



Fixed Income

Compliance Notice

본 조사항목은 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 Analyst 허성우
deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 9월 18일 | Global Fixed Income

해외채권

[9월 BOJ] 인상은 하되 속도는 유연하게

- 9월 BOJ, 정책금리 25bp 인상(1.25%) 동결 소수의견은 2명, 다카이치가 임명한 인사들
- 미국 연준보다 빠른 속도로 긴축을 진행해야 할 만큼 물가와 경기 여건이 긴박한 상황이라고 보기는 어려움. 10월 동결 후 12월 추가 인상 전망
- 해외자산의 본국 송환 본격화되지 않음. 당분간 달러-엔 환율 150~160엔 등락, 10년 금리 추가 상방 리스크 유효. 매력도 높아진 것은 사실이나 당분간 보수적 관점 유지

9월 BOJ 리뷰

[정책결정] 9월 BOJ는 예상대로 정책금리를 1.25%로 25bp 인상했다. 이번 회의에서 동결 소수의견은 개진한 위원은 총 2명이었다(아사다, 사토). 두 위원 모두 다카이치 총리가 임명한 인사로, 올해 2분기 BOJ에 새롭게 합류했다. 특히 아사다 위원은 6월 회의에서도 유일하게 금리 인상에 반대했으며, 이번에도 동결을 주장했다.

[성명서] 7월과 비교해 큰 변화는 없었다. 경제는 완만한 회복세를 이어가는 가운데 기초 CPI는 2%에 근접하고 중장기 기대인플레이션도 꾸준히 상승하고 있다고 평가했다. 금융 여건 역시 여전히 완화적인 상태라는 입장도 유지했다. 이에 따라 이번 인상은 기초 CPI의 상방 리스크를 관리하고 2% 목표를 달성하기 위한 정상화 과정이라는 판단이다.

[기자회견] 우에다 총재가 언급한 '정책 국면의 변화'는 BOJ의 정책 초점이 달라졌다는 의미다. 과거에는 2%를 하회하던 기초 CPI를 목표 수준까지 끌어올리는 것이 중요했다면, 이제는 기초 CPI가 2%에 접근한 만큼 물가가 2%를 상회하는 상방 리스크를 억제하는 것이 중요해졌다는 것이다. 특히 2022~23년 미국과 유럽처럼 인플레이션에 뒤처져 긴축 속도를 높여야 했던 상황을 피하기 위해 선제적으로 대응할 수 있음을 시사했다. 다만 구체적인 인상 속도를 염두에 두고 있지 않다고 선을 그으며 추가 긴축 기대가 과도하게 형성되는 것을 경계했다. 결국 기자회견의 핵심은 추가 금리 인상 가능성은 명확히 열어두되, 시기와 속도에 대해서는 구체적인 가이드를 제시하지 않았다는 점이다.

[시장 반응] 금리 인상에도 달러-엔 환율은 상승했다(엔화 약세). ① 다카이치가 임명한 두 위원이 모두 동결 소수의견을 제시했다는 점, ② 미국 역시 인상 사이클에 진입하면서 금리차가 빠르게 축소되기 어렵다는 점, ③ 내년 하반기부터 BOJ 위원회 구도가 보다 비둘기파적으로 바뀔 수 있다는 우려가 반영된 결과로 판단된다. 참고로 두 명의(다카타, 타무라)의 매파 성향 위원들은 내년 7월 BOJ 직전에 임기가 만료될 예정이다.

채권시장은 커브 스티프닝으로 반응했다. 우에다 총재는 기자회견에서 미묘한 균형을 유지하려고 했다. 기존 논리에서 벗어나 지나치게 매파적인 발언을 할 경우 베센트의 인상 압력에 굴복하는 것처럼 비칠 수 있다.

반면 기존 입장을 반복할 경우 비둘기파적으로 해석되며 엔화 약세를 심화시킬 수 있다. 이에 '통화정책의 국면이 변화했다'는 새로운 표현을 통해 매파적인 신호를 전달하면서도, 구체적인 인상 속도를 염두에 두고 있지는 않다고 언급해 추가 긴축 기대가 과도하게 형성되는 것을 경계한 것으로 판단한다.

이번 인상 결정은
미국 측의 압력도 작용했을 것

[금리 전망] BOJ가 6월 인상 이후 3개월 만에 추가 인상을 단행한 것은 기저 CPI를 2% 수준에서 안정적으로 관리하기 위한 조치라고 밝혔지만, 이를 단순히 인플레이션 우려만으로 설명하기는 어렵다. 엔화 약세를 저지하려는 미국 측의 압력 역시 BOJ의 긴축을 유도하는 요인으로 작용했을 가능성이 높다.

12월 추가 인상 예상

현재 일본의 인플레이션이 과도하게 상승했다고 판단하기는 이르다. 다만 유가폭 인플레이션 압력이 확대되는 가운데 AI 수요 증가와 엔화 약세에 따른 수입물가 상승, 무엇보다 견조한 임금 상승이 이어지고 있다는 점은 기대인플레이션을 끌어올릴 수 있는 요인이다. 이에 절사평균(Trimmed mean) CPI가 2.0%를 상회할 가능성도 높아졌다. 반면 신선식품과 에너지를 제외한 8월 초근원 CPI는 전월과 같은 1.9%를 기록하며 예상치를 하회하는 등 현재 물가 흐름을 감안하면 10월 연속 인상보다는 12월 추가 인상이 합리적이다.

최근 엔화 강세는 일본 투자자의 해외자산 본국 송환이 본격화된 결과라기보다 기존 엔화 숏 포지션 청산과 일부 외국인 자금 유입에 의해 촉발된 움직임으로 보는 것이 합리적이다. 일본의 순자금 흐름이 3개월 연속 플러스(+)를 기록하며 일본 자산에 대한 투자가 확대되고 있다는 점은 긍정적이지만, 규모가 크거나 지속적인 자금 이동으로 보기에는 이르다. 특히 GPIF의 자금 흐름을 상당 부분 반영하는 신탁은행은 8월 들어 해외주식 순매수로 전환했고, 해외 장기채 역시 5개월 연속 순매수를 이어가고 있다. 현재까지는 일본 기관투자자들이 해외자산을 대규모로 매도하고 이를 국내자산으로 본격 전환하면서 엔화를 매수하고 있다는 증거가 충분하지 않다.

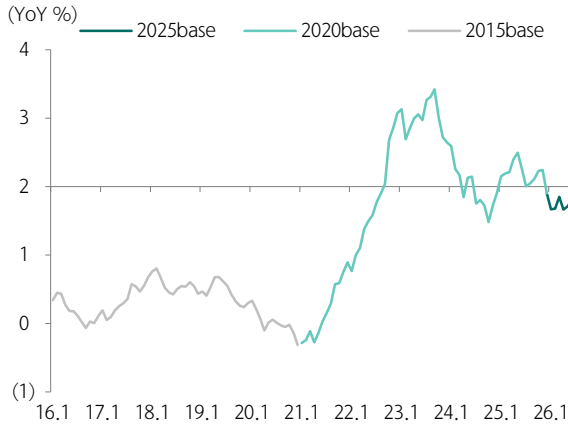
달러-엔 환율 150~160엔 등락

결국 엔화의 추세적인 강세가 이어지기 위해서는 미-일 금리차의 빠른 축소가 필요하지만, 현재 일본이 미국 연준보다 빠른 속도로 긴축을 진행해야 할 만큼 물가와 경제 여건이 긴박한 상황이라고 보기는 어렵다. 여기에 해외자산의 본국 송환도 아직 본격화되지 않고 있어, 현 시점에서는 자금 흐름이 엔화 강세와 금리 하락을 동시에 유도하는 요인으로 작용하고 있다고 보기 어렵다. 당분간 달러-엔 환율은 150~160엔 범위에서 등락을 이어갈 것으로 판단하며, 160엔을 상회할 경우 일본 당국의 추가 개입 가능성도 열려 있다.

금리 추가 상승 리스크 유효

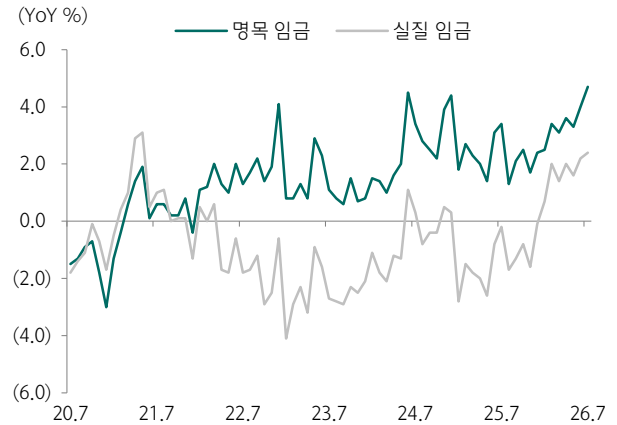
일본 10년물 금리는 3.0%까지 상승해 절대금리 측면에서 매력도가 높아졌지만, 물가 상방 위협에 대응하기 위한 BOJ의 최종금리 눈높이가 추가로 상향 조정될 가능성을 감안하면 당분간 금리 추가 상승 리스크는 유효하다고 판단한다.

도표 1. 예입평균치(Trimmed mean) CPI
: 기저 물가는 2%에 도달



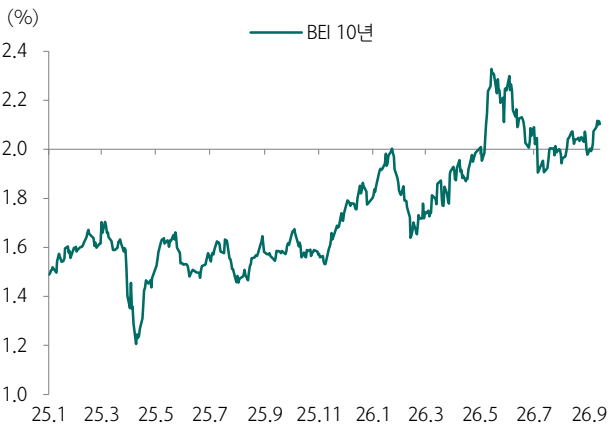
자료: BOJ, 하나증권

도표 2. 명목, 실질 임금 상승률
: 견조한 임금 상승률도 물가 상방 요인



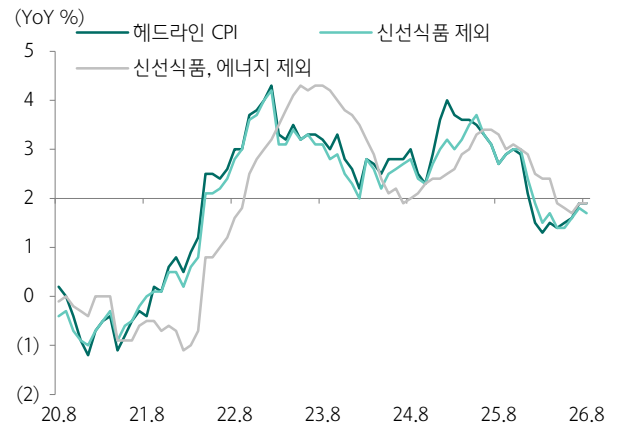
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 중장기 기대인플레이션
: 유가, AI 수요, 임금 상승은 기대인플레이션을 끌어올리는 요인



자료: Bloomberg, 하나증권

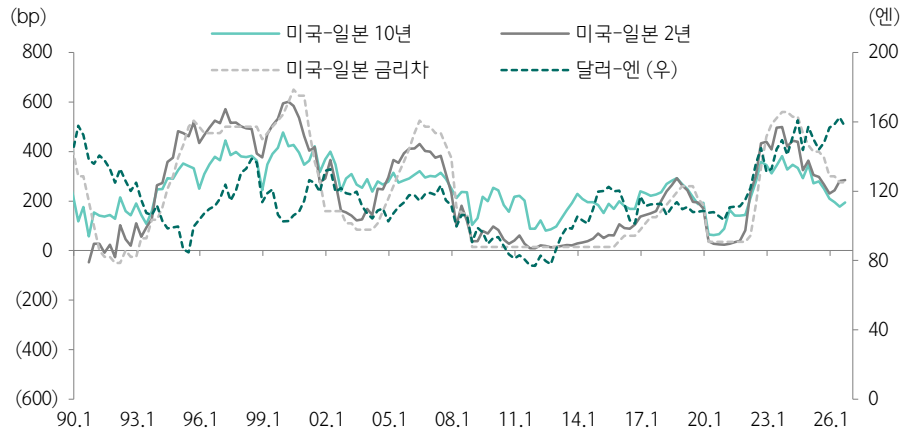
도표 4. 주요 물가 지표
: 물가 위험 높아지고 있지만 연속 인상 필요성은 낮음



자료: Bloomberg, 하나증권

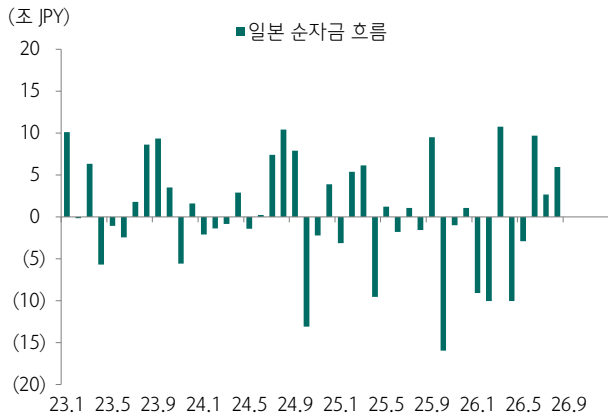
도표 5. 미국과 일본 금리차
: 과거 빠른 금리차 축소가 엔화 강세로 연결. 현재로서는 가능성 낮음

연준보다 빠른 속도로 긴축을 진행
해야 할 만큼 물가와 경제 여건이
긴박한 상황이라고 보기는 어려움



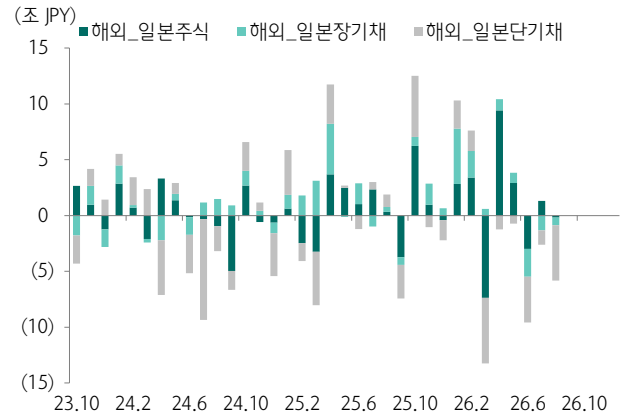
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 일본 순자금흐름
: 일본 자산에 대한 투자 확대되고 있는 것은 긍정적



주: 순자금 흐름은 일본 투자자의 해외자산 투자에서 해외 투자자의 일본 자산 투자를 차감
자료: MOF, 하나증권

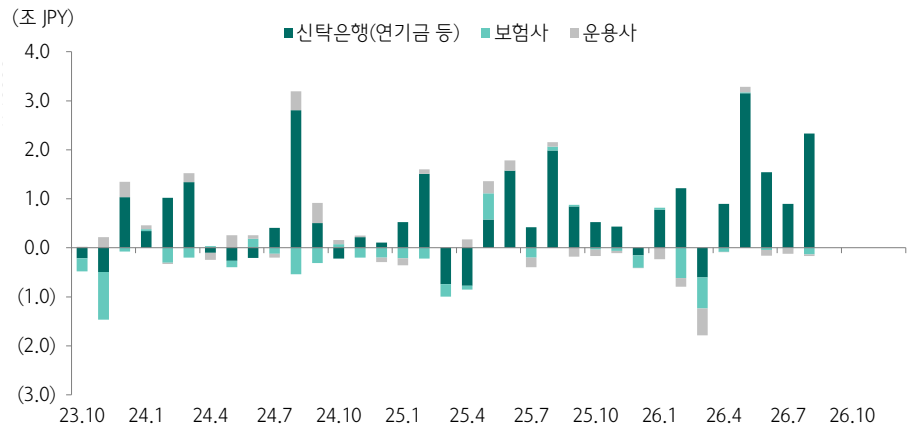
도표 7. 해외 투자자의 일본 자산 투자 현황
: 아직까지는 지속적인 자금 이동이라고 판단하기는 이른 시점



주: 음수(-)로 갈수록 해외 투자자의 일본 자산 투자가 확대된다는 의미
자료: MOF, 하나증권

도표 8. 일본 투자자의 해외 장기채 순매수 현황
: GPIF의 자금 흐름을 상당 부분 반영하는 신탁은행은 5개월 연속 해외 장기채를 순매수

해외자산의 본국 송환은
아직 본격화되지 않고 있음



자료: MOF, 하나증권