

Macro Flash

일본 엔화 강세 점검

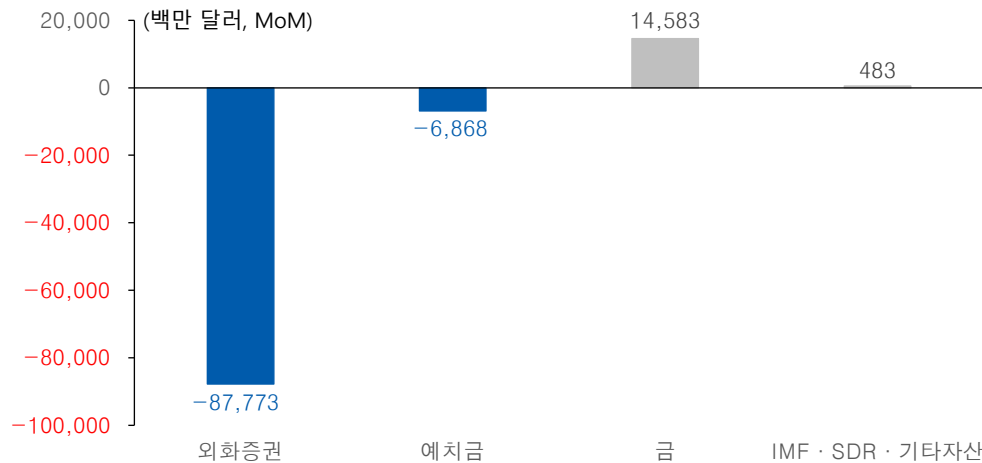
김호정 Economist
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant
jiyeon.lim@yuantakorea.com

Key Summary

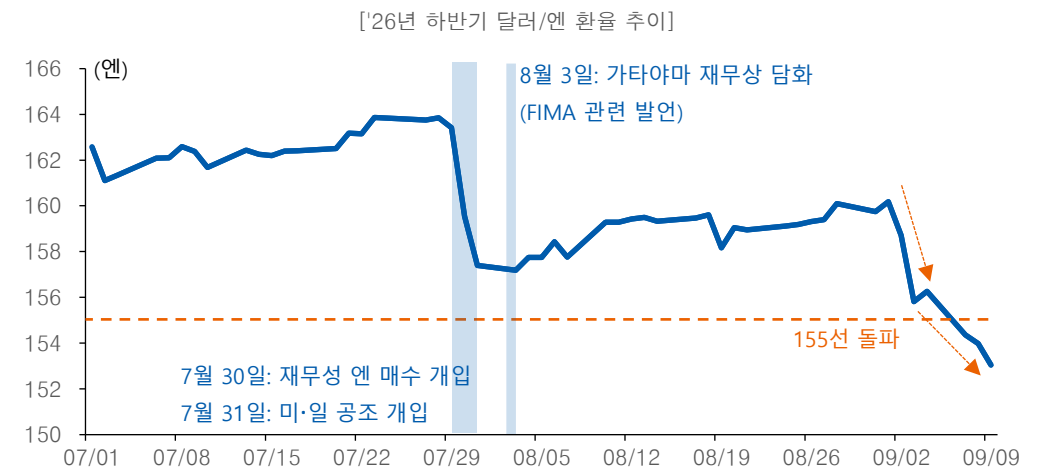
- 1) **개입 재원:** 7~8월 개입 과정에서 일본의 외화증권과 연준 보관 미 국채가 함께 큰 폭 감소한 점을 감안하면, **미 국채 매각이 주요 재원 조달 수단이었을 가능성이 높음.**
- 2) **FIMA 미사용:** 공개 통계상 이번 개입에서 **대규모 FIMA 사용은 확인되지 않음.** 기존 예치금과 증권 매각·만기상환금으로 필요한 달러를 확보할 수 있었던 만큼, FIMA는 당장 사용할 재원이라기보다 **향후 미 국채 급매를 줄이기 위한 보조 조달수단으로 남겨둔 것으로 판단.**
- 3) **BOJ 금리 인상 여건:** 임금과 실질 구매력 개선은 추가 금리 인상을 뒷받침하지만, **GDP 상향은 순수출 영향이 커 내수 회복이 강하다고 보기는 어려움.**
- 4) **전망:** BOJ 인상 기대가 상당 부분 반영된 만큼 최근과 같은 가파른 엔화 강세는 진정될 전망. **9월 18일 BOJ 금리결정 이후 157엔 부근까지 되돌린 뒤, 개입 여력과 기관 환헤지 확대를 바탕으로 연말 152엔 재강세를 예상.**

[그림 1] '26년 8월 외환보유액 감소의 항목별 구성



자료: 재무성, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 일본 재무성, 7월 30일~8월 26일 총 15조 3,993억엔 규모의 엔화 매수 개입



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

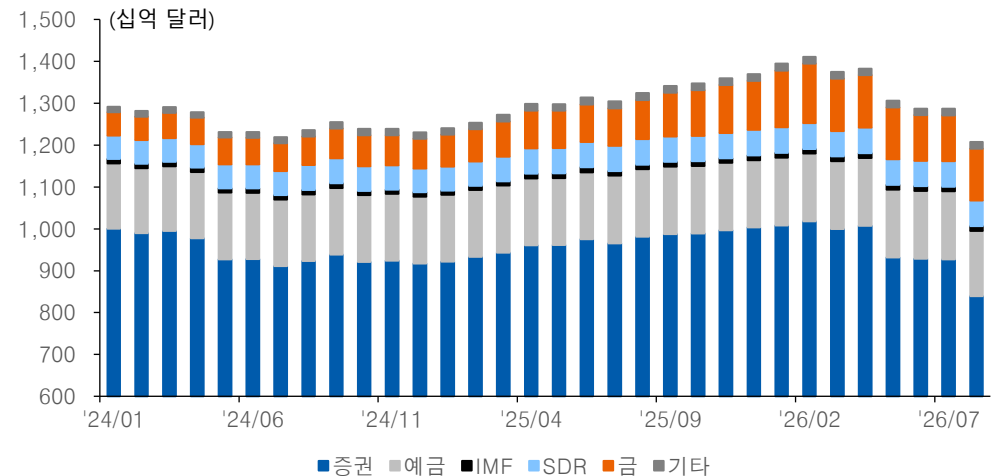
8월 외환보유액: 증권자산 중심 감소

- 일본은 7월 30일~8월 26일 15.4조 엔 규모의 외환시장 개입을 실시. 같은 기간 8월 외화준비금은 946억 달러 감소했으며, 이 가운데 외화증권이 878억 달러, 예치금이 69억 달러 감소. 금 평가액 상승으로 전체 준비자산 감소폭은 796억 달러로 축소.
- 대규모 개입과 함께 외화증권이 큰 폭으로 줄었다는 점에서 **미 국채 매각이 주요 자원 조달 수단이었을 가능성이 높음**. 다만 외화증권에는 미 국채 외 자산과 환율·가격 변동도 포함되기 때문에 외화증권 감소액을 미 국채 매각액으로 그대로 볼 수는 없음.
- 미 국채가 만기 도래한 뒤 재투자되지 않은 경우에도 증권 잔액은 감소할 수 있음. 다만 이번처럼 감소폭이 큰 경우 만기상환만으로 전체 변화를 설명하기는 어려운 것으로 판단.

연준 보관 미 국채도 동반 감소

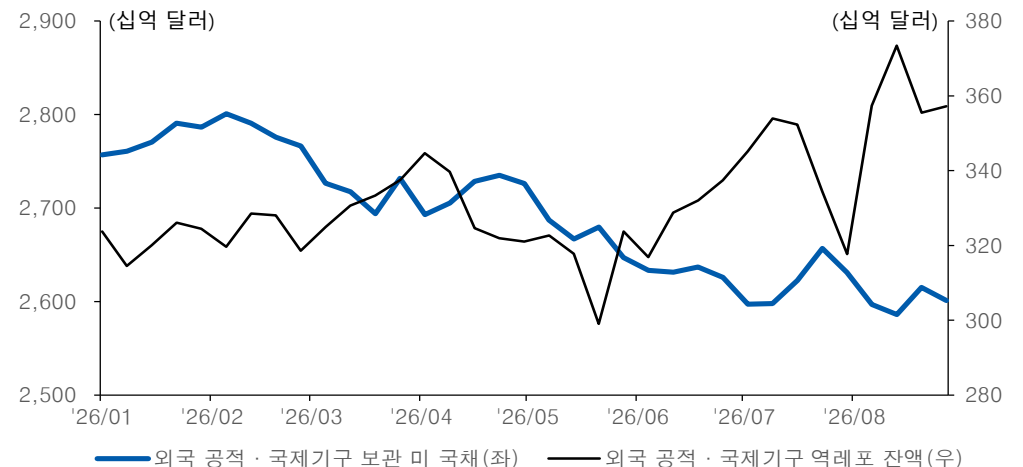
- 해외 공적기관이 연준에 보관한 미 국채는 7월 29일~8월 12일 약 598억 달러 감소했고, 8월 19일까지 감소폭이 705억 달러로 확대. 이후 일부 회복했지만 9월 2일에도 7월 29일 대비 554억 달러 낮은 수준.
- 해당 통계는 액면가 기준이어서 채권가격 하락에 따른 감소가 아님. 일본의 외화증권 감소 시기와 겹친다는 점에서 **미 국채가 개입 재원으로 활용됐을 가능성을 추가로 뒷받침**.
- 다만 연준 보관 통계는 일본만이 아닌 해외 공적기관 전체를 합산한 수치이며, 만기상환이나 보관기관 변경도 영향을 줄 수 있음. 따라서 현재 공개자료만으로 일본의 정확한 미 국채 매각 규모나 매각 만기를 특정하기는 어려움.

[그림 3] 일본 외환보유액 구성: 8월 외화증권이 전월 대비 약 878억 달러 감소



자료: 재무성, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 최근 해외 공적·국제기구 계정이 보관한 미 국채는 줄어든 반면, 외국 공적계정의 역레포 잔액은 늘어난 상태

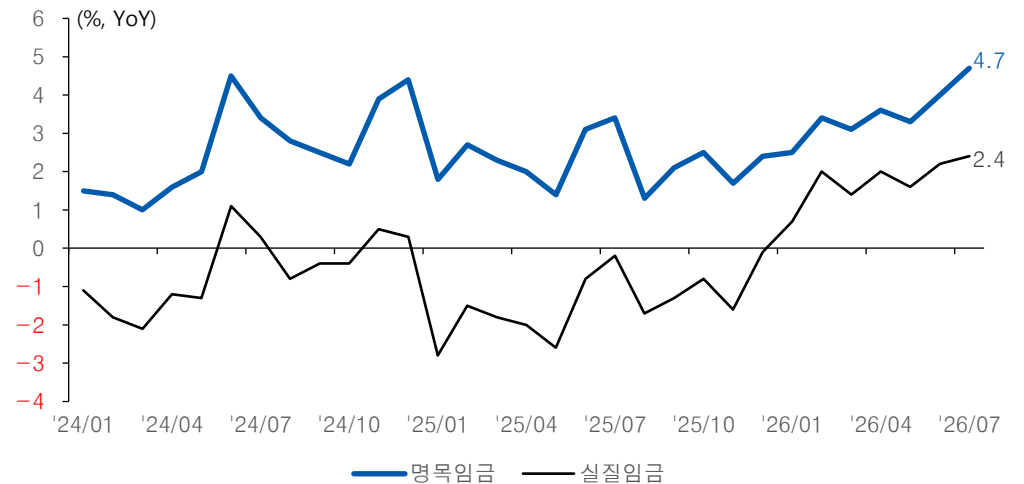


자료: Fred, 유안타증권 리서치센터

임금 상승과 실질 구매력 개선은 추가 금리 인상 여건을 지지

- 9월 8일 발표된 7월 명목 현금급여는 전년 대비 4.7%, 실질임금은 2.4% 증가. 물가를 감안한 임금이 개선되면서 가계 구매력과 향후 소비 여건도 점차 나아지는 모습.
- 소정내급여가 4.1%, 특별급여가 6.3% 증가해 정기급여와 특별급여가 함께 상승. 최근 임금 증가를 일회성 요인만으로 보기는 어려움.
- 다만 공통사업체 기준 일반근로자의 소정내급여 증가율은 2.7%로 전체 표본보다 낮았음. 임금 개선 흐름은 분명하지만, 지표 전반에서 같은 정도의 가속이 나타난 것은 아님.

[그림 5] '26년 일본 명목 및 실질임금 모두 개선되는 흐름

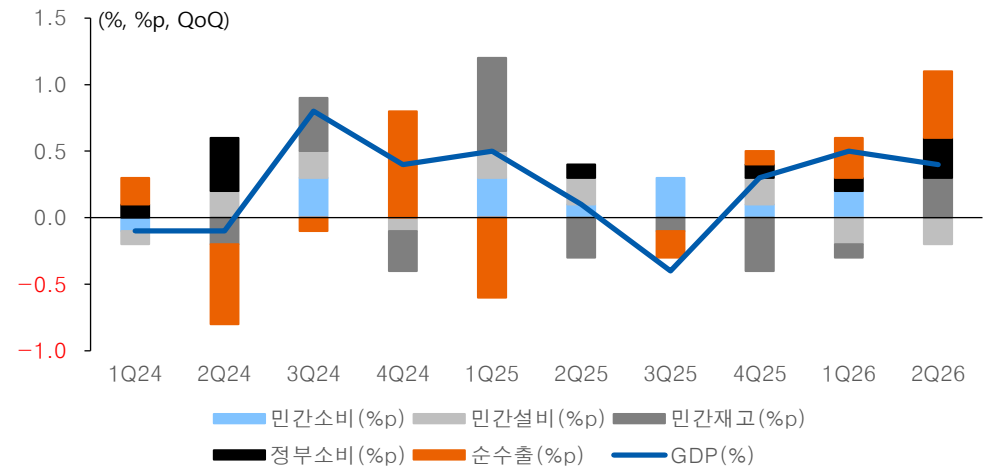


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터
주: 실질임금은 5명 이상 사업체 대상 기준 수치

GDP는 상향됐지만 내수 회복은 여전히 더딘 모습

- 2분기 실질 GDP는 전기비 0.4%, 연율 1.4%로 상향 조정. 다만 민간소비는 보험에 그쳤고 설비투자는 0.9% 감소해, 성장률 상향을 내수 회복의 신호로 보기는 어려움.
- 실제로 내수의 성장기여도는 -0.1%p였던 반면 순수출은 +0.5%p를 기록. 수출이 0.4% 증가한 가운데 수입이 1.7% 감소하면서 순수출이 성장률을 끌어올린 영향이 컸음.
- 종합하면, 경기 회복 자체는 강하지 않지만 임금 상승과 실질 구매력 개선은 BOJ의 추가 정상화를 뒷받침. GDP 상향만으로 수요 압력이 강해졌다고 보기는 어렵지만, 임금 상승의 물가 전가가 이어지고 금융여건도 여전히 완화적인 만큼 물가 상방 위험에 대응한 9월 금리 인상 근거는 유지되는 것으로 판단.

[그림 6] 일본 2분기 실질 GDP 성장 기여도: 민간소비는 보험인 반면, 순수출이 성장률을 끌어올림



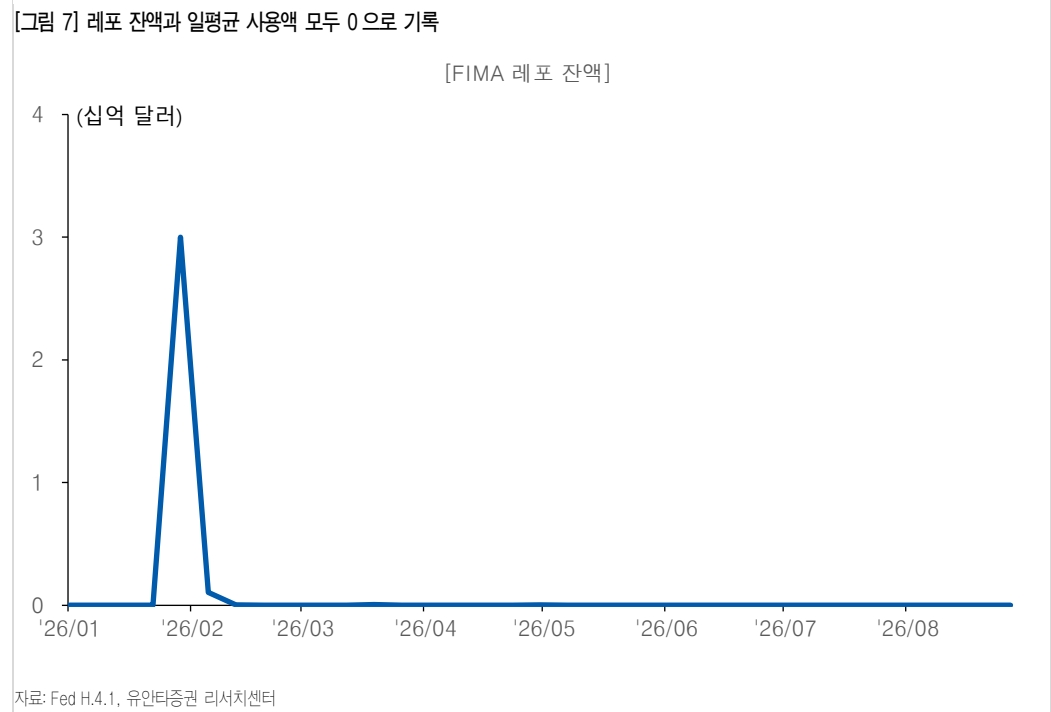
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Q&A

Q1. 이번 개입에서 FIMA 는 실제로 활용됐나?

A. 공개 통계상 대규모 FIMA 사용은 확인되지 않음. 이번 개입은 기존 외화자산으로 재원을 마련한 것으로 판단

- 연준 H.4.1에 따르면 개입 직후인 8월 5일 종료 주간의 외국 공적기관 레포 잔액과 일평균 사용액은 모두 0. 따라서 당시 대규모 FIMA 차입을 통해 개입 재원을 조달했다는 정황은 확인되지 않음.
- 7월 31일 공조 개입이 먼저 이뤄졌고, 일본 재무성은 8월 3일 담화에서 FIMA를 ‘향후 활용할 예정’이라고 밝힘. 이미 집행한 개입 재원을 FIMA로 조달했다는 의미는 아니며, 사용 시한이나 미 국채 매각 제한도 별도로 제시하지 않았음. 따라서 FIMA를 즉시 사용하지 않았다고 해서 기존 합의와 배치된다고 보기는 어려움.
- 당시 일본은 보유 예치금과 증권 매각·만기상환 등을 통해 필요한 달러를 확보할 수 있었던 것으로 추정. 반면 FIMA는 익일 또는 7일 뒤 상환해야 하는 차입이기 때문에, 당장 보유자산으로 대응할 수 있는 상황에서는 활용 유인이 크지 않았을 가능성.
- 외환보유액 발표 다음 날인 9월 8일에도 가타야마 재무상은 공조 개입 당시부터 미·일 간 대응 방침에 변화가 없다고 재확인. 개별 미 국채 매각에 미국의 사전 동의가 있었는지는 확인되지 않지만, 적어도 이번 자원 조달이 양국 간 공개적인 마찰로 이어졌다고 볼 근거는 부족.



Q2. 일본은 왜 FIMA 보다 기존 외화자산을 먼저 활용했나?

A. 이미 보유한 달러를 사용할 수 있다면, 굳이 추가로 차입해 상환 부담을 질 필요가 없기 때문

- FIMA는 미 국채를 담보로 연준에서 달러를 빌리는 제도. 차입한 달러는 익일 또는 7일 뒤 갚아야 하므로 개입 이후 상황에 필요한 달러를 다시 마련해야 함.
- 반면 기존 예치금이나 미 국채 만기상환금 등을 활용하면 별도의 차입과 상환이 필요하지 않음. 따라서 즉시 사용할 수 있는 달러가 충분하다면 보유자산을 먼저 쓰는 편이 단순하고 비용도 낮음.
- FIMA의 장점은 다른 데 있음. 개입 결제 시점과 자금 유입 시점이 맞지 않거나, 시장 유동성이 악화돼 미 국채를 급하게 매각하기 어려운 상황에서 단기 달러를 조달하는 수단으로 활용할 수 있음.
- 따라서 이번 미사용은 FIMA의 필요성이 사라졌다는 의미라기보다, 당시에는 기존 외화자산만으로도 개입 재원을 마련할 수 있었기 때문으로 판단.

Q3. FIMA 를 활용할 경우 비용 부담은 어느 정도인가?

A. 연 3.50%의 예치금을 직접 사용하는 경우보다 FIMA 익일물 차입 시 연율 기준 0.25%p의 추가 이자 부담이 발생

- FIMA 익일물 금리는 3.75%, 연준 해외 공적기관 역레포의 기준 수익률은 3.50% 수준. 3.50%의 이자를 받는 자금을 그대로 둔 채 3.75%에 새로 차입하면 연율 기준 0.25%p의 추가비용이 발생.
- 거래 상대방별 잔액 한도인 600억 달러를 익일물로 차입하고, 같은 금리로 차환해 7일간 유지한다고 가정하면 지급이자는 약 4,375만 달러. 같은 기간 보존한 예치금의 이자수익은 약 4,083만 달러로, 예치금을 직접 사용하는 경우보다 약 292만 달러의 비용이 더 발생.
- 따라서 인출 가능한 달러가 충분하다면 예치금 사용이 경제적. FIMA의 추가비용은 달러 현금을 보존하거나 시장이 불안할 때 미 국채 급매를 피하기 위해 지불하는 일종의 유동성 비용으로 볼 수 있음.

[표 1] FIMA 비용 비교: 600억 달러·7일 단순 가정

항목	금액 (백만 달러)
예치금 인출 시 포기하는 이자수익	40.83333333
FIMA 차입 시 지급 이자	43.75
FIMA 사용 추가비용	2.91666667
연율 금리 차이 (percentage points)	0.25

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

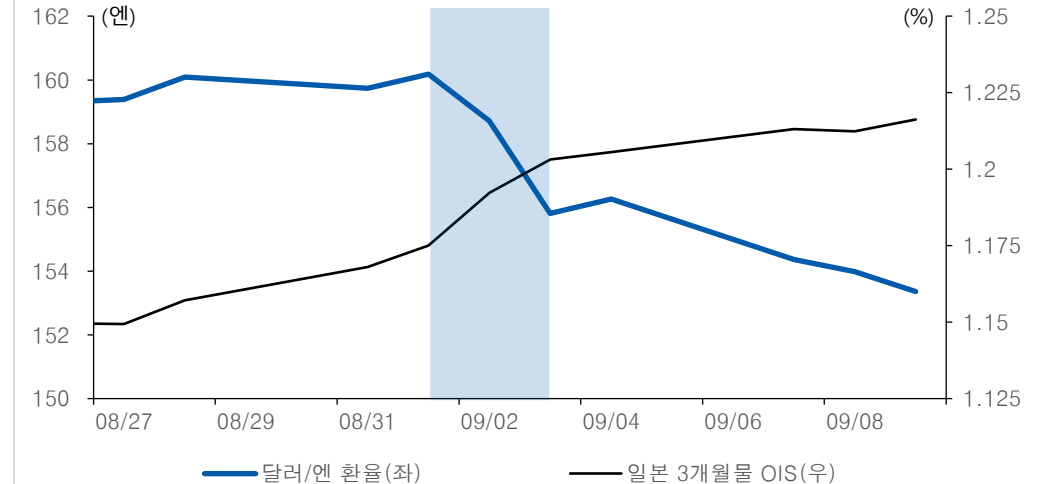
주: 600억 달러는 거래상대방별 총 outstanding limit 가정이며 실제 일본 차입을 의미하지 않음. 또한, 연 360일단리, 익일물 차입금리와 예치금 수익률이 7일간 유지된다는 가정. 일본의 실제 거래 추정치 아니며 담보·거래비용은 제외. 실제 7일물 FIMA 금리는 원칙적으로 1주 OIS+25bp. 해외 공적기관 역레포 수익률은 ON RRP와 대체로 동일하나 뉴욕연은이 조정할 수 있음

Q4. 9월 들어 엔화가 급격히 강세를 보인 것은 일본 당국의 추가 개입 때문인가?

A. 현재로서는 추가 개입으로 볼 근거가 부족. BOJ의 금리 인상 기대가 높아진 가운데 기존 엔 매도 포지션의 청산이 겹치면서 강세폭이 커진 것으로 판단

- 최근에는 9월 금리 인상 여부뿐 아니라 이후 인상 속도에 대한 시장 기대도 높아지는 모습. 9월 2일 다카타 위원은 기존의 반기별 인상 간격에 얽매이지 않는 기민한 정책 대응을 강조. 이에 따라 낮은 엔화 금리가 장기간 유지될 것이라는 기대가 약해지면서 엔 매도 전략의 매력도 낮아진 것으로 해석.
- 9월 8일 발표된 임금 지표도 이러한 기대를 뒷받침. 7월 명목임금은 전년 대비 4.7%, 실질임금은 2.4% 증가해 임금 상승세와 가계 구매력 개선이 확인됐으며, 이는 BOJ의 추가 금리 인상에 힘을 실는 요인.
- 금리 전망이 바뀌면 기존 엔 매도 포지션도 조정될 수 있음. 엔화 조달금리 상승과 엔화 강세에 따른 환차손 우려가 동시에 커지면서 엔을 다시 사들이는 청산 수요가 유입됐고, 이것이 최근 강세폭을 키운 것으로 판단.
- 따라서 최근 엔화 강세를 특정 시점의 대규모 손절매나 당국의 추가 개입으로 단정하기보다는, BOJ 정책 기대 변화가 방향을 만들고 포지션 조정이 움직임을 증폭시킨 흐름으로 보는 것이 적절.

[그림 8] 최근 금리 인상 기대가 높아지면서 3개월 OIS 금리 상승 및 엔화 강세



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Outlook

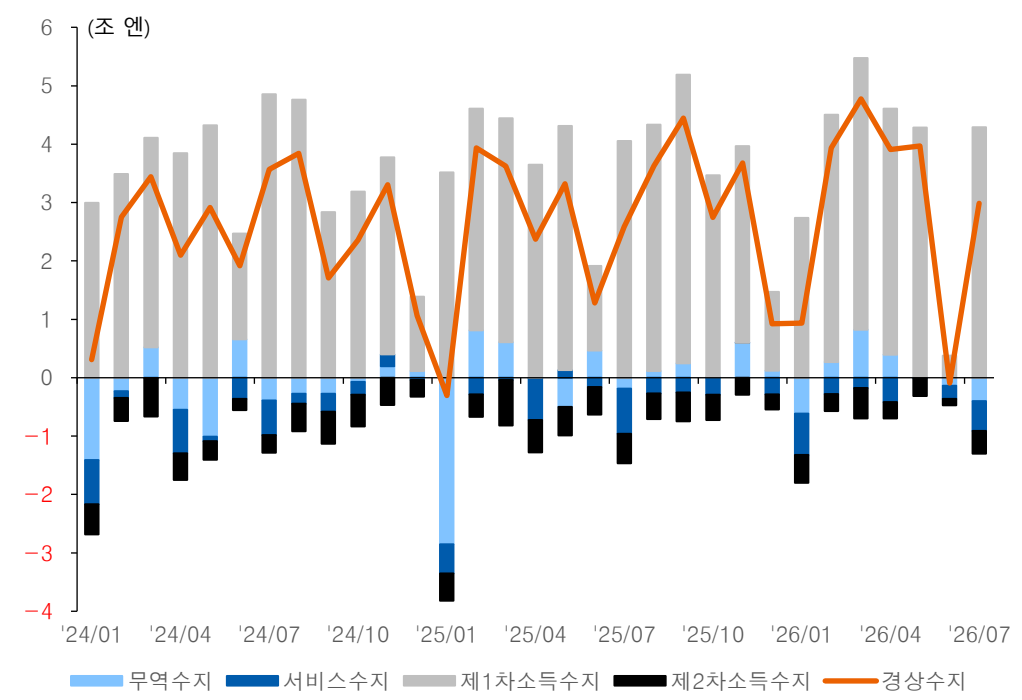
기관 수급: 환헤지 확대는 엔화 지지 요인

- 일본 기관투자자가 외국채권을 보유한 채 엔화 환헤지 비율을 높이면, 미 국채를 직접 매각하지 않아도 선물환 거래를 통해 엔화 매수 수요가 발생할 수 있음. 거래상대방의 추가 헤지까지 이어질 경우 엔화 수급에 미치는 영향도 커질 수 있음.
- GPIF는 엔화로 환헤지한 외국채권을 국내채권으로 분류. 따라서 국내채권 비중 상승이 반드시 외국채권 매각과 JGB 매수를 의미하는 것은 아니며, 환헤지 확대 만으로도 자산 분류가 달라질 수 있음. 다만 분류 기준과 실제 운용 변화는 별개 인 만큼, 현재 이미 대규모 환헤지가 진행됐다고 단정하기는 어려움.

가파른 엔화 강세는 진정되겠지만, 정책기대와 수급변화에 따른 변동성은 지속

- 최근 엔화에는 9월 BOJ 금리 인상 기대가 상당 부분 반영된 것으로 판단. 추가 강세가 이어지려면 이후 금리 인상 속도에 대한 기대가 더 높아지거나 기관투자 자의 실제 환헤지 확대가 확인될 필요. 최근 엔화 강세 역시 BOJ 인상 기대와 기존 엔 매도 포지션 축소가 함께 작용한 것으로 평가.
- 다만 일본의 경상흑자가 곧바로 지속적인 엔화 매수로 이어지는 구조는 아님. 7월 경상수지는 2.99조 엔 흑자였지만 무역·서비스수지는 적자를 기록했고, 흑자의 상당 부분을 본원소득이 차지. 해외투자에서 발생한 이익이 현지에서 재투자될 경우 실제 엔화 환전 수요는 제한될 수 있음.
- 여기에 유가 상승에 따른 수입 부담도 엔화 강세를 제약하는 요인. 따라서 최근 과 같은 빠른 강세는 엔 매도 포지션 청산에 기댄 것으로 소진 국면. 9월 18일 BOJ 금리결정 이후 157엔 부근까지 되돌린 뒤, 개입 여력과 기관 환헤지 확대 를 바탕으로 연말 152엔 재강세를 예상.

[그림 9] 일본 경상수지 추이: 1차 소득수지(직접투자수익 등) 비중이 높은 경향



자료: 재무성, 유안타증권 리서치센터

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김호정, 임지운)
- 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.