국 1.67%(8.18). 한국은 수혜국으로 경기와 물가가 함께 올라가고, 중국은 구조적 둔화와 내수 디플레 압력에 갇혀 있다. 국가 간 금리 격차를 설명하는 가장 단순하고 강한 틀이 여기 있다.

한국·중국 소비자물가와 10 년 국채금리



자료: 한국은행·중국 국가통계국·LSEG

일본 — 부호가 반대다

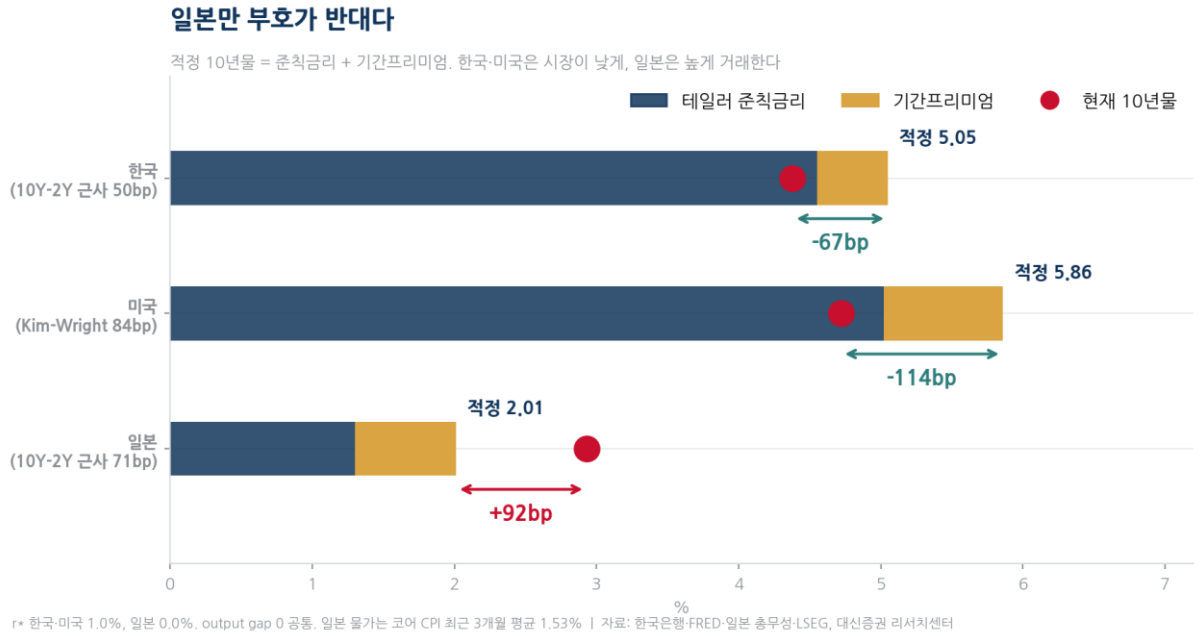
한국·미국은 시장이 준칙보다 낮게, 일본은 높게 거래한다

일본에도 같은 틀을 적용했다. 일본은행이 보는 물가는 **코어 CPI(신선식품 제외)** 인데, 최근 3 개월 평균이 1.53%로 **목표 2%를 밑돈다**. 2025 년 12 월 2.37%에서 계속 둔화된 결과다. 무담보 콜금리는 0.98%다.

r* 0%, output gap 0 을 넣으면 준칙금리가 1.30%다. 정책금리 0.98%는 준칙(1.30%)보다 32bp 낮을 뿐이다 — 한국(−180bp)이나 미국(−139bp)과 비교하면 **일본 정책금리는 물가 기준으로 크게 뒤처져 있지 않다.**

문제는 장기금리다. 기간프리미엄을 10 년–2 년 스프레드 정상치(71bp)로 잡으면 적정 10 년물이 2.01%인데 실제는 2.93%다. **+92bp**. 코어코어(2.07%)를 써도 +12bp 로 여전히 플러스다.

3 국 적정 10 년물 비교. 일본만 시장금리가 준칙 위에 있다



자료: 대신증권 Research Center

이것이 뜻하는 것

일본 물가는 목표 아래로 둔화되는데 장기금리만 올랐다. 통화정책 정상화 기대로는 설명되지 않는다는 뜻이고, 남는 설명은 **재정·수급 프리미엄**이다. 10년–2년 스프레드가 125bp로 2019~21년 평균 15bp의 여덟 배까지 벌어진 것도 같은 방향을 가리킨다. 시장이 일본은행의 행보가 아니라 일본 재정을 걱정하고 있다는 뜻이다.

Q4 — 엔 캐리 청산 리스크는

> **급성이 아니라 만성으로 온다.** 캐리 수익의 대부분은 금리차가 아니라 엔 약세에서 나왔고, 금리차 181bp는 엔이 1.8% 만 강세로 돌면 사라지는 얇은 쿠션이다. 다만 방아쇠가 통화정책에서 재정으로 바뀌었다.

수익은 금리차가 아니라 환에서 나온다

캐리 트레이드 는 저금리 통화로 조달해 고금리 자산에 투자하는 거래다. 엔으로 빌려 미국 국채를 사면 금리차만큼 수익이 난다. 일본이 30 년간 세계에 자금을 공급한 경로다. 조달 통화와 투자 자산의 통화가 다르므로 환율 변동이 손익에 그대로 반영되고, 이 환위험을 닫지 않는 것을 **무헤지**라 한다.

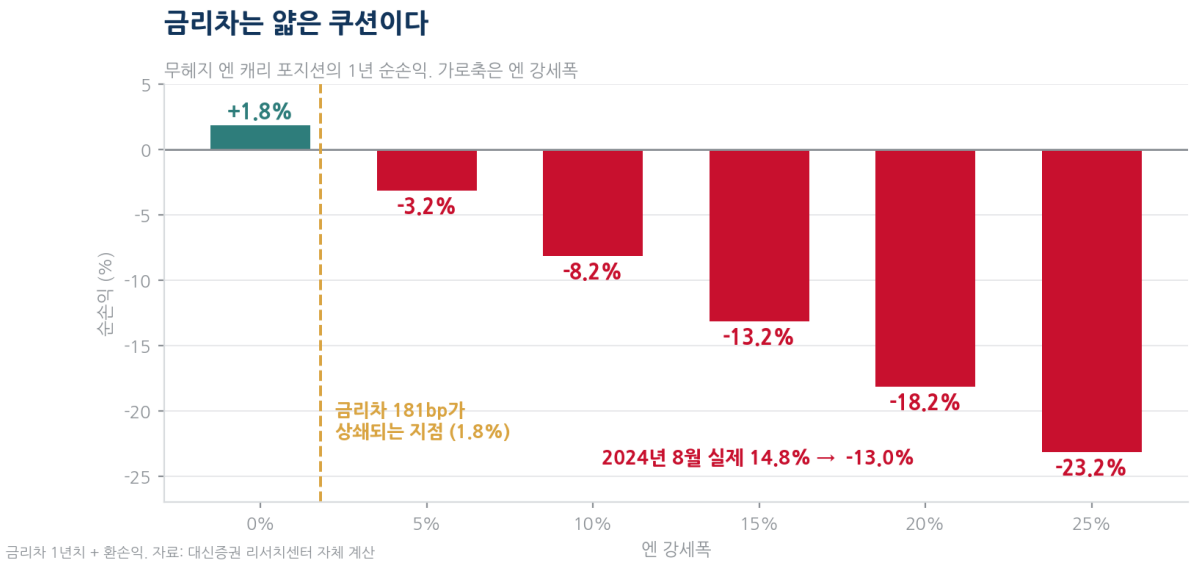
청산 위험을 보려면 먼저 수익의 구성을 뜯어봐야 한다. 엔으로 조달해 미국 10 년물을 사는 무헤지 포지션의 최근 1 년 수익은 약 **10.7%** 인데, 이 중 금리차 기여는 **2.8%p** 뿐 이고 나머지 **7.9%p** 는 전부 **엔 약세** 에서 나왔다. 2021 년 말 이후로 보면 누적 45.4%(연율 9.8%) 가운데 환차익이 38.7%p 다.

USD/JPY 와 미일 10 년 금리차

자료: LSEG

여기서 취약성이 드러난다. 현재 금리차는 181bp 다. **엔이 1.8%만 강세로 돌아서도 1 년치 금리차가 통째로 상쇄된다.** 2024 년 8 월에 실제로 벌어진 일이 참고가 된다 — 72 일 만에 엔이 14.8% 강세로 돌면서 161.69 엔에서 140.84 엔이 됐다. 같은 폭이 재현되면 무헤지 포지션은 1 년 순손익이 13% 손실이다.

무헤지 엔 캐리 포지션의 1 년 순손익 시뮬레이션



자료: 대신증권 Research Center

지금이 2024년 8월보다 취약한 이유 세 가지

① **누적 엔 약세폭이 더 크다.** 2021년 말 대비 38.7% 약세로, 되돌림 여지가 그만큼 크다.

② **쿠션이 얇아지고 있다.** 미일 10년 금리차가 봄철 190bp대에서 181bp로 좁아졌다. 금리차가 줄면 같은 엔 강세폭에서 손실이 커진다.

③ **일본 장기금리에 이미 재정 프리미엄이 얹혀 있다.** 준칙 대비 +92bp. 재정 우려로 JGB가 더 오르면 일본 자금의 국내 회귀 유인과 캐리 손실이 동시에 발생한다.

다만 완화 요인도 분명하다. 일본 물가가 목표 아래로 둔화돼 **일본은행이 급하게 올릴 이유가 없다.** 2024년 8월 청산의 방아쇠가 일본은행의 예상 밖 인상이었다는 점을 감안하면, 그 경로의 확률은 당시보다 낮다.

그래서 어떻게 되나

기본 시나리오는 2024 년 8 월식 급성 청산이 아니라 계단식 되돌림이다. 방아쇠가 바뀌었기 때문이다. 그때는 일본은행의 예상 밖 인상이 하루 만에 포지션을 뒤집었지만, 지금 일본 물가는 목표 아래라 그 경로가 막혀 있다. 대신 재정이 그 자리를 대신한다. 재정은 통화정책처럼 특정 회의 날짜에 터지지 않는다. 국채 입찰과 수급을 통해 몇 달에 걸쳐 스며든다. 문제는 그 완만함이 안전을 뜻하지 않는다는 점이다.

쿠션이 1.8%밖에 안 되므로 계단식 되돌림에서도 무헤지 포지션은 계속 손실을 낸다. 그리고 재정발 경로에는 고약한 성질이 하나 있다 — JGB 금리 상승과 엔 강세가 동시에 온다. 일본 기관이 국내로 돌아오면 해외 자산을 팔고 엔을 사기 때문이다. 캐리 손실과 미국 장기금리 상승이 같은 방향으로 겹치는 구간이 만들어진다.

포지션 관점의 결론은 단순하다. 지금 무헤지 엔 캐리는 리스크-리워드가 나쁘다. 181bp 를 얻으려고 38.7% 누적된 엔 약세의 되돌림 위험을 지는 구조다. 그렇다고 환헤지를 걸면 헤지비용이 금리차와 같아져 수익이 사라진다. 결국 캐리를 하려면 환을 열어야 하고, 환을 열면 그건 캐리가 아니라 환 베팅이다.

감시할 세 개의 선을 정해둔다. 엔 150 엔 (현재 159.6 엔에서 6% 강세) 하향 이탈이 1 차 경보, 미일 10 년 금리차 150bp 하회는 쿠션 소진, JGB 30 년 4.5% 돌파는 재정 경로의 전면화다. 셋 중 둘이 겹치면 계단식이 아니라 급성으로 전환됐다고 봐야 한다.

Q5 — 앞으로 어떻게 될까

> **높은 실질금리가 이어진다.** 경기 둔화가 와도 장기금리는 크게 내려오지 않는다. 다음 충격은 일본 재정에서, 급락이 아니라 계단으로 온다.

그런데 크레딧은 침묵하고 있다

회사채 금리에서 같은 만기 국채 금리를 뺀 것이 **신용 스프레드**다. 시장이 매긴 부도 위험의 값으로, 벌어지면 위험을 크게 보는 것이고 좁아지면 그 반대다. 신용등급이 높은 쪽이 투자등급, 그 아래가 하이일드다. 실질금리가 2023 년 10 월 고점(2.52%)에 근접한 수준인데 하이일드 스프레드는 2.7%, 투자등급은 0.81%로 사이클 최저권이다.

돈값은 비싸졌는데 기업이 망할 걱정은 사상 최저 수준이라는, 언뜻 어울리지 않는 조합이다. 해석은 셋이다.

- **합리적이다** — 높은 실질금리가 높은 실질성장(AI 생산성)을 반영한다면 신용위험은 낮다.
- **미가격이다** — 차환 만기가 아직 도래하지 않아 부채비용 상승이 손익에 반영되지 않았다.
- **유동성이다** — 크레딧 수요가 펀더멘털과 무관하게 강하다. 어느 쪽인지가 내년 최대 쟁점이다.

어느 쪽인지가 내년 최대 쟁점이다

ICE BofA OAS

자료: FRED

재정 — 부채의 산수가 바뀌었다

부채비율의 향방은 **실질금리와 실질성장률의 대소**로 정해진다. 성장률이 금리보다 높으면 부채비율은 저절로 낮아지고, 반대면 높아진다. 2010 년대는 전자였고 그래서 적자를 내도 부채비율이 안정됐다. 지금은 그 경계에 있다.

정확히는 부채비율 변화가 (r − g) × 부채비율에서 기초재정수지를 뺀 값으로 움직인다. 기초재정수지란 이자 지출을 빼고 계산한 재정수지다. 미국 10 년 실질금리 2.44%를 잠재 실질성장률 추정치(대략 2% 안팎)와 비교하면 경계선 또는 그 위다. 기간프리미엄 +0.84%는 시장이 재정 리스크를 명시적으로 가격에 넣기 시작했다는 신호로 읽힌다. 다만 여기서 r 은 정부의 평균 실질조달금리 이지 신규 10 년물 금리가 아니다. 정부 빚에는 과거 낮은 금리로 발행한 국채가 많이 남아 있어, 평균 조달금리는 훨씬 천천히 올라간다.

투자 — 자본비용 재설정

장기 현금흐름 자산의 현재가치 계산이 근본적으로 달라졌다. 이 금리에서도 AI 설비투자가 진행된다는 것은, 기대수익률이 매우 높거나 자본비용을 과소평가했거나 둘 중 하나다. 국채가 높은 실질금리를 제시하면 민간투자가 밀려나는데, 그 구축 효과는 AI 외 부문에서 먼저 나타날 것이다. 세계 실질금리 상승은 신흥국 조달의 기준선도 함께 올린다.

한국 — 자본비용 상승폭이 가장 크다

10 년물이 2.78%에서 4.38%로 올랐다. 미국의 세 배가 넘는 상승폭이다. 앞에서 봤듯 준직 대비로는 아직 67bp 낮은 자리이므로, 조달비용 상승이 여기서 끝났다고 보기 어렵다. 회사채와 대출금리의 기준선이 함께 올라가는 국면이 이어진다.

기본 시나리오 — 높은 실질금리의 지속

금리를 끌어내리는 힘이 지금은 어느 쪽에서도 나오지 않고 있다. 정부는 여전히 대규모로 빌리고 있고, AI 설비투자는 진행형이며, 경기는 꺾이는 신호를 내지 않는다. 세 조건이 각각 어디까지 와 있는지는 Q6 에서 하나씩 점검한다.

따라서 기본 시나리오는 **경기 둔화가 와도 장기금리는 크게 내려오지 않는 국면** 이다. 미국 10 년물이 4%를 하회한다면 그것은 정상화가 아니라 침체 신호로 읽어야 한다. 지금 수준(4.5~5.0%)이 새로운 중립 레인지라고 보는 편이 데이터에 맞다.

나라별로 어디로 가는가

미국	준칙 대비 -114bp → 하방보다 상방 리스크
한국	준칙 대비 -67bp + 인상 사이클 진행 → 상방
일본	**준칙 대비 +92bp → 커브 추가 스티프닝**

미국은 시장이 "연준이 준칙까지 가지 않는다"에 114bp 를 걸고 있다. core PCE 가 3.34%에서 2%대로 내려오지 않는 한 이 베팅은 위험하다. 물가가 고착되면 준칙금리 자체가 안 내려오고, 장기금리는 지금보다 올라갈 여지가 남는다.

한국은 세 나라 중 정책금리가 준칙에서 가장 멀다(-180bp). 한국은행은 이미 인상으로 돌아섰고 물가는 3%대다. 시장금리가 계산값보다 67bp 낮다는 것은 한국은행이 그만큼까지는 올리지 않으리라고 시장이 보고 있다는 뜻이다. 추가 인상이 현실화되면 그 격차가 좁혀지면서 장기금리가 오른다.

일본이 다음 진앙이다. 물가는 목표 아래라 일본은행은 천천히 갈 수밖에 없는데, 장기금리는 재정 때문에 오른다. 정책금리와 장기금리가 서로 다른 이유로 벌어지는 구간 이고, 그 결과는 커브의 추가 스티프닝이다. 10 년-2 년이 이미 125bp 인데 여기서 더 벌어질 수 있다.

다음 충격은 일본 재정에서 온다

세 나라를 한 화면에 놓으면 취약점이 어디인지 보인다. 미국과 한국은 시장금리가 계산값보다 낮다 . 시장의 예상이 빗나가면 금리가 위로 조정되는데, 이건 가격의 문제다. 일본만 시장금리가 계산값보다 높고 , 그 웃돈의 근거가 통화정책이 아니라 재정이다. 이건 신용의 문제에 가깝다.

그래서 예상하는 경로는 이렇다. 일본 재정 우려로 JGB 장기금리가 먼저 오르고, 그것이 엔 강세와 일본 자금의 국내 회귀를 부르고, 그 자금이 빠져나간 자리에서 미국·한국 장기금리가 함께 오른다. 2024 년 8 월과 달리 하루 만에 오지 않는다. 국채 입찰과 수급을 통해 몇 달에 걸쳐 스며든다. 급성이 아니라 만성이라는 점이 오히려 대비를 어렵게 만든다.

> **한 문장으로**
>
> 이번 금리 상승은 유가도 경기도 아닌 자본의 실질가격 재설정이며, 정부와 AI 기업이라는 두 수요가 물러서지 않는 한 되돌려지지 않는다. 그리고 다음 충격은 통화정책이 아니라 **일본 재정**에서, 급락이 아니라 계단으로 올 것이다.

Q6 — 그럼 금리가 내리려면

세 가지 중 하나가 필요하다. 정부 차입이 줄거나, AI 투자가 식거나, 경기가 꺾여 민간 수요 전반이 위축되거나. 지금은 셋 다 반대 방향을 가리킨다. 흔히 후보로 꼽히는 중국 회복은 조건이 아니다 — 오히려 금리를 밀어올린다.

조건 ① 정부가 덜 빌려야 한다

미국 12 개월 누적 재정적자는 1.66 조달러다. 1 년 전 1.99 조달러에서 줄기는 했지만 2 년 전(1.73 조달러)과 비슷한 수준이고, 시장성 국채 잔액은 여전히 1 년에 2.4 조달러씩 불어난다. 적자가 조금 줄어드는 것으로는 부족하다. **기초재정수지가 흑자로 돌아서야** 국채 공급이 실제로 감소한다.

이 조건이 진행되는지는 기간프리미엄으로 확인할 수 있다. 현재 +0.84%인데, 재정 프리미엄이 빠지려면 **0.3% 아래**로 내려와야 한다. 지금은 오히려 2021 년 말 마이너스에서 플러스로 돌아선 직후다.

조건 ② AI 투자가 식어야 한다

거시 통계보다 무역 통계가 빠르다. 한국 수출에서 반도체 비중은 7 월 41.5%, 8 월 상순 46.8%다. 7 월 수출 증가분의 69%가 반도체 하나였다. 둔화 신호는 아직 없다.

주목할 점은 **반도체를 빼도 수출이 25.5% 늘고 있다**는 것이다. AI 사이클이 반도체 밖으로 번져 있다는 뜻이고, 그만큼 식는 데 시간이 걸린다는 뜻이기도 하다. 확인할 지표는 메모리 고정거래가격, 반도체 제외 수출 증가율, 그리고 미국 빅테크의 설비투자 가이던스다.

조건 ③ 경기가 꺾여야 한다

가장 확실하지만 가장 원치 않는 경로다. 민간 투자수요 전반이 무너지면 실질금리는 내려온다. 그런데 지금 지표는 반대다. 미국 실업률은 4.3%에서 **4.1%로 내려왔고**, 하이일드 스프레드는 2.70%로 사이클 최저권이며, 미국 2 년-10 년 금리차는 +55bp 로 역전 상태가 아니다.

그래서 미국 10 년물이 4%를 하회한다면 그것은 정상화가 아니라 **침체 신호**로 읽어야 한다. 금리 하락을 반기기 전에 무엇이 그것을 만들었는지 먼저 봐야 한다는 뜻이다.

중국 회복은 조건이 아니다 — 방향이 반대다

중국이 살아나면 금리가 내려갈 것 같지만 반대다. 지금 중국은 내수가 부진해 저축이 투자를 넘고, 그 남는 돈이 경상흑자를 통해 세계로 흘러나가 **세계 금리를 눌러주고 있다.** 중국 10년물 1.67%, 소비자물가 0.5%, 2년-10년 금리차 44bp라는 평탄한 커브가 그 상태를 보여준다.

중국이 회복하면 그 돈은 국내 투자로 흡수된다. 세계 저축 공급이 줄어드는 것이므로 실질금리는 **내려가는 게 아니라 올라간다.** 중국의 디플레는 지금 이 국면에서 금리를 낮추는 몇 안 되는 힘 중 하나다.

이 진단이 틀렸다면 어디서 드러나는가

→ **기대인플레(BEI·5y5y)** 현재 2.28% / 2.31%. 2.6% 위로 올라가면 이건 r* 이야기가 아니라 인플레 이야기가 된다.

→ **기간프리미엄** 현재 +0.84%. 0.3% 아래로 내려오면 구조가 아니라 수급이었다는 뜻이다.

→ **대일본 금리차** 현재 181bp. 100bp 아래로 좁혀지면 일본 자금의 환류 압력이 실제로 커진다.

→ **일본 30년물** 현재 4.12%. 4.5%를 넘으면 부채 부담과 인상 여력의 충돌이 전면화된다.

→ **중국 10년물** 현재 1.67%. 2.5% 위로 올라가면 디플레 탈출. 세계 저축·수요 구도가 다시 바뀐다.

→ **유가와 기대인플레의 동행 재개** 유가가 오르는데 BEI와 5y5y가 *함께* 올라오면 유가 서사가 살아난다. 지금은 갈라져 있다.

→ **엔 환율** 현재 159.6엔. 1.8% 강세만 나와도 캐리 1년치가 상쇄된다. 150엔 하향 이탈이 1차 경보.

→ **일본 코어 CPI** 현재 1.53%(3개월). 2% 위로 재가속하면 일본은행 인상 경로가 살아나고 청산 확률이 올라간다.

→ **하이일드 OAS** 현재 2.7%. 400bp 위로 벌어지면 크레딧의 침묵이 끝난 것이다.

이 글이 하지 않은 것

제목은 r*이지만 여기서 r*를 **추정하지 않았다**. 시장 실질금리(TIPS)로 대리했을 뿐이다. r* 추정은 Laubach-Williams 계열 모형의 영역이며, 그 추정치들도 표준오차가 크다. 시장 실질금리 상승이 r* 상승을 뜻하려면 그것이 순환적이 아니라 지속적이어야 하고, 그 판별은 아직 열려 있다.

한눈에 — 핵심 수치 요약

지표	값	비고
미국 10 년	4.72%	실질 2.44% + 기대인플레 2.28%
10 년 실질금리	2.44%	2021 년 말 -1.04% → +348bp
기간프리미엄	+0.84%	2021 년 말 -0.06%
일본 10 년	2.93%	2021 년 말 0.07%
일본 30 년	4.12%	2021 년 말 0.69%
중국 10 년	1.67%	일본보다 1.27%p 낮다
美 시장성 국채	29.1 조	1 년간 +2.4 조달러
美 10Y-日 10Y	181bp	2021 년 말 144bp 보다 넓다
한국 준직금리	4.55%	기준금리 2.75% 대비 -180bp
한국 10 년	4.38%	주요국 중 상승폭 최대
한국 적정 10 년물	5.05%	현재 대비 -67bp
미국 적정 10 년물	5.86%	현재 대비 -114bp
일본 적정 10 년물	2.01%	현재 대비 +92bp — 부호 반대
USD/JPY	159.6	2021 년 말 대비 38.7% 엔 약세

출처: Reuters, LSEG, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 본 자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 정보를 제공할 목적으로 인공지능(AI) 기술을 활용하여 생성되었으며, 투자권유를 목적으로 하지 않습니다. AI 생성 특성상 오류가 포함될 수 있습니다.
- AI 가 생성한 본 자료의 내용은 금융투자분석사가 최종 검수하였으나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다.