일본 채권시장 전망

일본 국채, 지금 사도 될까?

2026.03.24

해외채권 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권

목차

1. 잃어버린 30년의 끝: 디플레이션의 침묵을 깨다 3

1) 중립금리 하락과 수요 부족

2) 굳어진 관성: '임금과 물가는 쉽게 오르지 않는다'

3) 2013년 아베노믹스의 출범

4) 2020년 이후 뉴노멀 (New Normal)

2. 비전통적 통화정책: 실험과 정상화의 여정 7

1) 1990년 버블 붕괴와 제로금리의 도입

2) 글로벌 금융위기 이후의 대응

3) 2013년 질적·양적 완화(QQE)

4) 2016년 YCC 정책 도입과 진화

5) 출구 전략: YCC 폐기와 양적 긴축(QT)을 통한 통화정책 정상화 단계

3. 글로벌 '큰 손' 일본계 자금 20

1) 일본은 세계 최대 순채권국

2) 국가별 일본계 자금 익스포저 분석

3) 자금의 U턴 기대감

4. 사나에노믹스의 도전 24

1) 아베노믹스 vs 사나에노믹스

2) Policy Mix: 확장 재정과 금리 인상이 공존하려면

3) 결론: 일본 10년물 금리 상단 2.50~2.70%

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 Analyst 허성우
deanheo@hanafn.com

2026년 3월 24일 | Global Fixed Income

해외채권

[일본 채권시장 전망] 일본 국채, 지금 사도 될까?

잃어버린 30년의 끝: 디플레이션의 침묵을 깨다

일본 경제는 1990년대 버블 붕괴 이후 잠재성장률과 중립금리(r*)가 동반 하락하며 디플레이션에 직면했다. 기업의 투자 위축과 소득 정체는 '물가와 임금은 오르지 않는다'는 사고방식을 형성했다. 2013년 '양적·질적 금융완화(QQE)' 도입으로 정책 전환을 시도했으나, 물가 목표치를 달성하지 못했다. 그러나 2020년 팬데믹 이후 노동력 부족과 엔저에 따른 수입 물가 폭등이 겹치며 디플레이션의 침묵이 깨졌다. 현재 일본은 기업의 가격 전가와 임금 인상이 맞물리는 '물가-임금 선순환 구조'로의 변곡점에 진입했다.

비전통적 통화정책: 실험과 정상화의 여정

2016년 '수익률 곡선 통제(YCC)'를 도입해 장기 금리를 직접 관리하며 완화 기조를 강화했다. 그러나 팬데믹 이후 글로벌 금리 상승 압력이 거세지자 2024년 3월 마이너스 금리 종료와 YCC 정책을 폐기했다. 이후 BOJ는 비대해진 자산을 줄여나가는 양적 긴축(QT) 단계에 있으며, 2029년 3분기에 국채 매입이 종료될 것으로 추정한다.

글로벌 '큰 손' 일본계 자금

일본은 3.6조 달러에 달하는 대외순자산을 보유한 순채권국이다. 특히 미국 채권시장에서 일본계 자금의 영향력은 막강하다. 최근 베센트의 엔화 '레이트 체크'는 궁극적으로 미국 장기 금리 하향 안정화를 꾀하려는 전략적 움직임으로 판단한다. 수급 측면에서 보면 2024년 3월 YCC 정책 폐기를 기점으로 일본 국채 수급에 변화가 감지되고 있다. 유의미한 엔화 반등과 금리 안정을 위해서는 해외 채권에 투자된 일본계 자금의 향방이 중요하다.

인상 시점 앞당겨져도 금리는 점차 매력적인 수준에 도달

중동 전쟁에 따른 유가 상승은 기대 인플레이션을 자극하는 매파적 변수로 작용하고 있다. 이에 BOJ의 금리 인상 시점은 예상보다 앞당겨질 가능성이 높다. 그럼에도 10년물 금리는 점차 상단에 도달하고 있다고 판단한다. 실질 금리가 추가로 상승하더라도, 생산성 혁신이 물가 압력을 일부 상쇄해준다면 금리는 점차 안정세를 찾을 것이다. 10년물 금리 적정 레벨은 2.50~2.70%에서 형성될 것이다. 단, 장기 기대 인플레이션 상승 여부가 상단을 높일 수 있는 변수이다. 현시점의 일본 국채 투자는 당분간 '관망'하는 전략이 합리적이다. 중동 발 에너지 시장 불확실성이 완화된다면 높아진 이자 수익과 환 차익에 집중하는 전략이 필요하다. 금리 하락에 따른 자본 차익을 노려볼 수 있는 시점은 10년물 금리가 상단을 터치한 후 안착하는 연말 이후가 될 것이다.

1. 잃어버린 30년의 끝: 디플레이션의 침묵을 깨다

1) 중립금리 하락과 수요 부족

자산 버블 붕괴 후 잠재 성장률 하향 조정되면서 중립 금리 추정치도 하락

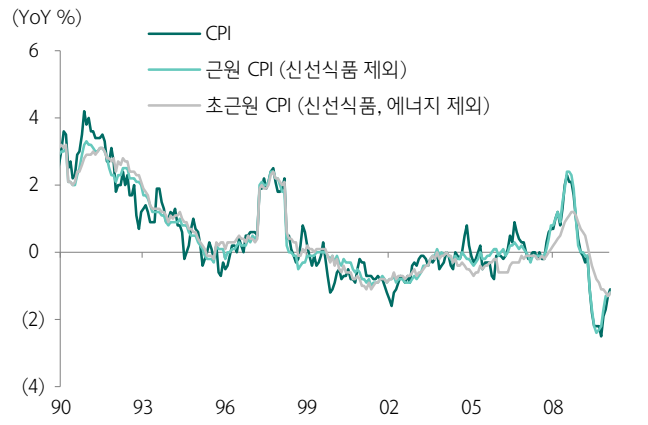
일본 경제는 1990년대 후반 디플레이션 국면에 진입한 이후, 일시적인 물가 반등에도 불구하고 2010년대 초반까지 만성적인 저물가 기조를 지속했다 [도표 1].

1990년대 초 자산 버블 붕괴 이후, 잠재성장률 전망치가 하향 조정되면서 중립 금리(r*) 추정치는 지속적으로 하락했다 [도표 2]. 단기 금리를 낮은 수준으로 유지했음에도 불구하고, 실질 금리가 충분히 낮아지지 않으면서 통화 완화 효과가 실물 경제로 파급되지 못했다. 이는 만성적인 총수요 부족 현상을 심화시키는 결과를 초래했다.

기업들은 재무 건전성 확보에 주력

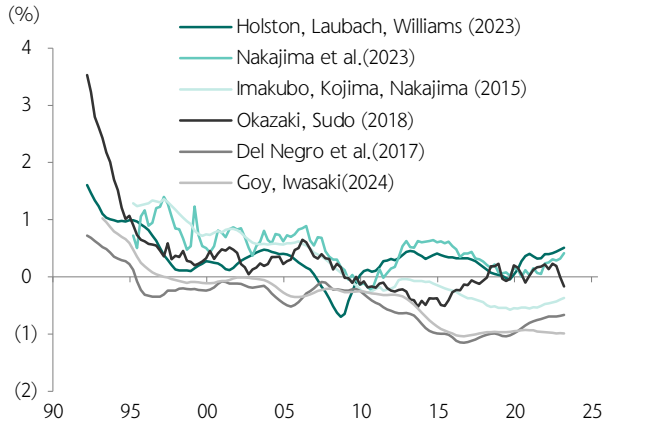
2000년대 초반까지 부실채권(NPL) 문제가 누적되면서 금융 시스템의 불확실성이 증폭되었고, 이는 금융기관의 보수적인 대출 태도로 이어졌다. 기업들은 신규 투자 대신 부채 상환을 통한 재무 건전성 확보에 주력했다 [도표 3,4]. 결국 민간 부문의 투자 위축은 잠재 성장률을 추가적으로 끌어내리는 악순환의 고리를 형성했다.

도표 1. 1990년대 이후 디플레이션 국면 지속



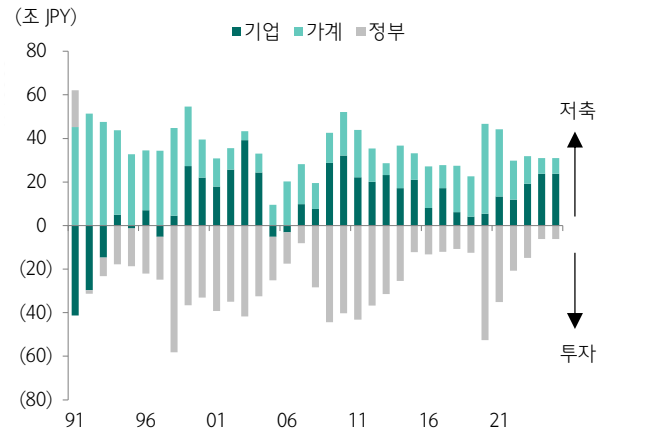
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 중립금리 하향 조정



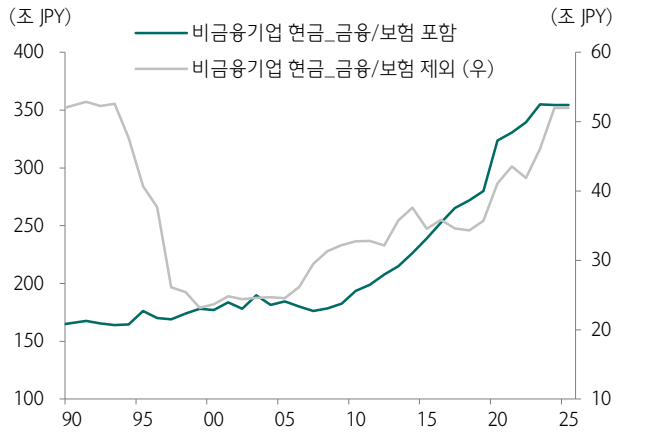
자료: BOJ, 하나증권

도표 3. 기업들은 투자보다는 저축을 하기 시작



주: 양수로 갈수록 저축이 많고, 음수가 갈수록 투자가 많다는 의미
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 기업들의 보유 현금이 꾸준히 늘어나기 시작



주: 비금융기업들의 현금과 통화를 모두 합산한 수치
자료: Bloomberg, 하나증권

2) 굳어진 관성: '임금과 물가는 쉽게 오르지 않는다'

금융위기 이후 엔고 현상은 물가 하방 요인으로 작용

1990년대 중반 이후 신흥국 수입품과의 가격 경쟁이 심화됐고, IT 기술 혁신이 구조적인 물가 하락 요인으로 작용했다. 특히 2000년대 후반 금융위기 직후 발생한 엔고 현상은 수입 물가를 낮추며 물가 하방 압력을 더욱 가중시켰다 [도표 5].

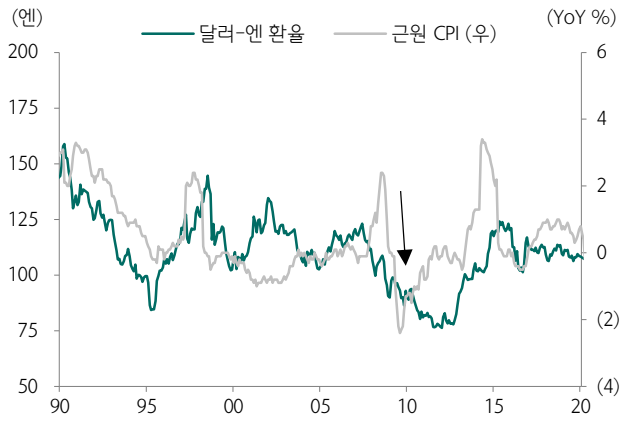
일본 기업들은 가격 인상보다 비용 절감에 집중

장기간 지속된 완만한 디플레이션 환경 속에서 일본 기업들은 비용 상승분을 최종 가격에 전가하지 못하는 한계에 봉착했다. 서비스업 중심으로 가격 수정 빈도가 줄어들었고, 물가 상승률이 0% 근방에 머무는 품목이 급격히 확대됐다 [도표 6]. 이에 기업들은 가격 인상을 통한 이익 확보 대신, 고객 이탈 방지를 위해 비용 절감에 집중하는 경영 전략을 채택했다.

구조조정으로 가계 소득 정체와 소비 위축. 기대 인플레 하락

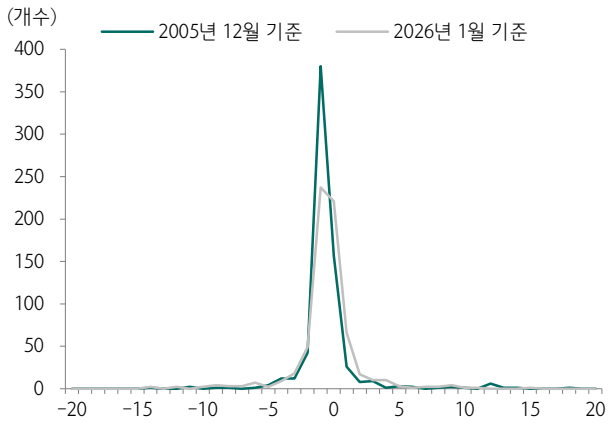
자산 버블 붕괴와 금융위기를 거치며 단행된 구조조정은 비정규직 비중의 확대로 이어졌고, 이는 가계의 소득 정체와 소비 위축을 불러왔다 [도표 7,8]. 공공요금 인상 억제 등 정부의 정책적 방향까지 더해지며 경제 주체들의 기대 인플레이션은 지속적으로 하락했다. '물가와 임금은 오르지 않는다'는 인식이 경제 전반에 뿌리내린 것이다. [도표 9,10]

도표 5. 글로벌 금융위기 이후 엔고 현상이 물가 하방 압력을 강화



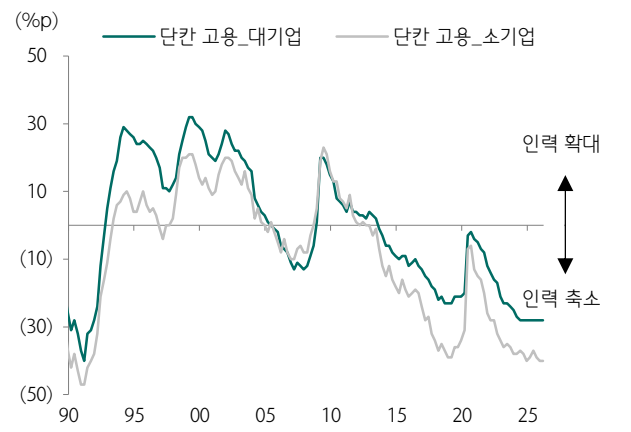
주: 근원 CPI는 신선식품을 차감한 수치
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 가격 인상률이 0% 품목 개수가 급증



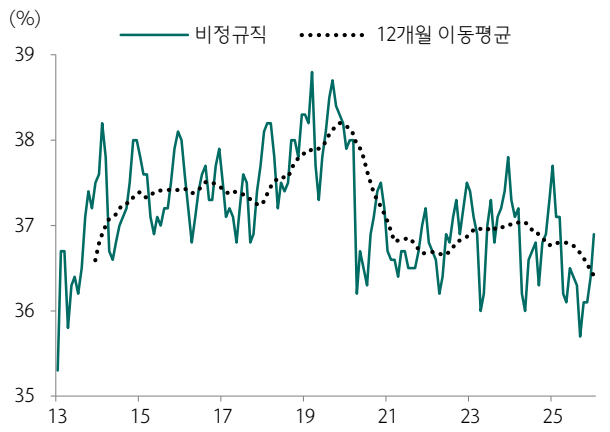
주: 모든 품목 대상 가격 변동 분포
자료: 일본 총무성, 하나증권

도표 7. 기업들은 대규모 구조조정을 단행하기 시작



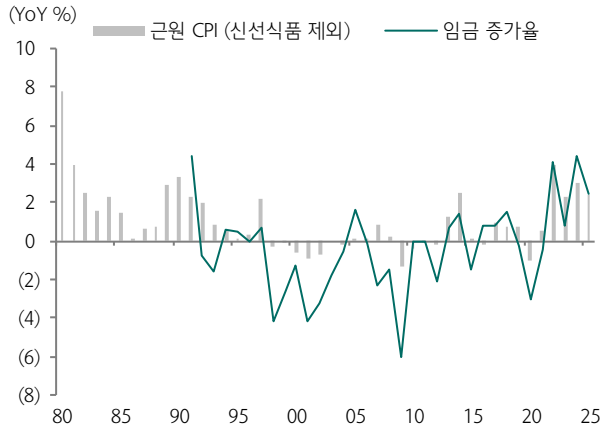
주: 단칸 고용 환경 지수가 하락할수록 기업들이 인력을 축소하고 있다는 의미
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 비정규직 노동자들이 증가하기 시작



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. 가격 경쟁 심화와 고용 과잉 인식은 임금 억제로 이어짐



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. 금융위기 이후 기대 인플레이션은 꾸준히 하락

주: ZEW 기대인플레이션 지수는 향후 6개월 간 물가 전망 심리 지표
자료: Bloomberg, 하나증권

3) 2013년 아베노믹스의 출범

BOJ의 2% 물가 목표치 설정과 아베노믹스 시행

2013년을 기점으로 일본 경제는 장기 디플레이션 악순환에서 벗어나기 위한 전방위적 정책 전환을 시도했다. 일본은행(이하 BOJ로 표기)은 2% 물가 안정 목표를 설정했고, '양적·질적 금융완화(QQE)'로 불리는 대규모 통화 완화 프로그램을 도입했다. 동시에 아베 내각은 과감한 재정 정책과 구조 개혁을 포함한 '아베노믹스'를 시행하며 경제 활성화에 총력을 기울였다.

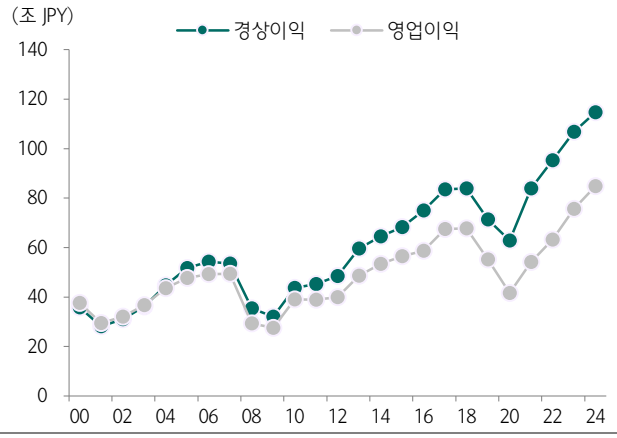
엔고 현상 완화되며 기대 인플레이션도 반등

이러한 정책 패키지는 가시적인 변화를 이끌어냈다. 금융위기 이후 지속되었던 엔고 현상이 점차 완화되었고, 대기업을 중심으로 이익이 개선되기 시작했다 [도표 11]. 만성적인 수요 부족이 점진적으로 해소되면서 기대 인플레이션이 반등하기 시작했다.

다만, 2%에 미치지 못했음 저물가·저임금 관성 때문

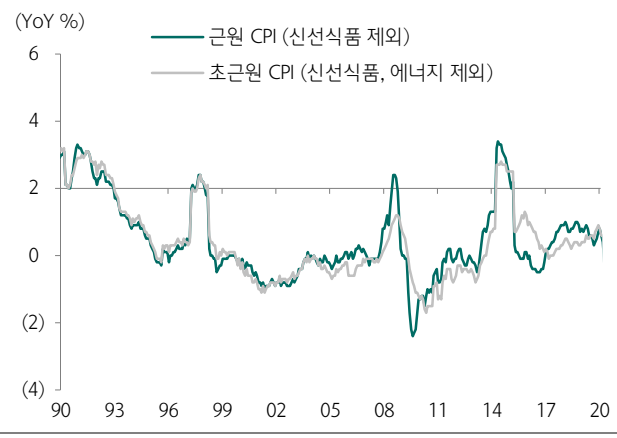
기술적으로는 디플레이션을 탈피했으나, 물가는 여전히 목표치 2%에 미치지 못했다 [도표 12]. 수십 년간 고착화된 '저물가·저임금 관성'으로 인해 기업들이 여전히 보수적인 가격 결정 및 임금 인상 태도를 유지했기 때문이다. 결과적으로 유동성이 민간의 소비와 투자 확대로 온전히 전이되지 못하는 한계를 드러냈다.

도표 11. 확장 재정과 대규모 부양책에 힘입어 기업들의 이익 개선



주: 제조업과 비제조업 기업의 이익을 모두 합산한 수치
자료: 일본 재무성, 하나증권

도표 12. 하지만 물가 목표치 2%에는 도달하지 못했음



자료: Bloomberg, 하나증권

4) 2020년 이후 뉴노멀 (New Normal)

2013년 대규모 부양책에도 노동시장 공급 확대되며 저물가 기조 유지

2013년 이후 대규모 부양책에도 불구하고 물가 목표치 달성이 지연된 핵심 원인은 노동시장 공급 확대에 있었다. 아베노믹스 초기, 완만한 수요 회복과 함께 구인난이 발생했으나 여성과 고령층이 노동 시장에 대거 유입되면서 노동 공급의 '완충 지대' 역할을 수행했다. 고용 지표는 개선되었으나, 풍부한 인력으로 인해 기업들은 굳이 임금을 인상할 유인이 낮았고 이는 저물가 기조를 연장하는 결과로 이어졌다 [도표 13].

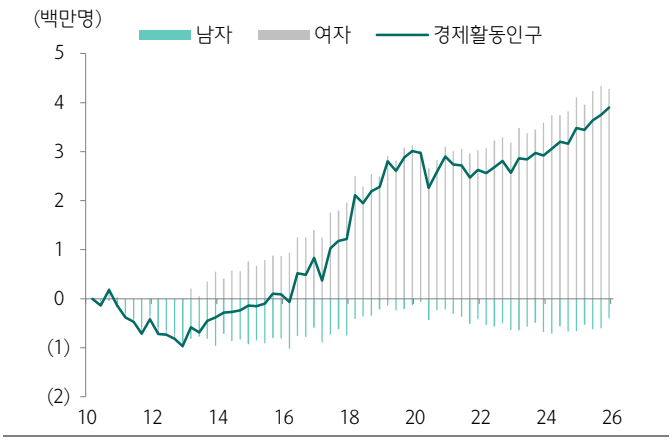
팬데믹 이후 노동력 부족. 러-우 전쟁까지 겹치며 수입물가 폭등

그러나 2020년 팬데믹을 기점으로 노동 시장의 구조적 변곡점이 발생했다. 2013년 이후 가파르게 상승하던 고령층의 경제활동참가율이 정체 구간에 진입했고, 여성의 노동 시장 진입도 둔화되면서 인력 부족이 가시화되었다 [도표 14]. 여기에 팬데믹과 러-우 전쟁으로 인한 글로벌 공급망 교란은 원자재 가격 상승을 촉발했다. 주요국 중앙은행의 공격적인 금리 인상 속에서 마이너스 금리를 고수한 일본은 기록적인 엔저를 겪었고, 수입 물가는 폭등했다 [도표 15].

기업들은 비용 상승분을 판매 가격에 전가하기 시작

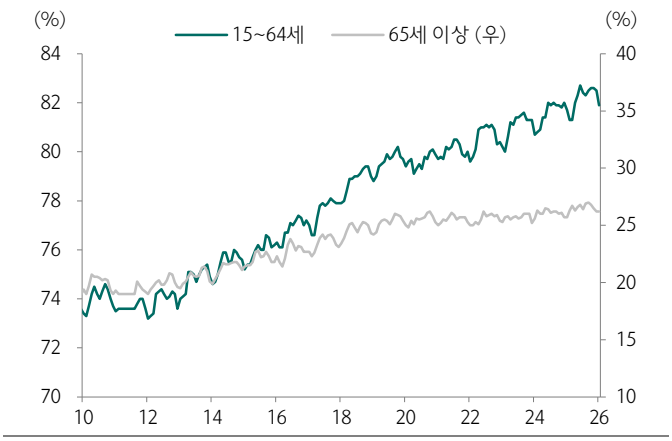
과거 비용 상승분을 흡수하던 기업들은 내수 회복세에 힘입어 이를 판매 가격에 전가하기 시작했다. 특히 노동력 확보가 기업의 생존 문제로 직결되자, 기업들은 2023년 춘투를 기점으로 파격적인 임금 인상을 단행하고 있다. '저물가-저임금'의 악순환이 끊기고, 물가와 임금이 동반 상승하는 선순환 구조로의 진입 가능성을 시사한다 [도표 16].

도표 13. 2010년 이후 여성이 노동 시장이 대거 진입



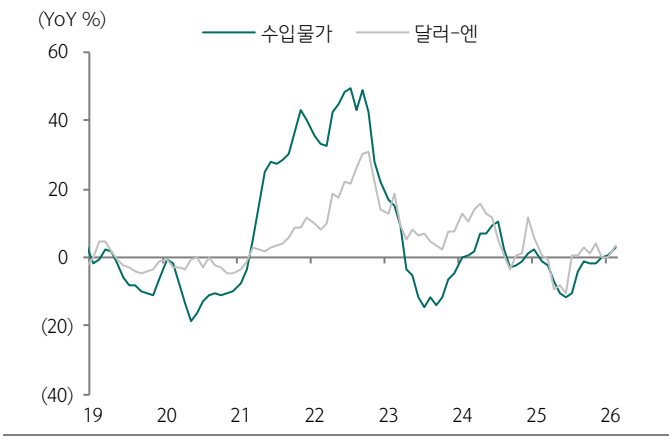
자료: e-stat, 하나증권

도표 14. 고령층 경제활동참가율은 정체되기 시작



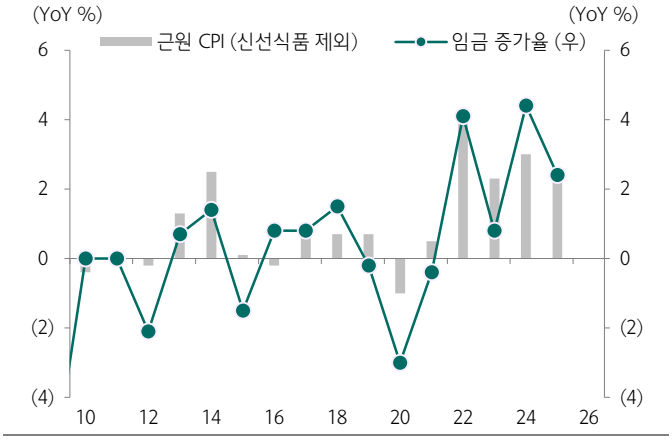
자료: e-stat, 하나증권

도표 15. 팬데믹과 러-우 전쟁 이후 수입 물가 급등



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 16. 2023년 이후 임금 상승률 큰 폭으로 증가



자료: Bloomberg, 하나증권

2. 비전통적 통화정책: 실험과 정상화의 여정

1) 1990년 버블 붕괴와 제로금리의 도입

1999년 제로 금리 정책과 포워르 가이던스 도입

1990년대 초 자산 버블 붕괴 이후, BOJ는 유례없는 '비전통적 통화정책' 실험을 시작했다. 1991년 2월 기준금리 인하를 기점으로 시작된 완화 기조는 1999년 2월 제로 금리 정책(ZIRP) 도입으로 이어졌으며, 같은 해 4월에는 포워드 가이던스를 도입했다 [도표 17].

2001년 3월 QE 도입

2000년대 초반, 정책의 패러다임은 '금리'에서 '물량'으로 근본적인 전환을 맞이했다. 2000년 8월 금리 인상을 통한 정상화 시도가 IT 버블 붕괴라는 대외 악재로 좌절되자, BOJ는 2001년 3월 양적 완화 정책(QE)을 도입했다. 메커니즘은 다음과 같다.

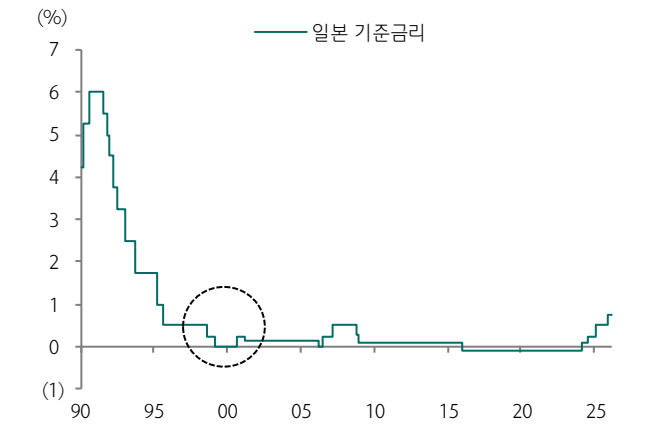
1) 정책 목표를 단기 금리에서 '당좌예금 잔액(Current Account Balance, 시중은행이 BOJ에 가지고 있는 계좌)'으로 변경해 시장 내 유동성 공급을 관리 2) 물가 상승률이 0% 이상을 기록할 때까지 완화 기조를 유지하겠다고 약속(포워드 가이던스) 3) 필요하다면 국채 매입을 확대

BOJ의 당좌예금 잔액 증가
1) BOJ 국채매입 → 유동성 증가
2) 2003~04년 엔화 개입

실제로 2001년 이후 BOJ의 당좌예금 잔액은 비약적으로 증가했다 [도표 18]. 즉, 중앙은행이 시중은행으로부터 국채를 매입해 금융 시스템 내 유동성을 주입했음을 의미한다. 다만, 양적 완화(QE) 도입 초기에는 BOJ의 유동성 공급에도 불구하고 엔화는 일시적으로 강세를 보였다. 글로벌 IT 버블 붕괴와 미 연준의 금리 인하로 인한 달러 약세가 더 지배적인 변수로 작용했기 때문이다. 이에 2003~04년 재무성은 추가적인 엔고 현상을 막기 위해 역대급 규모의 외환시장 개입을 단행했다.

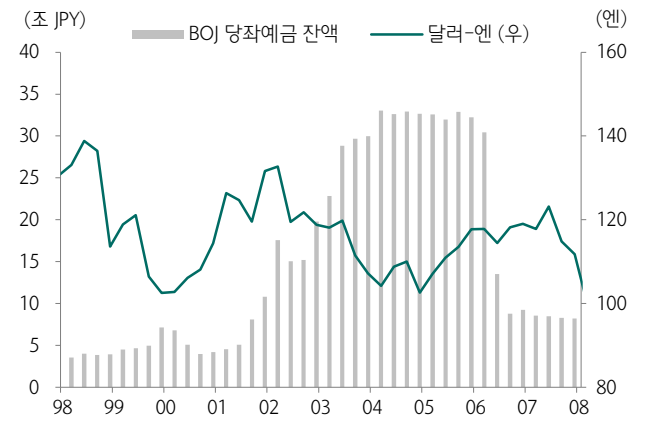
2001년부터 BOJ가 국채를 대규모 매입하면서 BOJ의 당좌예금 잔액이 상승했지만, 2003~04년 초 잔액 급등은 재무성의 외환 개입 영향이다. 정부가 엔고를 막으려 엔화를 시장에 대규모로 풀었지만, 엔화 조달까지 일정 시차가 발행했기 때문이다. [Box 1 참고]

도표 17. 1999년 2월 제로 금리 정책(ZIRP) 도입



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 18. 2003~04년 외환 개입 이후 BOJ 당좌예금 잔액 급등



주: 당좌예금 잔액은 시중은행이 BOJ에 가지고 있는 계좌를 의미
자료: Bloomberg, 하나증권

[Box 1] 2003~04년 재무성의 외환 개입

일본 재무성은 엔고 현상을 막기 위해 간헐적으로 외환 개입을 단행했다(엔화 매도). 개입 규모는 총 32.9조 엔으로 당시로서는 역대급 규모였다.

정부(재무성)의 외환 개입 과정은 다음과 같다. [도표 1]

정부는 민간 금융기관에 엔화 자금을 지급한다. 이는 BOJ의 당좌예금 계좌를 통해 이루어지므로 당좌예금 잔액을 증가시키는 요인이다. 반면, 정부는 시장에서 외환자금증권(FB)을 발행해 개입 결제에 필요한 엔화 자금을 조달한다. 시장에서 발행된 FB에 대한 대금은 당좌예금 계좌를 통해 정부로 납입되며, 이 시점에서 당좌예금 잔액이 감소하게 된다.

결과적으로, 엔화 매도 개입과 관련된 거래가 BOJ의 당좌예금 잔액에 미치는 영향은 서로 상쇄된다. 그러나 정부가 민간 금융기관에 엔화를 지급하는 시점(엔화 매도)과 FB 발행 사이에 일정한 시차가 발생할 수 있다. 이러한 경우 1) 정부 계좌 내 잉여 자금 사용이나 2) BOJ의 FB 직접 인수 방식을 활용해 엔화 자금을 조달할 수 있다. 이러한 자금 조달 방식은 시장 거래가 아니므로 당좌예금 잔액에 영향을 주지 않는다.

따라서 정부의 엔화 매도 시점과 FB 발행을 통한 엔화 자금 조달 사이의 기간 동안, 일시적으로 당좌예금 잔액을 증가시킬 수 있다. 반대로 FB 발행이 시장에서 본격화되면 당좌예금은 감소하게 된다. 2003~04년 BOJ의 당좌예금 잔액이 급등한 이유이다.

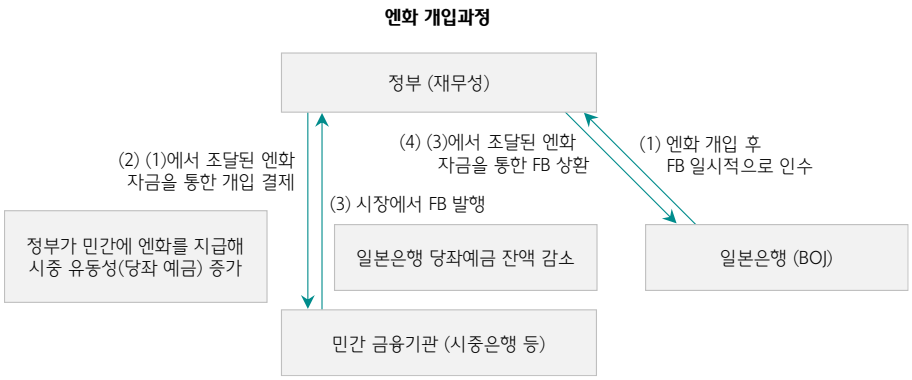
도표 1. 재무성의 외환 개입 과정

1. 정부의 외환 개입 후 BOJ가 일시적으로 FB 인수

2. 정부는 BOJ로부터 받은 엔화 자금을 시중에 지급(엔화 매도)

3. 정부가 시중에 FB를 발행해 엔화 자금을 조달

4. 정부는 BOJ가 임시로 인수했던 FB를 상환



주: FB(Financing Bills)란 정부단기증권. 일본 정부가 일시적인 자금 부족을 메우기 위해 발행하는 단기 채권
자료: BOJ, 하나증권

2) 글로벌 금융위기 이후의 대응

금융위기 직후 BOJ는 금리 인하와 함께 달러 공급 오퍼레이션을 시행

2008년 글로벌 금융위기 직후 BOJ는 금융 시스템 붕괴를 막기 위해 긴급 지원 대책을 강구했다. 11월 단기 금리를 0.1%로 인하함과 동시에 국내 금융기관의 외화 유동성 고갈을 방지하기 위해 미 연준과의 통화 스와프를 활용한 '달러 자금 공급 오퍼레이션'을 시행했다. 무제한에 가까운 달러 공급 잔액은 은행들이 빌렸던 달러를 BOJ에게 갚으며 2009년 초 정점을 기록 후 감소했다 [도표 19].

회복세 지연되자 BOJ는 포괄적 완화 정책(CME) 도입

글로벌 공조에도 불구하고 회복세가 지연되자, BOJ는 2010년 10월 '포괄적 통화 완화 정책(CME)'을 도입했다. 정책의 핵심은 단순한 금리 인하를 넘어 시장의 기대를 관리하고 유동성 공급의 질적 변화를 꾀하는 데 있었다.

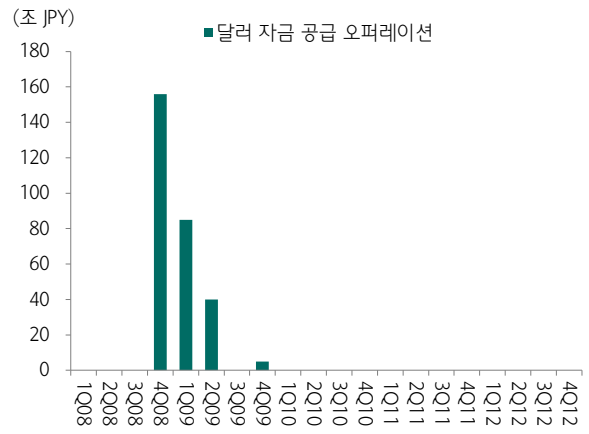
1) 무담보 익일물 콜금리를 0.0~0.1%로 하향 조정해 '실질적 제로 금리'를 선언했고 2) 물가 안정이 확인될 때까지 제로 금리를 유지하겠다는 의지를 표명했으며 3) 자산 매입 프로그램을 신설했다.

자산 매입 관련해선, 기존 국채 매입 규모 확대는 물론, ETF와 J-REITs 등 위험 자산까지 매입 범위를 넓혔다. 또한 국채 매입 대상 만기를 3년 이하로 확대하며 중단기 금리 하락을 유도했다. 다만, 국채 매입이 단기물에 치중된 탓에 수익률 곡선 전체를 끌어내리기에는 한계가 있었다. [도표 20]

대외 금리차 대폭 축소됐고 동일본 지진 영향으로 엔고 현상은 심화

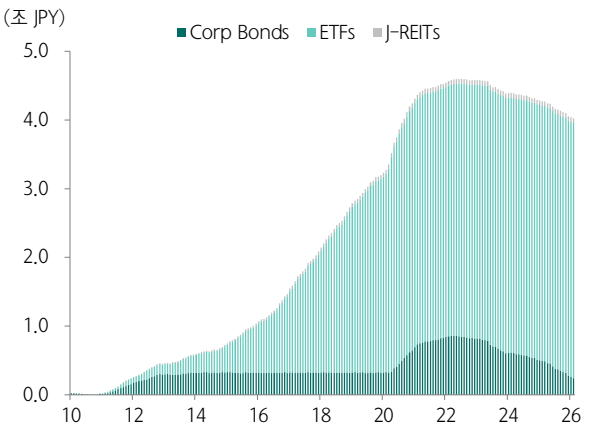
무엇보다 미국과 유럽의 공격적인 금리 인하로 인해 대외 금리차가 크게 축소되며 엔고 압력이 지속되었다 [도표 21]. 여기에 2011년 동일본 대지진 발생 이후, 일본 보험사들이 보험금 지급을 위해 해외 자산을 회수하는 과정에서 엔화 매수 수요가 폭증하며 엔고 현상을 더욱 심화되었다 [도표 22].

도표 19. 금융위기에 대응하기 위해 BOJ는 금융기관에 달러 긴급 대출 : 달러 자금 공급 오퍼레이션은 2009년 초 정점 기록 후 잔액 감소



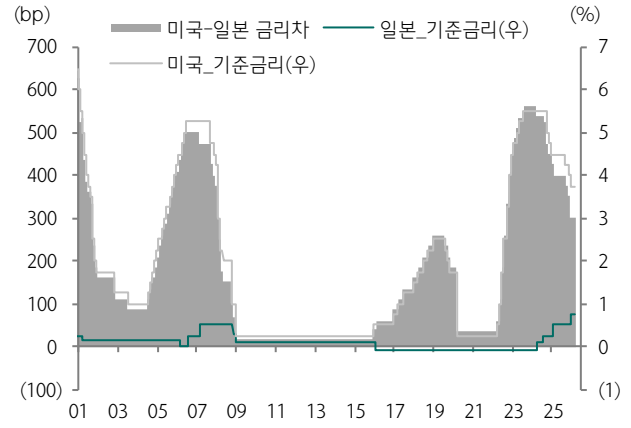
주: Funds-supplying operations는 금융기관에 공급되는 엔화 자금
자료: BOJ, 하나증권

도표 20. 2010년 포괄적 통화 완화 정책 : JGB 뿐만 아니라 위험 자산까지 매입 범위를 넓혀 유동성 공급



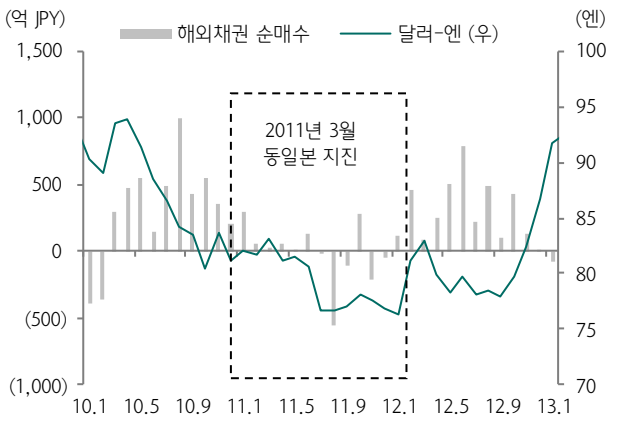
주: BOJ 자산 항목 내 회사채, ETF, REITs 만 합산한 수치
자료: BOJ, 하나증권

도표 21. 엔고 현상 심화: 미국과 일본 금리차 축소



주: 연준이 금리를 대폭 인하하면서 대외 금리차도 대폭 축소
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 22. 엔고 현상 심화: 2011년 동일본 대지진
: 보험사들은 보험금을 지급하기 위해 해외채권을 순매도



주: 생명보험사들의 해외채권 순매도 추이
자료: Bloomberg, 하나증권

3) 2013년 질적·양적 완화 (QQE)

2013년 경기 부양 목적으로 명목 금리 낮추고(양적) 기대 인플레 높이기 위한(질적) 금융완화(QQE) 정책 도입

2013년 BOJ는 제로 금리 정책(ZIRP)의 한계를 극복하기 위해 구로다 총재 주도로 '양적·질적 금융완화(QQE)'라는 카드를 꺼내 들었다. 궁극적인 목표는 실질 금리 하락을 통한 경기 부양에 있었다. [도표 23]

1. 양적 완화: 대규모 국채 매입을 통해 명목 금리를 물리적으로 낮췄다. 특히 매입 대상 만기를 기존 3년 인하에서 초장기물까지 확대하며 평균 잔존 만기를 3년에서 7년으로 대폭 늘려 장기 금리 하락을 유도했다.

2. 질적 완화: '2% 물가 목표 달성'이라는 강력한 포워드 가이던스를 제공함으로써 기대 인플레이션을 상향 조정하고자 했다.

그러나 2% 물가 목표치 달성을 못함

결국 명목 금리를 낮추고, 기대 인플레이션을 높여 실질 금리 하락을 유도한 것이다. BOJ의 QQE에도 불구하고 물가 목표치 달성은 이뤄지지 못했다. 2014년 4월부터 약 1년 간 물가 목표치 2%를 초과하긴 했지만, 이는 편더멘털 개선이 아닌 소비세 인상에 따른 가격 상승이 불러온 착시 현상이었다 [도표 24]. 세금 효과를 제외한 실질 물가는 목표치를 한참 못 미쳤다.

2014년 유가 폭락은 일본 물가 하방 압력 강화

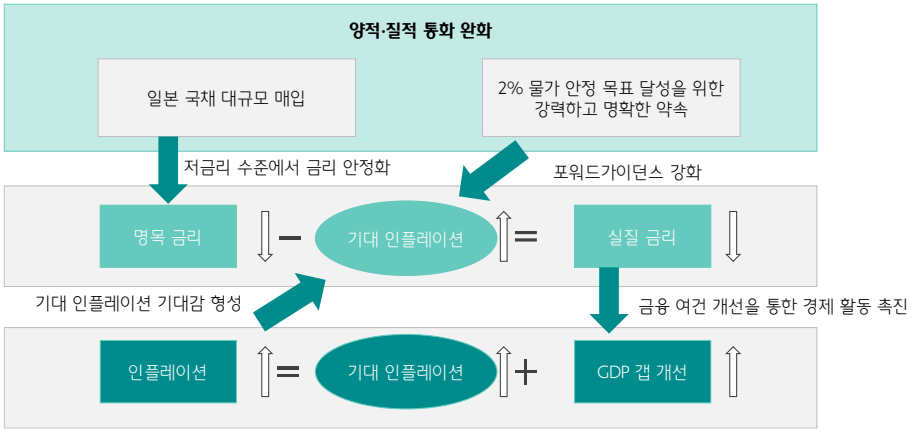
설상가상으로 대외 요인으로 인한 디플레이션 압력이 강화되며 QQE 동력은 약화되었다. 2014년 하반기 글로벌 경기 둔화와 미국의 '셰일 혁명'에 따른 공급 폭증으로 국제 유가가 폭락했다. 에너지 수입 의존도가 높은 일본 입장에서 유가 하락은 즉각 물가 하방 압력으로 작용했다 [도표 25]. 결과적으로 야심 차게 도입된 QQE는 세금 인상에 따른 내수 위축과 유가 충격이라는 복합적인 악재에 직면해 물가 2% 달성 가능성에 대한 의구심이 생기기 시작했다.

1. 국채 매입 통해 명목 금리 낮추고

2. 2% 목표치 제시하면서 기대 인플레 높여 실질 금리 하락을 유도

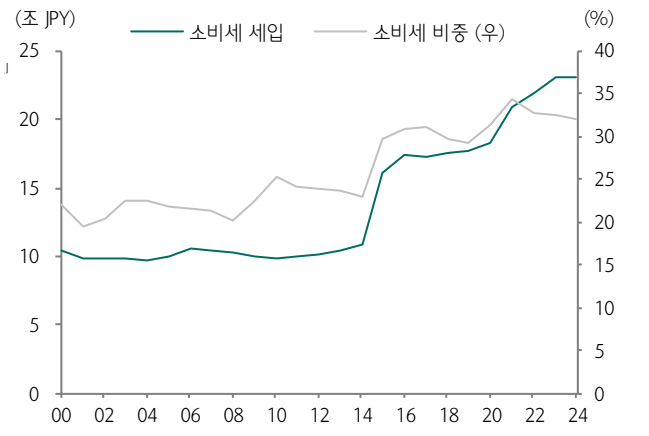
3. GDP 아웃풋 갭 개선은 물가 상승으로 연결

도표 23. 2013년 도입한 양적/질적 금융완화 (QQE) 매커니즘 요약



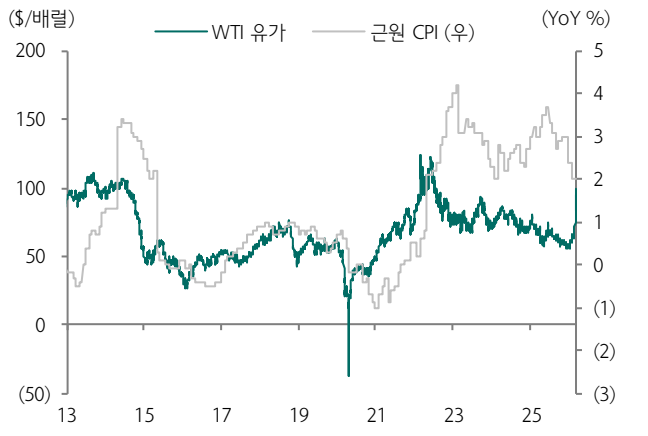
자료: BOJ, 하나증권

도표 24. 2014년 소비세를 8%까지 인상



주: 소비세 비중은 전체 세입 항목에서 소비세가 차지하는 비중을 의미
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 25. 2014년 하반기 유가 폭락은 일본 물가 하락으로 연결



주: 근원 CPI는 신선식품을 차감한 수치
자료: Bloomberg, 하나증권

4) 2016년 YCC 정책 도입과 진화

2016년 9월 BOJ는 'YCC를 동반한 QQE'로 전환 2% 물가 목표 달성을 하기 위함

2016년 9월, BOJ는 2% 물가 목표의 조기 달성을 위해 정책 프레임워크를 '수익률 곡선 통제(YCC)를 수반하는 QQE'로 전격 전환했다. 2013년 이후 추진해온 QQE가 실질 금리 하락이라는 가시적 성과에도 불구하고, 기대 인플레이션을 끌어올리는 과정에서 2014년 하반기 국제 유가 급락 등 외부 요인으로 인해 물가가 재차 하락했고, 이로 인해 '임금과 물가는 쉽게 오르지 않는다'는 사고방식이 여전해 2% 목표 달성을 가로막는 주요 요인으로 작용했다.

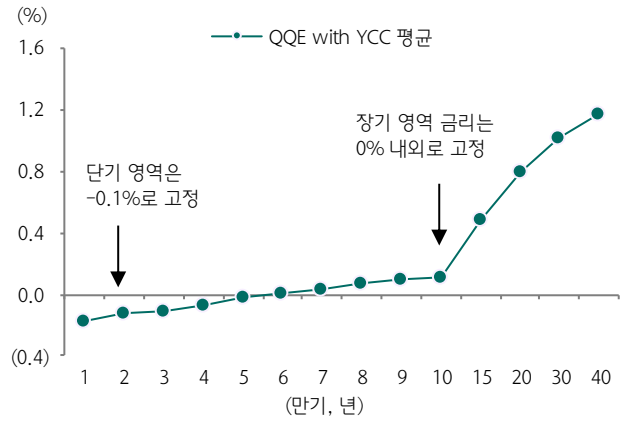
YCC 정책 프레임워크는 크게 두 가지로 구성된다. [도표 26, 27]

크게 두 가지로 구성
① 금리 목표 설정
② 2% 물가 목표 달성 약속

① 금리 목표 설정: 단기 정책 금리는 -0.1%로 유지하고, 장기 금리(10년물) 목표를 0% 수준으로 고정했다. 수익률 곡선을 원활하게 통제하기 위해 무제한으로 국채를 매수하는 지정가 매입 오퍼레이션을 도입했으며, 고정금리 자금 공급의 만기를 기존 1년에서 10년으로 대폭 확대해 수익률 곡선 전체의 안정화를 도모했다.

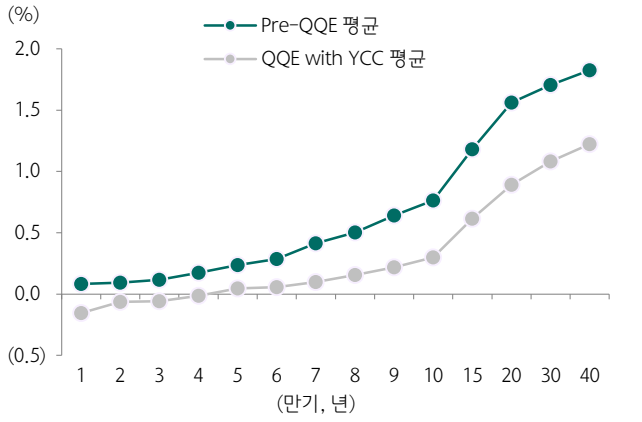
② 물가 오버슈팅 커미트먼트: 물가가 일시적으로 2%에 도달하는 것을 넘어, 안정적으로 목표치를 상회할 때까지 자금 공급을 확대한다는 약속이다. 신선식품을 제외한 근원 CPI가 마이너스를 기록하던 상황에서, 물가가 소폭 반등하더라도 서둘러 긴축으로 전환하지 않겠다는 신호를 시장에 보내 기대 인플레이션을 자극하고, 실질 금리 하락 효과를 극대화하려 했다.

도표 26. YCC를 동반한 QQE 정책
: 단기 금리는 -0.1% 고정, 장기 금리는 0% 내외로 고정



주: YCC 도입 직후 2016년 9월부터 2022년 12월까지 평균치 산출
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 27. YCC를 동반한 QQE 정책
: 무제한 국채 매입으로 장기 금리 하락을 유도



주: Pre-QQE는 2012년 1월부터 2013년 4월까지 평균치. QQE with YCC는 2016년 9월부터 2024년 3월까지 평균치
자료: Bloomberg, 하나증권

장기 영역(10년물) 변동 허용폭 꾸준히 확대

2016년 도입된 YCC 정책은 글로벌 매크로 환경 변화에 대응해 장기 금리(10년물) 변동 허용폭을 단계적으로 확대하는 유연화 과정을 거쳤다. 단기 금리를 -0.1%로 고수하면서도, 장기 금리(10년물) 변동 허용폭을 꾸준히 확대했다. [도표 28]

10년물 변동 허용폭 확대 시점
2018년 7월 ±0.2%
2021년 3월 ±0.25%
2022년 12월 ±0.50%

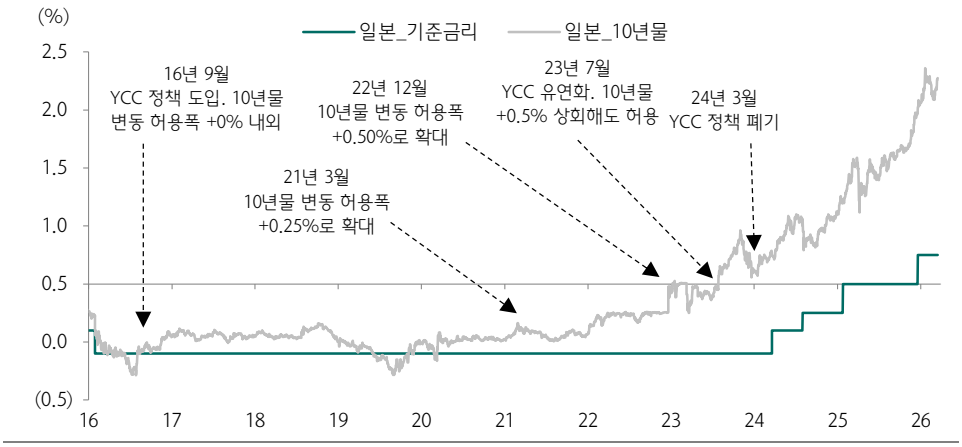
2018년 7월, BOJ는 장기 금리의 변동 허용폭을 처음으로 용인했다. 당시 성명서에는 수치가 명시되지 않았으나, 구로다 총재는 기자회견을 통해 허용폭을 '기존 ±0.1%에서 ±0.2% 수준까지는 용인하겠다'는 구체적인 가이드라인을 제시한 바 있다. 이어 2021년 3월에는 이를 ±0.25%로 명시해 투명성을 높였다.

팬데믹과 러-우 전쟁발 글로벌 인플레이션 충격으로 주요국 금리가 급등했다. 일본도 원자재 비용이 크게 상승하면서, 이러한 비용 상승분을 판매 가격으로 전가하려는 기업들의 움직임이 광범위하게 나타나기 시작했다. **[Box 2 참고]**

일본 국채 시장은 상한선(±0.25%)에 묶인 금리로 인해 국채 거래가 실종되고 수익률 곡선이 비정상적으로 굴절되는 등 시장 기능 마비 현상이 심화되었다. 이에 BOJ는 2022년 12월 장기 금리(10년물) 변동 폭을 ±0.50%로 확대했다. 사실상 25bp 인상에 준하는 조치였다.

2016년 9월 YCC 정책 도입 후 BOJ는 장기 금리(10년) 변동 허용 폭을 꾸준히 확대

도표 28. BOJ의 YCC 정책 도입 이후 타임라인



자료: BOJ, 하나증권

2023년 4월 우에다 총재는 포워드 가이던스를 개편해 향후 금리 인상 가능성을 시사

2023년 4월에 취임한 우에다 총재는 정책 유연성 확보를 위해 포워드 가이던스를 전격 개편했다. 구로다 전 총재 시절 성명서에 명시되었던 "정책 금리를 현재 또는 그보다 낮은 수준으로 유지"한다는 문구를 삭제함으로써, 향후 물가 환경 변화에 따른 금리 인상 가능성을 열어두었다. 이는 시장에 BOJ가 장기적인 초완화 정책에서 벗어나 '정책 정상화'의 초입에 들어섰다는 신호를 보낸 것으로 해석되기 시작했다.

2023년 7월 BOJ에서 10년물 상한선을 사실상 1.0%까지 확대

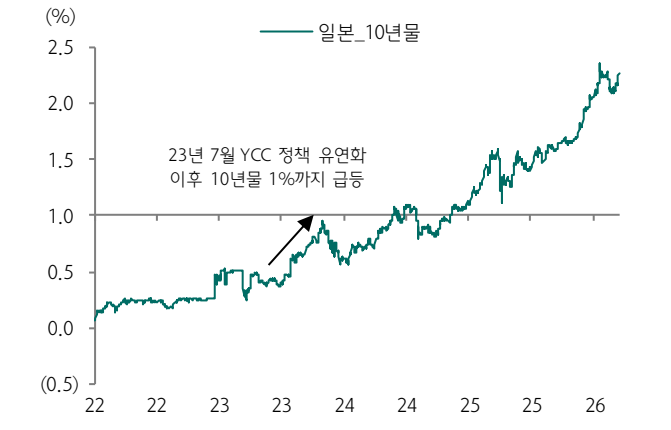
2023년 7월 BOJ 통화정책회의는 YCC의 골격은 유지하되, 운영상의 융통성을 극대화했다. 단기 금리와 장기 금리 변동 허용 폭은 유지했으나, 10년물에 대한 무제한 매입 지정가를 기존 0.5%에서 1.0%로 전격 상향 조정했다. 이는 시장 금리가 1.0%에 도달할 때까지 용인하겠다는 의미로, 사실상 50bp 이상의 장기 금리 상승 공간을 열어둔 조치에 해당한다 [도표 29].

YCC 정책 유연화를 꾀할 수 있었던 이유는 실질 금리가 여전히 마이너스 영역에 있었기 때문

그럼에도 BOJ는 이러한 금리 상승 허용이 '긴축'이 아님을 강조했다. 신선식품을 제외한 근원 CPI가 2% 목표치를 상회하고 있는 상황에서, 명목 금리가 1% 미만으로 소폭 상승하더라도 인플레이션을 차감한 실질 금리는 여전히 마이너스 영역에 머물러 있어 충분한 금융 완화 효과가 지속되고 있다는 논리이다 [도표 30].

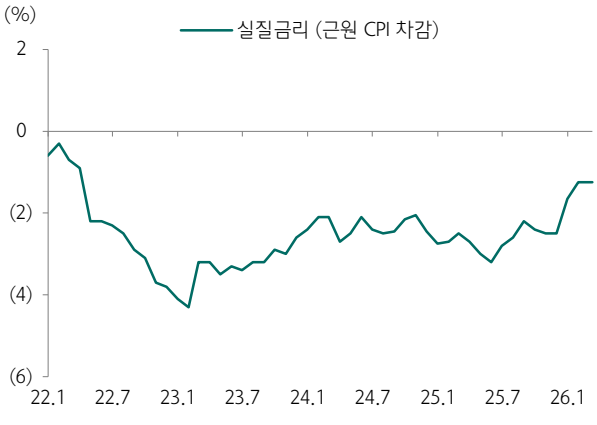
결국 우에다 총재의 초기 행보는 시장의 충격을 최소화하면서도, YCC라는 정책적 제약으로부터 단계적으로 벗어나기 위한 연착륙 전략으로 판단한다. 명목 금리의 통제력을 서서히 약화시키면서도 실질 금리의 마이너스 폭을 활용해 완화적 환경을 유지하려는, 이른바 보이지 않는 정상화의 시작이었다.

도표 29. 2023년 7월 YCC 정책 유연화 이후 일본 국채 금리 급등



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 30. 실질 금리가 마이너스 영역이었기에 YCC 유연화가 가능했음



자료: Bloomberg, 하나증권

[Box 2] 러-우 전쟁 이후 기업들은 판매 가격을 인상하기 시작

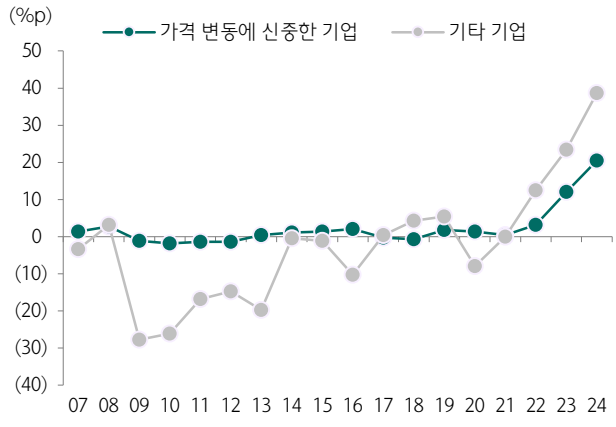
팬데믹과 러-우 전쟁 여파로 일본 기업들은 높은 상품 가격과 엔화 약세로 인한 원자재 등 투입 비용의 급격한 상승에 직면했다. 이러한 상황에서 BOJ는 2023년 2월 "Firms' Recent Price-Setting Stance: Evidence from the Tankan" 보고서를 통해 가격 변동이 신중했던 업종과 기업들 사이에서도 가격 인상 움직임이 확산되고 있다는 내용을 발표했다.

재화(Goods)의 경우 환율의 영향을 크게 받는 내구재 가격이 크게 올랐고, 서비스 가격 상승 속도는 비교적 완만했으나 재료비 비중이 높은 외식 및 가사 관련 서비스(주택 수리, 유지 보수) 가격 상승률은 가속화되었다. 기업들이 비용 상승분을 판매 가격으로 점점 더 많이 전가하는 배경에 세 가지 근본적인 이유를 제시했다. 1) 최근 비용 상승 폭이 과거보다 컸고 2) 일본 경제가 팬데믹 이후 회복 과정에 있으며 3) 글로벌 수요 급증과 공급망 차질의 영향으로 일부 상품 수급 상황이 타이트해졌기 때문이다.

BOJ는 단칸 미시 데이터를 사용해 기업을 '가격 변동에 신중한 기업'과 '기타 기업' 두 그룹으로 분류했다. 전자는 전체 기업의 약 20%를 차지하며, 팬데믹 이전인 1991년부터 2019년까지 대부분의 기간 동안 판매 가격 변동이 없었다고 응답한 기업들이다. 과거 원자재 비용 변동에 따라 '기타 기업'의 경우 판매 가격이 일부 변동이 있었지만, '가격 변동에 신중한 기업'은 원자재 비용이 상승했을 때도 판매 가격을 올리지 않았다. 하지만 이번에는 달랐다. 이들 기업 중 상당수는 30년 만에 처음으로 판매 가격을 인상한 것이다. 가격 인상은 대부분 원재료비가 크게 오른 재화(상품) 분야에서 두드러졌다 [도표 1].

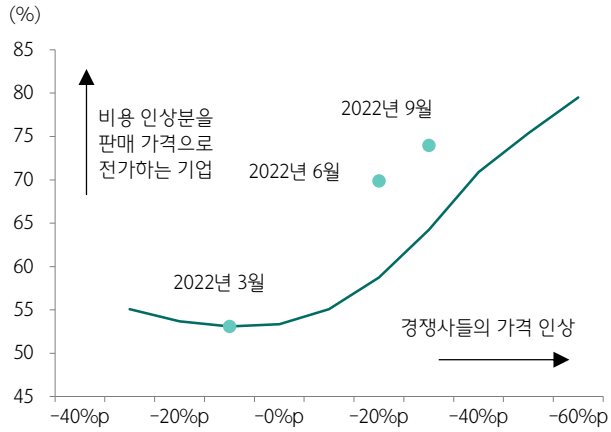
개별 기업들은 판매 가격 인상 시 경쟁사를 고려할 수 밖에 없다. X축은 경쟁사들의 가격 인상을 나타내며, Y축은 비용 인상분을 판매 가격으로 전가하는 기업을 의미한다. 많은 경쟁사가 가격을 올리지 않는 상황에서는 투입 가격이 올라도 기업들이 판매 가격 인상을 주저하는 경향이 있다. 반면, 가격을 올리는 경쟁사가 많아질수록(X축 상승) 비용 상승 분을 판매 가격으로 전가하는 기업의 수가 급격하게 증가하게 된다(Y축 상승). 2022년 3월에는 비용 상승에도 판매 가격을 인상하지 않는 경향이 있었지만, 하반기 들어 많은 경쟁사가 가격을 올리기 시작했고, 이에 따라 비용 상승 분을 판매 가격으로 전가하는 기업의 수가 급격하게 증가하고 있음을 알 수 있다 [도표 2].

도표 1. 가격 변동에 신중한 기업들조차 판매 가격을 인상하기 시작



주: Other firms은 가격 변동에 민감한 기업들은 제외한 나머지 기업
자료: BOJ, 하나증권

도표 2. 비용 상승 분을 판매 가격으로 전가하는 기업들이 크게 증가



주: X축은 경쟁사들의 가격 인상, Y축은 비용 인상분을 판매 가격으로 전가하는 기업
자료: BOJ, 하나증권

5) 출구 전략: YCC 폐기와 양적 긴축(QT)을 통한 통화정책 정상화 단계

2024년 3월 BOJ는 금리 인상과 함께 YCC 정책 종료 선언

2024년 3월, BOJ는 17년 만의 금리 인상을 단행하며 '마이너스 금리'와 '수익률 곡선 통제(YCC)' 정책의 공식 종료를 선언했다. '임금과 물가의 선순환'이 확인되며 2% 물가가 지속적이고 안정적으로 달성될 것이라는 점이 가시권에 들어왔다고 판단했기 때문이다. BOJ는 YCC를 폐기하되 금리 급등 시 국채 매입을 확대하는 안전장치를 남겨두었으나, 시장의 관심은 이미 다음 단계인 국채 매입량 축소, 즉 양적 긴축(QT)에 주목하기 시작했다.

시장은 BOJ의 국채 매입 축소(QT)에 주목하기 시작

BOJ의 국채 매입 이력은 정책 프레임워크와 매크로 환경에 따라 상반된 흐름을 보여왔다 [도표 31].

① QQE 도입기 (2013~2015년)

2013년 양적·질적 금융완화(QQE) 도입 후 연간 국채 매입은 73조 엔으로 직전연도 22조 엔 대비 3배 이상 증가했다. 유동성을 주입하는 전형적인 양적 완화의 모습이다.

② YCC 도입기 (2016~2021년)

2016년 BOJ가 YCC 정책을 동반한 QQE를 시행하기 시작하면서 국채 매입 규모는 줄어들기 시작했다. 장기 금리(10년물)가 시장에서 자연스럽게 목표치에서 유지될 경우, BOJ는 굳이 예정된 국채를 사들일 필요가 없었다. 공식적인 감축 선언 없이도 실질적인 매입량이 줄어드는 일종의 '스텔스 페이퍼링'이 가능했던 시기였다.

③ 글로벌 인플레이션기 (2022~23년)

팬데믹과 러-우 전쟁발 글로벌 금리 상승 압력은 YCC의 모순을 드러냈다. 장기 금리(10년물) 상한선을 사수하기 위해 BOJ는 시장의 매도세를 모두 받아내야 했고, 그 결과 2022년 111조 엔, 2023년 114조 엔 규모의 국채를 매입했다.

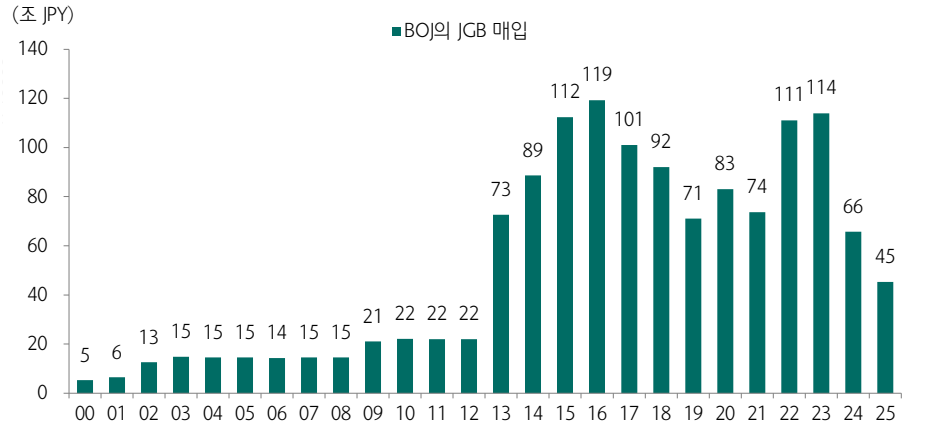
결론적으로, YCC 정책 폐기는 BOJ가 국채 시장의 가격을 인위적으로 결정하던 시대에서 벗어나 시장 기능을 회복하려는 시도이다. 2013년 QQE 도입 후 비대해진 BOJ의 자산 규모를 시장에 무리를 주지 않으면서 어떻게 줄여갈 것인가(QT)는 우에다 체제가 직면한 과제로 남게 되었다.

도표 31. BOJ의 연간 국채 매입 추이

2013년 QQE 도입 후 국채 대규모 매입

2016년 YCC 정책 도입 후 국채 매입 규모 축소

2022년 이후 글로벌 금리 급등하면서 BOJ의 국채 매입 규모 대폭 확대



자료: BOJ, 하나증권

올해 6월에 발표될 국채 매입 가이드라인에 주목할 필요

2024년 8월부터 본격화된 BOJ의 국채 매입 축소(QT)는 당초 계획보다 탄력적으로 운영되고 있다. 분기당 0.4조 엔씩 매입 규모를 줄여오다, 이후 2025년 6월에는 기존 수치를 그대로 유지하되 2026년 4월(2분기)부터는 분기당 매입 축소 폭을 0.2조 엔으로 조정하며 속도 조절에 나섰다 [도표 32].

가이드라인에 따르면 2027년 3월(1분기)까지 월 매입 규모는 2.1조 엔 수준까지 축소될 전망이다. 주목할 점은, 2024년 9월(자민당 선거 등 금리 변동성 대응)을 제외하면, BOJ의 실제 국채 매입 규모가 가이드라인에 따른 계획치를 하회하며 사실상 긴축의 속도를 높여 왔다는 것이다.

실제 매입 규모가 가이드라인보다 적었던 배경은 크게 세 가지로 추정할 수 있다.

① 시장 자생력 검증: YCC 정책 폐기 이후 BOJ의 개입 없이도 채권 시장이 스스로 가격을 형성할 수 있는지를 확인하고 싶었을 가능성

② 엔저 방어: 국채 매입 규모를 선제적으로 줄여 장기 금리 상승을 유도함으로써 미국과의 금리차 축소에 따른 엔저 방어 목적

③ 유동성 제약: BOJ가 전체 국채 발행 잔액은 약 50%를 차지했기에 시중 유동성 부족으로 인해 물량이 부족했을 가능성

향후 시장의 시선은 올해 6월에 발표될 '2027년 4월 이후 가이드라인'에 집중될 것이다. 분기당 0.2조엔 씩 축소되는 그림을 유지할지, 국채 매입 규모 축소(QT)를 멈추고 매월 약 2조 엔 매입을 유지할 지는 불확실하다. 이에 시나리오별로 국채 매입 규모 추정치와 만기 상환액을 감안한 BOJ가 보유하게 될 국채 규모를 추정했다. **[Box 3 참고]**

BOJ 국채 매입 종료 시점은 2029년 3분기로 추정

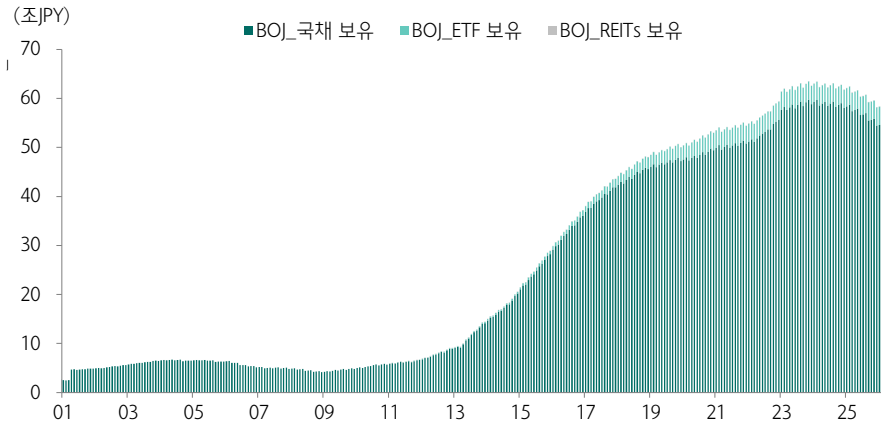
결론적으로 BOJ의 국채 매입 종료 시점은 2029년 3분기로 추정된다. 이 과정에서 BOJ의 국채 보유 비중은 현 수준 45%에서 20~30% 수준으로 하향 안정화될 전망이다.

일본 채권 시장은 점차 BOJ에서 민간 중심으로 개편될 것

BOJ의 국채 보유 비중 축소 과정에서 일시적인 유동성 경색 우려가 있겠으나, 가능성은 낮다고 판단한다. 국채 금리가 매력적인 수준에 도달함에 따라 해외 투자자의 유입뿐만 아니라, 그간 매수를 꺼려했던 보험사 및 연기금(GPIC)의 자금 본국 송환 가능성도 점진적으로 기대해볼 수 있는 시점이다. 일본 채권 시장은 BOJ 독점 체재에서 민간 중심의 정상적인 시장으로의 체질 개선 단계에 진입했다.

도표 32. BOJ가 보유한 국채 규모는 약 545조 엔

BOJ가 보유한 JGB가 대차대조표 자산 항목에서 가장 큰 비중을 차지



자료: BOJ, 하나증권

[Box 3] 시나리오 별 BOJ 국채 보유액 추정

향후 BOJ의 QT 경로는 2026년 6월 발표될 차기 가이드라인에 의해 결정될 것이며, 이를 만기 상환액까지 감안해 두 가지 시나리오로 추정했다. [도표 1~3]

시나리오 ① 점진적 감액 유지 (분기당 0.2조 엔 축소 지속)

1) 경로: 2027년 2분기 1.9조 엔 → 3분기 1.7조 엔 순으로 매입 규모를 순차적으로 축소

2) 결과: 올해 6월에 발표될 가이드라인의 마지막 시점인 2028년 3월까지 보유액은 약 437조 엔으로 현 잔액 대비 20% 감소 예상

3) 종료 시점: 추세 지속될 경우 2029년 9월(3분기) 국채 매입 종료 예상. 보유액은 약 367조 엔으로 현 잔액 대비 30% 이상 감소 예상

시나리오 ② 현행 매입 규모 유지 (월 2.1조 엔 고정)

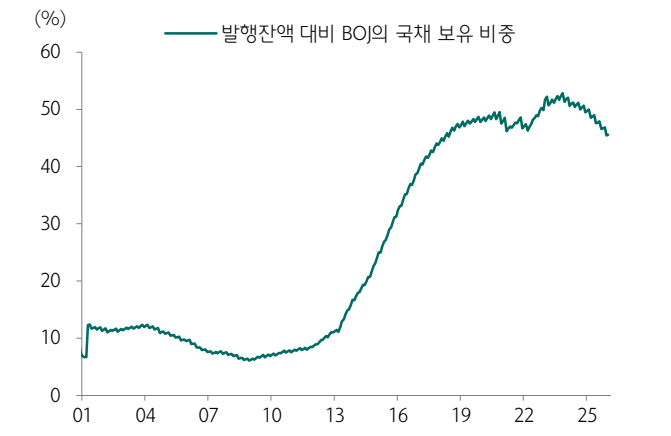
1) 경로: 2026년 1분기 이후 매월 2.1조 엔의 매입 규모를 고정적으로 유지

2) 결과: 2028년 3월 보유액은 약 443조엔으로 현 잔액 대비 19% 감소 예상

3) 종료 시점: 2032년 6월 예상. BOJ의 보유 국채 가중평균만기(WAM) 6.27년을 고려할 때, 2032년 6월 이후에도 이 규모를 유지하면 매입액이 상환액을 상회해 BOJ가 보유한 국채 보유액이 오히려 증가하게 됨

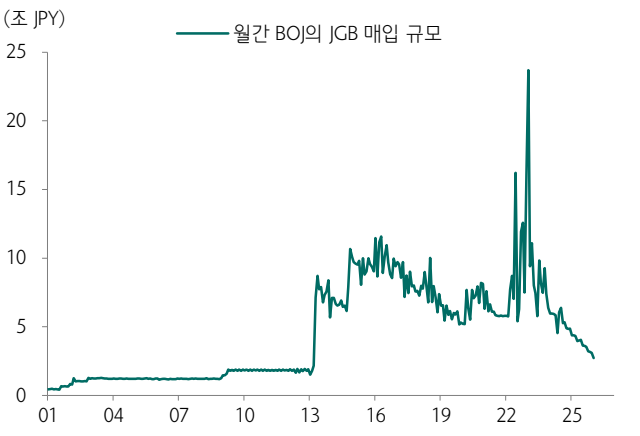
정리해보면, BOJ가 시나리오 ①에 입각한 '점진적 감액'을 선택한다면 2029년경 국채 매입을 종료할 가능성이 높다고 판단한다. [도표 4] BOJ의 목표는 명확하다. 발행 잔액 대비 국채 보유 비중을 낮추며 민간 중심의 채권 시장을 재건하는 것이다. 유동성 우려도 있으나, 국채 금리가 상승하며 메리트가 점차 부각되고 있어 해외 투자뿐만 아니라 국채 매수를 꺼려했던 일본 내 생명보험사, 그리고 연기금(GPIF)의 자금 유입도 기대해볼 수 있는 시점이다.

도표 1. BOJ는 전체 JGB 발행 잔액의 약 45%를 보유 중



자료: BOJ, 하나증권

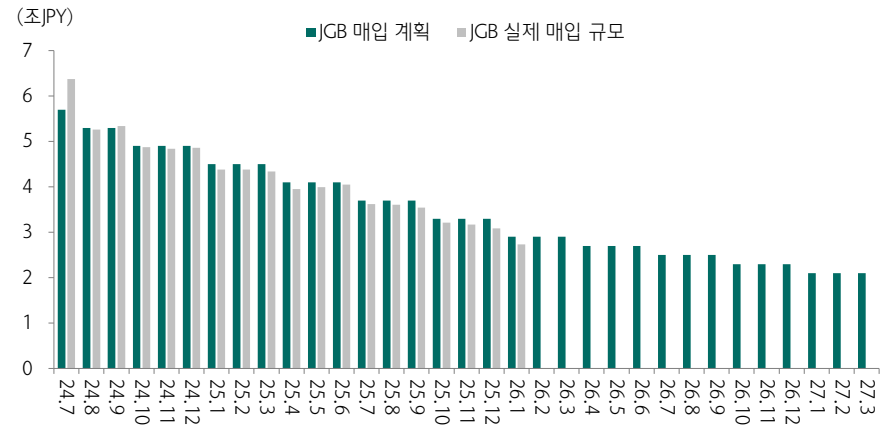
도표 2. 2013년 QQE 이후 JGB 대규모 매입



자료: BOJ, 하나증권

2024년 9월 제외하고
매월 기존 계획보다
JGB 매입 규모가 적었던 특징

도표 3. 2024년 8월부터 BOJ는 JGB 매입 규모를 축소하기 시작(QT)

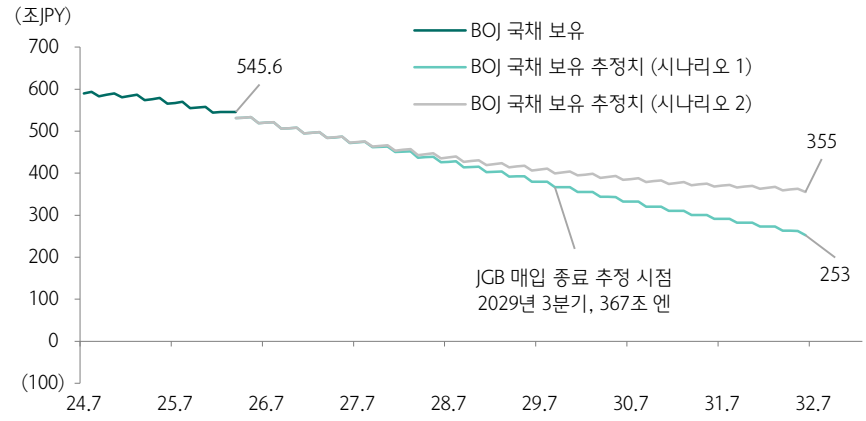


자료: BOJ, 하나증권

6월 가이드라인 발표에서
시나리오 ①에 가깝게
'점진적 감액 유지'를
선택할 가능성

시나리오 ①에 따르면
JGB 매입 종료 시점은
2029년 3분기.
BOJ의 JGB 보유액은
367조 엔으로 추정

도표 4. 시나리오 별 BOJ 국채 보유 추정치



자료: BOJ, 하나증권

3. 글로벌 '큰 손' 일본계 자금

1) 일본은 세계 최대 순채권국

일본은 세계 최대의 채권국
미국은 세계 최대의 채무국

일본은 해외 금융자산을 가장 많이 보유한 세계 최대의 채권국이다. 반면, 미국은 세계 최대의 채무국이다. 국제순투자포지션(Net International Investment position, 이하 Net IIP)을 보면 명확해진다 [도표 33].

일본의 국제순투자포지션(Net IIP), 즉 일본 정부와 기업, 개인이 해외에 보유한 순 자산 가치는 3.6조 달러에 이른다. 금융기관을 포함한 민간 투자자들이 해외 자산 대부분을 보유 중이다. 미국의 국제순투자포지션(Net IIP)은 -27.6조 달러를 기록 중이다 [도표 34].

상품 수지는 정체 국면에 진입
본원소득수지가 경상수지 흑자를
견인하고 있는 상황

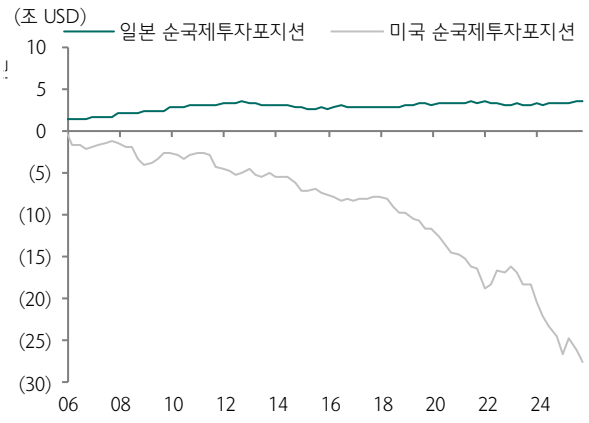
1996년 이후 누적 487조 엔에 달하는 일본의 경상수지 흑자는 구조적 변화를 겪고 있다. 과거 성장을 주도했던 상품 수지는 정체 국면인 반면, 해외 자산에서 발생하는 이자와 배당 중심의 본원소득수지가 급격히 가팔라지며 전체 흑자를 견인하고 있다 [도표 35].

2013년 이후 경상수지 누적액과 국제순투자포지션 간의 갭이 빠르게 확대되고 있다. 단순히 흑자로 벌어들인 돈을 넘어, 해외에 투자된 자산의 평가 가치 상승이 더해진 결과다. 542조 엔 규모의 대외 순자산 중 상당 부분은 보험사, 연기금, 은행과 같은 금융기관과 개인들이 보유하고 있다 [도표 36].

BOJ 매입 축소 영향은 제한적
엔화 본격적으로 반등한다면
국내외 채권 수요는 충분

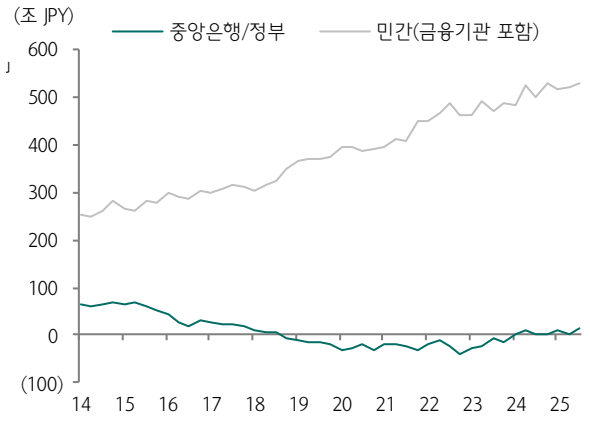
향후 BOJ가 국채 매입 축소(QT)를 단행하더라도 채권 시장의 수급 충격은 제한적일 것으로 판단한다. 핵심 변수는 엔화 가치의 반등 시점이다. 엔화 강세 기조가 뚜렷해지면, 해외 자산을 보유한 민간 투자자들은 대외 자산을 매각하고 자금을 본국으로 송환할 가능성이 높다. 유입될 막대한 유동성은 일본 국채 시장으로 유입되어, BOJ의 매입 축소분을 충분히 흡수할 수 있을 것으로 예상한다.

도표 33. 세계 최대 채권국은 일본. 최대 채무국은 미국



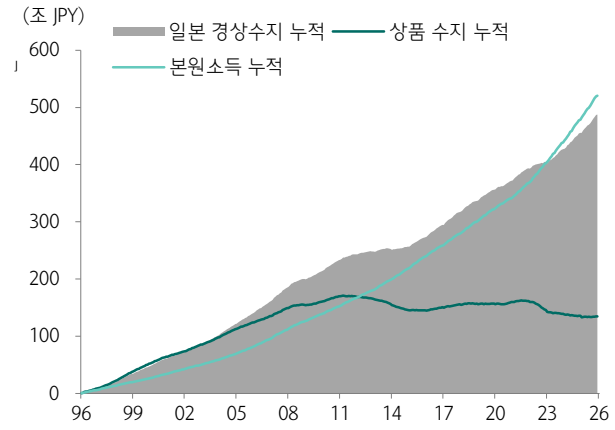
주: 순국제투자포지션은 일본 정부와 기업, 개인이 해외에 보유한 순 자산을 의미
자료: Bloomberg, 하나증권.

도표 34. 일본 금융기관 포함한 민간 자금이 해외에 대거 투자



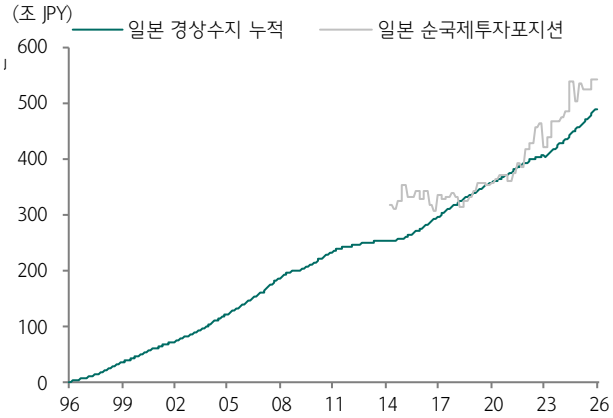
주: 민간은 중앙은행과 정부를 제외한 나머지를 모두 포함
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 35. 일본은 상품 수출보다 해외 투자를 통해 자산을 불리는 단계



주: 본원소득은 해외 자산에서 발생하는 이자와 배당을 모두 포함
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 36. 2013년 아베노믹스부터 해외 자산을 대규모로 매입하기 시작



주: 1996년 이후 경상수지 누적액
자료: Bloomberg, 하나증권

2) 국가별 일본계 자금 익스포저 분석

글로벌 채권 시장 내 일본계 자금은 미국에 압도적으로 집중되어 있음

세계 최대 채권국인 일본의 자금 흐름은 글로벌 자산 가격, 특히 미국 국채 시장에 유의미한 영향력을 미친다. 일본계 자금은 주식 시장에서는 케이맨제도, 아일랜드 등 조세 회피처 및 펀드 거점을 중심으로 분포해 있으나, 채권 시장에서는 미국에 압도적으로 집중되어 있다. 일본이 미 국채 최대 보유국이라는 사실은 미국의 통화·재정 정책이 일본의 정책 변화와 엔화 변동성으로부터 자유로울 수 없는 이유이기도 하다 [도표 37].

베센트가 '레이트 체크'를 단행한 것은 궁극적으로 미국 장기 금리 하락을 유도하기 위함

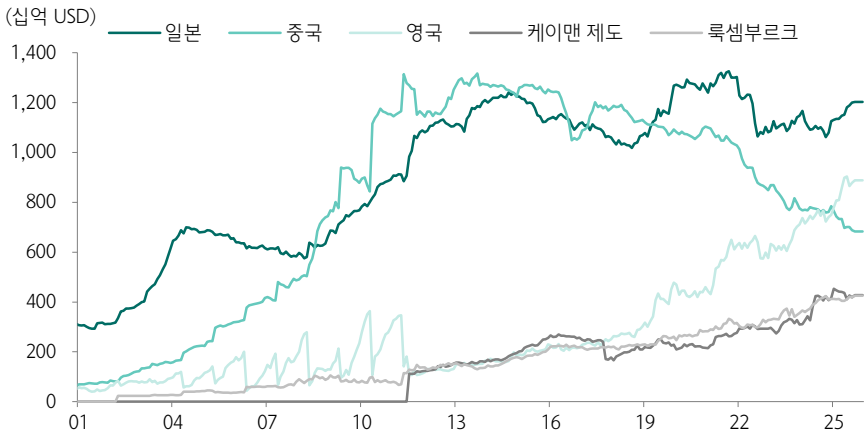
최근 베센트 재무장관 주도로 단행된 뉴욕 연은의 엔화 '레이트 체크'는 미국이 더 이상 엔저를 방관하지 않겠다는 강력한 신호였다. 단순히 외환 시장의 변동성을 잡기 위함이 아니라, 일본의 영향력을 활용해 미국의 국익을 확보하려는 전략적 의도로 판단된다.

미 재무부가 엔화 강세를 유도하는 이면에는 미국 장기 금리 안정화라는 목표가 있다. 엔화 약세가 지속될 경우 발생하는 파급 경로는 다음과 같이 추정할 수 있다. 엔저 지속 → 수입 물가 상승에 따른 인플레이션 압력 → 일본 장기 금리 상승 → 미일 금리차 축소 → 미 장기 금리 상승

베센트가 일본의 기준금리 인상을 지속적으로 언급하는 것은 역설적으로 미국의 차입 비용을 낮추기 위함이다. 엔화가 강세로 반전되어 일본 내 물가 압력이 완화되어야 글로벌 금리 상승의 트리거가 제거되기 때문이다. 미국 재무부가 자국의 채권 시장 안정을 위해 일본의 통화정책 정상화를 적극적으로 독려하는 이례적인 공조 국면인 것이다.

도표 37. 국가별 미 국채 보유 현황

일본이 압도적 1위
미 국채를 약 1.2조 달러 보유



자료: Bloomberg, 하나증권

3) 자금의 U턴 기대감

YCC 정책 폐기 전까지
민간 투자자들은 일본 국채를
대규모 순매도
금리 메리트가 없었기 때문

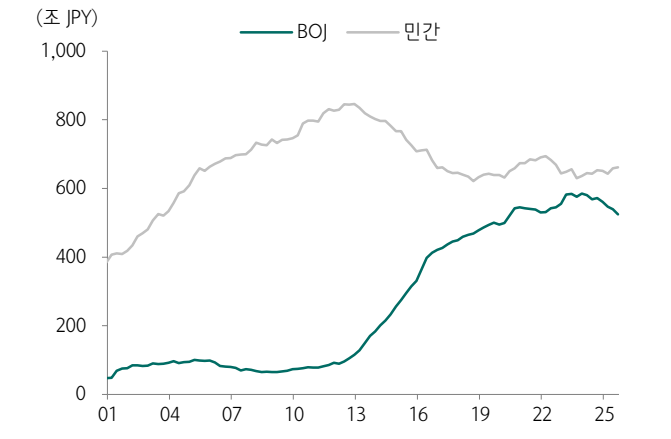
지난 10년 간 일본 채권 시장은 BOJ의 압도적인 매수세가 민간 수요를 구축하는 기형적 구조를 유지해 왔다. 2013년 아베노믹스 출범 이후 2024년 YCC 폐기 전까지, BOJ는 누적 409조 엔 규모의 국채를 쓸어 담았다. 반면, 수익률 메리트를 상실한 민간 투자자들은 동 기간 185조 엔을 순매도했다 [도표 38~39].

특히 시중은행(예탁 기관)의 행보가 두드러졌다. 마이너스 금리 정책과 YCC 금리 상한선 설정으로 국채 매력이 떨어지자, 시중은행들은 약 219조 엔에 달하는 자금을 매도하고 더 높은 수익률을 찾아 해외 자산으로 눈을 돌렸다. 이는 일본의 대외 순자산이 비대해진 주요 원인이자, 미 국채 시장에서 일본계 자금의 영향력이 막강해진 배경이다 [도표 40].

YCC 정책 폐기 이후
일본 국채 수급은 개선되는 중

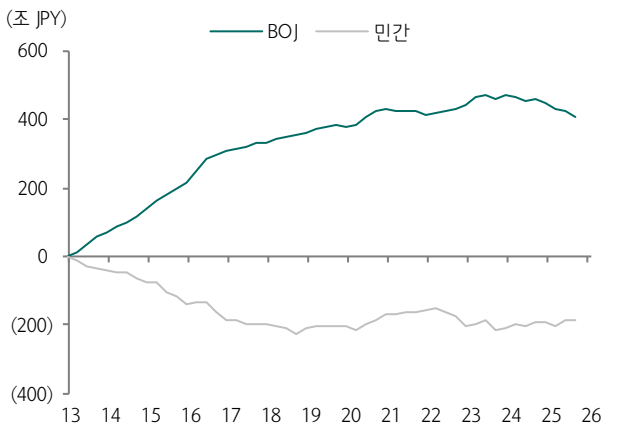
2024년 3월 마이너스 금리 종료를 기점으로 일본 국채 수급에 변화가 감지되고 있다. 인위적인 금리 억압이 사라지자, 시장은 떠났던 로컬 자금들이 다시 일본 국채로 복귀하는 현상이 본격화된 것이다. 최근 일본 기업과 가계는 약 53조 엔 규모의 순매수하고 있으며, 꾸준히 국채를 매도해온 예탁 기관들 또한 금리 상승에 따른 이자 수익을 기대하며 순매수 대열에 합류하기 시작했다 [도표 41].

도표 38. BOJ와 민간 투자자의 국채 보유 추이



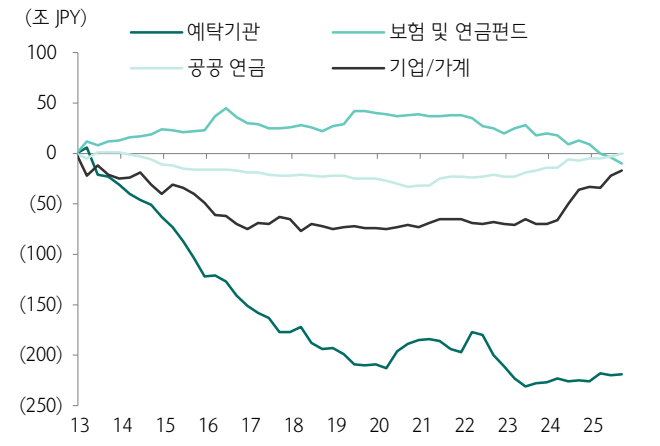
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 39. 2013년 이후 BOJ와 민간 투자자의 국채 순매수 추이



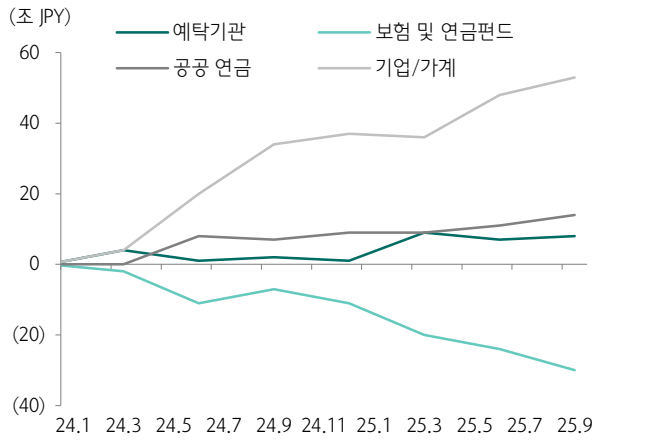
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 40. 2013년 이후 민간 투자자별 국채 순매수 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 41. 2024년 이후 민간 투자자별 국채 순매수 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

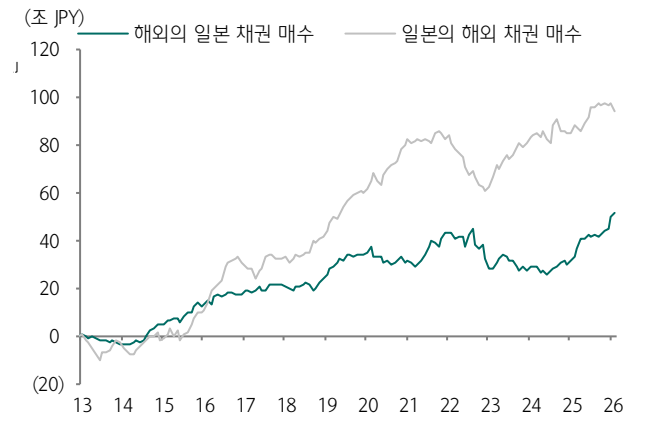
최근 외국인들의 일본 국채 순매수 규모가 늘어나기 시작

자본의 흐름이 큰 틀에서는 아직 바뀌지 않은 모습이다. 2013년 이후 일본계 자금은 94조 엔 규모의 해외 채권을 순매수하며 글로벌 채권 시장에 큰손 역할을 해왔다. 반면 동기간 외국인의 일본 국채 매수는 52조 엔에 그치며 수급 불균형을 보여왔다. 하지만 최근 5개월 간 외국인 자금이 10조 엔 이상 유입되며 변화의 조짐이 나타나고 있다 [도표 42~43].

유의미한 엔화 반등과 금리 안정을 위해서는 해외에 나가 있는 일본계 자금 회귀가 중요할 것

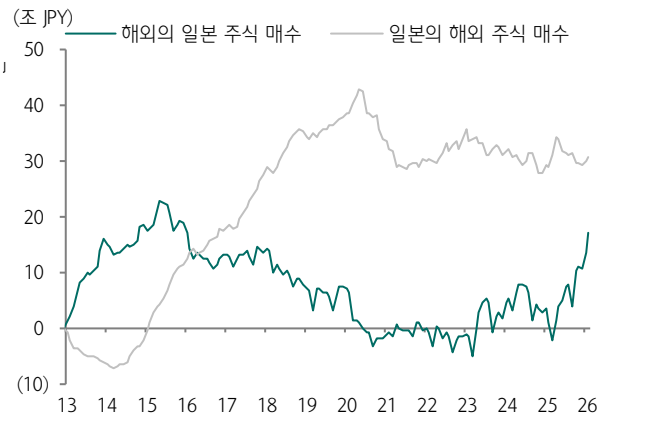
유의미한 엔화 반등과 금리 안정을 위해서는 해외 채권에 투자된 일본계 자금의 향방이 중요하다. BOJ는 현재 금리 인상과 양적 긴축(QT)을 결합한 '통화정책 정상화' 과정에 있다. 이론적으로는 금리 상승 요인이지만, 일본 국채에 대한 강력한 잠재적 수요가 있다는 사실을 감안할 필요가 있다. 과거 YCC와 마이너스 금리 체제하에서 어쩔 수 없이 해외로 떠났던 기관들의 자금이 회귀한다면 금리 안정화와 엔화의 중장기적 강세 전환을 이끄는 핵심 동력이 될 것이다.

도표 42. 2013년 이후 채권 누적 순매수 현황



주: 일본의 해외 채권 매수는 일본계 자금의 해외 채권 순매수를 의미
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 43. 2013년 이후 주식 누적 순매수 현황



주: 일본의 해외 주식 매수는 일본계 자금의 해외 주식 순매수를 의미
자료: Bloomberg, 하나증권

4. 사나에노믹스의 도전

1) 아베노믹스 vs 사나에노믹스

아베노믹스 vs 사나에노믹스
현재 일본은 2013년과 다름

다카이치 총리의 '사나에노믹스'는 아베 전 총리의 '아베노믹스'와 종종 닮았다곤 한다. 아베노믹스의 정신적 계승자를 자처하지만, 현재 일본이 처한 환경은 2013년과는 사뭇 다르다. ① 물가 ② 자산 가격 ③ 재정 투입의 질적 변화가 근본적인 차이점이다.

① 물가
호재에서 악재로 변한 '엔저'

① 물가: 아베노믹스는 1990년대 후반부터 이어져 온 디플레이션에 대응하기 위해 무제한 양적 완화와 엔저 유도를 통해 인위적으로 물가를 2%까지 끌어올리는 것이 가장 큰 목표였다. 지금은 확연히 다른 상황이다. 신선식품을 제외한 근원 CPI는 2022년 3월 이후 2%를 꾸준히 상회 중이다 [도표 44]. 결국 '아베노믹스' 당시에는 '엔저'가 호재였으나, 이제는 '엔저'가 수입 물가를 끌어올려 소비를 위축시키는 상황으로 변한 것이다.

② 자산 가격
K-자형 양극화 심화

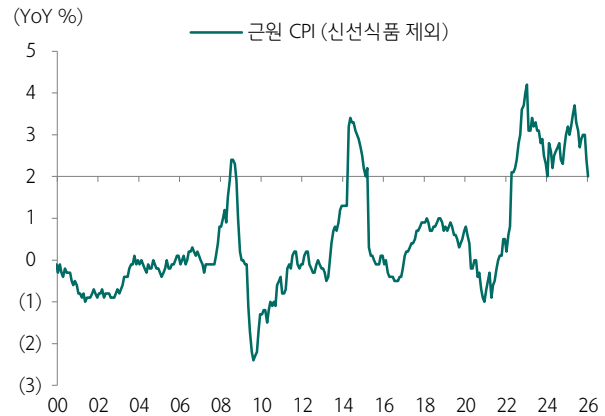
② 자산 가격: '아베노믹스' 당시 잃어버린 20년으로 인해 닛케이 주가와 부동산 가격은 침체의 연속이었다. 한편, 현재 닛케이 지수는 역대 최고치를 경신 중이며, 도쿄 신축 아파트 가격은 직장인이 감당할 수 없는 수준까지 폭등했다 [도표 45]. 미국처럼 일본도 K-자형 양극화가 심화될 수 있음을 시사한다.

③ 재정 투입의 질적 변화
전략적 타켓팅

③ 재정 투입의 질적 변화: '아베노믹스' 당시 규제 완화와 구조 개혁을 통해 침체되어 있는 경제를 되살리는 것이 핵심이었다. 한편, 다카이치 총리는 '사나에노믹스'를 통해 "증세 없는 세수 증대"를 목표로 삼았다. 17개 산업에 재정을 선별적으로 투입해 초기에 생산성을 향상시켜 새로운 세수를 후행적으로 창출하고자 한다.

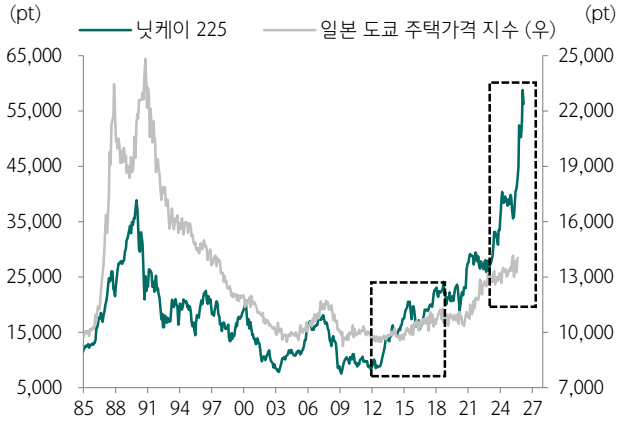
결국 '아베노믹스'는 디플레이션이라는 국면에서 침체된 수요를 진작하려는 양적 회복에 방점을 찍었다면, '사나에노믹스'는 전략 자산에 자원을 집중 투입해 경제 구조의 체질을 바꾸려는 질적 도약을 목표로 하는 것이다.

도표 44. 아베노믹스 때와 달리 근원 CPI는 2%를 꾸준히 상회 중



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 45. 닛케이 주가와 도쿄 부동산 가격 급등



자료: Wind, 하나증권

2) Policy Mix: 확장 재정과 금리 인상이 공존하려면

일본의 경우 노동력 부족과 자본 투입에서 한계에 부딪힌 상황

다카이치 정부의 확장 재정 정책이 과거의 실패를 되풀이하지 않기 위해서는 재원이 잠재성장률을 끌어올릴 수 있는 적재적소의 분야에 흘러가게 만드는 것이 관건이다. 과거 일본이 겪은 장기 침체의 원인 중 상당 부분은 규모는 컸지만 목표가 불분명했던 재정 부양책이었기 때문이다.

현재 일본 경제는 인력 부족과 설비 수주 과잉이라는 공급 제약에 직면해 있어, 전통적인 방식의 재정 부양은 실질 성장이 아닌 인플레이션 압력을 가중할 리스크가 크다.

건설 및 기계 부문의 수주 잔고는 이미 임계치에 도달해 있다 [도표 46]. 이 상황에서 정부가 추가적인 세제 혜택이나 보조금을 집행하더라도, 현장에서는 이를 소화할 노동력과 시간이 부족하다. 결과적으로 투자의 즉각적인 집행은 지연되고, 한정된 자원을 선점하려는 경쟁만 심화되어 근원 물가를 밀어 올리는 부작용을 초래할 수 있다.

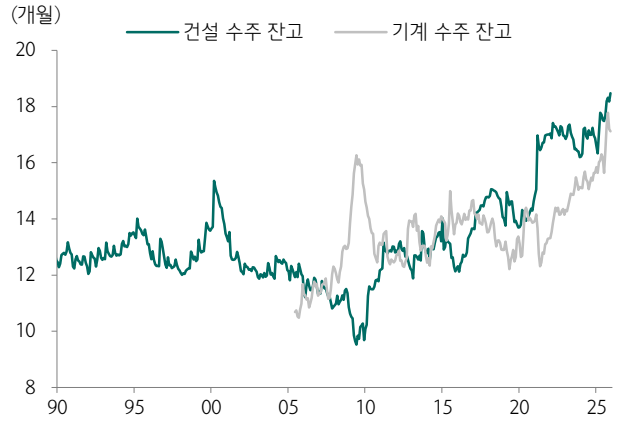
잠재성장률을 끌어올리기 위해서는 생산성 향상이 중요

잠재성장률을 결정하는 세 가지 축인 노동, 자본, 생산성 중 현재 일본은 앞의 두 축에서 한계에 부딪힌 상태이다. 단칸(Tankan) 조사 결과, 인력 부족을 호소하는 기업 비중이 과잉 응답보다 38%p나 높았다 [도표 47]. 설비 수주 잔고도 이미 과잉 상태로, 추가적인 자본 투입이 즉각적인 생산량 증대로 이어지기 어려운 구조이다.

노동과 자본의 추가 투입이 한계에 다다른 시점에서 잠재성장률을 끌어올릴 수 있는 유일한 변수는 생산성(Productivity)이다. 즉, 사나에노믹스의 재정 투입은 기존 시스템의 효율을 극대화하는 기술 혁신에 집중되어야 한다. [도표 48]

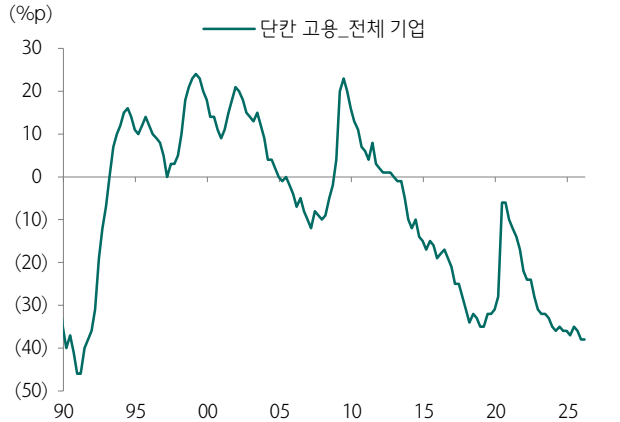
일본 경제가 '강한 경제'로 거듭나기 위해서는 무형 자산(AI, 소프트웨어 R&D) 투자 확대를 통한 근본적인 생산성 향상이 필요하다. 다카이치 총리는 올해 2월 시정방침 연설을 통해 '책임 있는 적극 재정'을 천명하며, 오랜 기간 이어진 투자 부족의 고리를 끊고 생산성 향상을 통한 세수 증대라는 선순환 구조를 구축하겠다는 의지를 밝혔다.

도표 46. 건설 및 기계 부문의 수주 잔고는 이미 과잉 상태



주: 건설 수주 잔고와 기계 수주 잔고를 모두 해소하는 데 걸리는 개월 수
자료: MLIT(국토교통성), Cabinet Office(내각부), 하나증권

도표 47. 인력 부족을 느끼는 기업이 크게 늘어난 상황



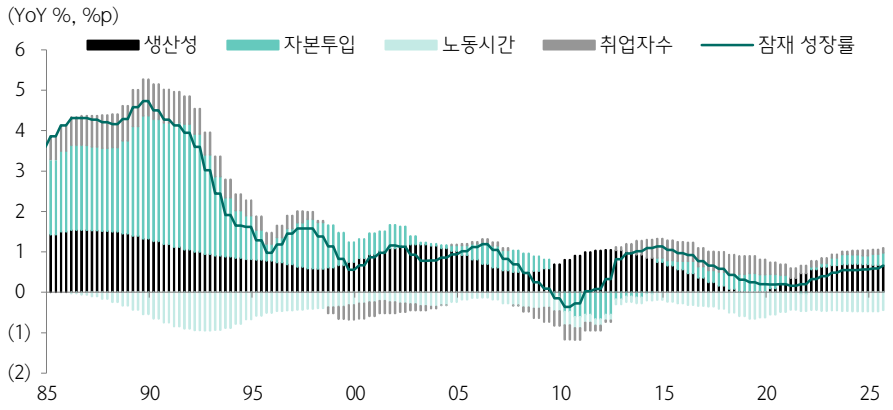
주: 단칸 고용 환경 지수가 하락할 수록 인력이 부족하다는 의미
자료: Bloomberg, 하나증권

잠재성장률은 노동, 자본, 생산성으로 구성

일본은 노동과 자본의 추가 투입이 한계에 다다른 상황

잠재성장률을 끌어올리기 위해서는 생산성이 중요한 시기

도표 48. 일본 잠재성장률 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

다음은 연설 일부분을 발췌한 것이다.

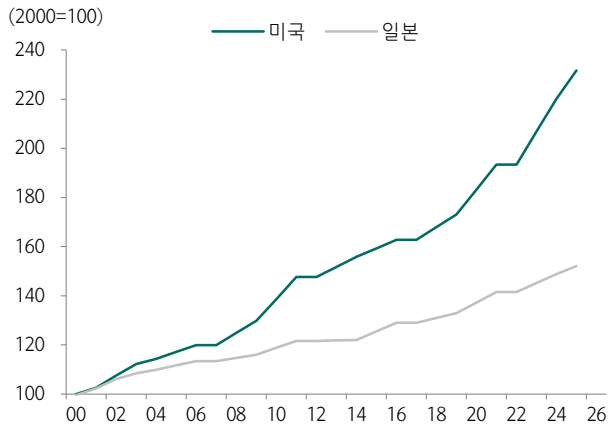
우리나라의 잠재성장률은 주요 선진국에 비해 침체되어 있습니다. 하지만 기술 혁신력이나 노동 효율성을 나타내는 수치는 타국에 뒤처지지 않습니다…압도적으로 부족한 것은 국내 투자입니다. 그 촉진을 위해 철저히 지원하겠습니다…고용과 소득을 늘리며, 소비 심리를 개선하고, 사업 수익이 올라 세율을 올리지 않아도 세수가 자연 증대로 이어지는 '강한 경제'를 구축하겠습니다. 이 선순환을 실현함으로써 일본 경제의 파이를 키우는 동시에 물가 상승에 지지 않는 임금 상승을 실현하겠습니다…이를 위한 '책임 있는 적극 재정'입니다. 오랜 기간 이어진 과도한 긴축 지향, 미래 투자 부족의 흐름을 끊겠습니다.

일본이 미국보다 경쟁력이 뒤처진 핵심 원인 중 하나는 낮은 무형 자산 비중이다. 무형자산은 투입량 대비 산출량을 기하급수적으로 늘리는 생산성 향상의 핵심 동력이다. 역사적으로 미국 대비 일본의 노동 생산성이 향상될수록 엔화는 달러 대비 평가 절상되는 경향을 보였다. 생산성 향상으로 공급 능력이 확충되면, 엔저를 방어하기 위한 무리한 금리 인상 압력이 줄어들어 연착륙이 가능해진다. [도표 49~50]

다카이치 행정부의 '확장 재정'과 BOJ의 '금리 인상' 조합이 성공하기 위해서는 먼저 정부의 재정 투입이 단순 인프라에 그치지 않고, 기업들의 무형 자산 투자를 이끌어내는 마중물 역할을 수행해 잠재성장률의 실질적 반등을 이끌어내야 한다.

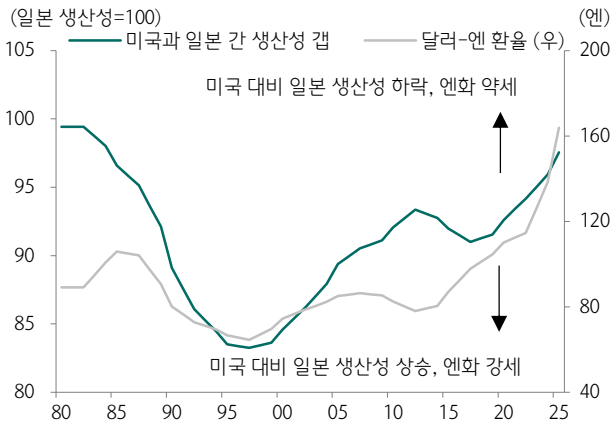
BOJ는 확장 재정에 따른 단기적인 물가 압력을 관리하되, 중장기적으로는 잠재성장률 상승에 따른 중립 금리(r*) 상향 조정에 발맞춰 점진적인 기준 금리 인상이 이뤄져야 할 것이다. 다카이치 행정부의 확장 재정이 생산성 향상으로 귀결된다면, 일본은 임금 상승과 경제 성장이 공존하는 균형점에 도달할 것으로 판단한다.

도표 49. 미국과 일본 노동 생산성 추이



주: 2000년 이후 정규화
자료: Cabinet Office, 하나증권

도표 50. 미국보다 생산성 낮아질수록 달러-엔 상승(엔화 약세)



주: 미국과 일본 간 생산성 갭이 커질수록 미국 대비 일본의 생산성이 낮다는 의미
자료: Cabinet Office, 하나증권

3) 결론: 일본 10년물 금리 상단 2.50~2.70%

일본 경제는 금리 정상화와 통화 가치 방어를 골자로 하는 '정상화(Normalization)'의 국면으로 진입했다. 과거에는 엔저가 금리 안정을 의미했으나, 지금은 BOJ의 양적 긴축(QT)과 기준 금리 인상이 맞물리며 엔저와 금리 상승이 동시에 발생하는 이례적인 국면이다.

이러한 변화의 핵심 동력은 다카이치 행정부가 지향하는 '생산성 기반의 경제 선순환 구조'에 있다. 임금 상승이 단기적으로는 물가 압력을 자극할 수 있으나, 무형 자산 중심의 생산성 혁신이 이를 상쇄하며 잠재성장률을 견인한다면 중립 금리(r*) 상향 조정으로 이어질 것이다. BOJ는 물가 상승폭을 상회하는 금리 인상을 단행할 명분을 확보하게 되며, 이는 실질 금리의 안정적인 플러스(+) 구간 안착을 가능하게 할 것으로 판단한다.

최근 중동 전쟁으로 인한 유가 상승은 BOJ가 간과할 수 없는 핵심 변수이다. 현재의 고유가는 기대 인플레이션을 자극하고 임금 인상 압력을 높이는 '물가 상방 요인'으로 작용하고 있기 때문이다. 3월 BOJ 성명서가 매파적으로 해석된 배경 역시 수입 물가 상승에 따른 2차 파급 효과를 경계하기 위함이다. 만약 유가가 배럴당 $100 수준에서 고착화된다면, 금리 인상 시점은 시장의 예상보다 앞당겨질 가능성이 높다. **[Box 4 참고]**

일본 국채 금리는 점차 상단에 도달하고 있다고 판단한다. 경제 정상화 가정하에 실질 금리가 추가 상승하더라도, 중장기적 관점에서 생산성 혁신이 물가 압력을 상쇄해 준다면 10년물 금리는 점차 안정세를 찾을 것이다. 10년물 적정 레벨은 1) 중립금리 추정치(0.5%)와 BOJ의 물가 목표치(2.0%)를 합산하면 2.50% 수준으로 산출되며 2) 2000년 이후 실질 금리 평균치(0.82%)와 10년 기대 인플레이션(1.90%)을 합산하면 2.70%로 산출된다. 즉, 10년물 상단은 2.50~2.70%에서 형성될 것이다. 단, 중동 전쟁 발 장기 기대 인플레이션의 추가 상승 여부가 상단을 높일 수 있는 변수로 작용할 전망이다. [도표 51]

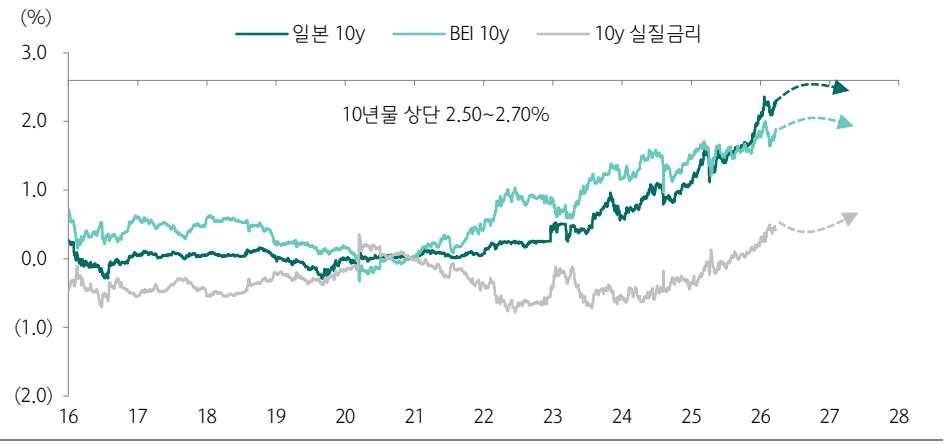
현시점의 일본 국채 투자는 당분간 관망하는 것이 합리적이다. 다만, 상반기 내 중동 전쟁에 따른 에너지 시장 불확실성이 완화된다면 자본 차익보다는 높아진 이자 수익과 환 차익에 집중하는 전략이 유효하다. 유의미한 금리 하락에 따른 자본 차익을 노려볼 수 있는 시점은 10년물 금리가 상단(2.50~2.70%)을 터치한 후 안착하는 연말 이후가 될 것이다.

일본 10년물 상단 2.50~2.70%
현시점의 일본 국채 투자는 '관망'

에너지 불확실성 완화된 이후
이자 수익과 환 차익 노려볼 시점

자본 차익까지 노려볼 수 있는
시점은 연말 이후

도표 51. 일본 10년물 금리 상단 2.50~2.70%



자료: 하나증권

[Box 4] 수입 물가 상승을 경계하는 BOJ

BOJ의 1월 경제전망 보고서 ('Outlook for Economic Activity and Prices')에 따르면, 최근 일본 경제는 환율 변동 및 수입 물가 상승이 소비자 물가에 미치는 영향력이 과거보다 현저히 강화되는 구조적 변화를 겪고 있음을 시사했다.

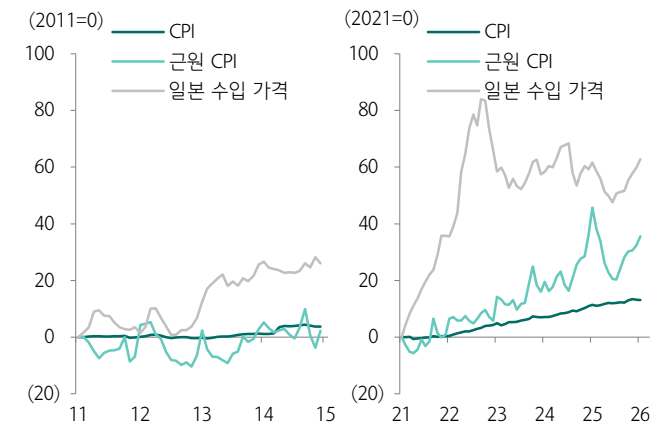
BOJ 분석에 따르면, 2022~24년 엔화 기준 수입 물가는 36% 상승했으며, 이에 대응해 소비자 물가는 9% 상승했다. 이는 2012~14년 수입 물가 19% 상승에도 소비자 물가가 1.5% 상승에 그쳤던 것과 비교할 때, 물가 전가(Pass-through) 강도가 가팔라졌음을 의미한다. [도표 1]

핵심은 단순한 원가 반영을 넘어서 '2차 파급 효과'에 있다. 물가 상승 기여도를 분석해보면, 직접적인 투입 비용 상승분(4.7%p) 외에도 기업 마진 및 노동 비용을 포함한 '기타 요인'의 기여도가 4.0%p에 달한다. 2012~14년 당시 기타 요인의 기여도가 0.0%p였음을 감안할 때, 현재 일본 기업들은 수입 물가 상승을 촉매제로 삼아 임금과 가격을 동시에 인상하는 중이다.

엔저 충격 발생 시 소비자 물가는 약 1년 후에 정점에 도달하며, 특히 수입 의존도가 높은 식품과 내구재를 중심으로 민감하게 반응하는 경향이 있었다. 주목할 점은 엔저 충격 발생 3년 차에 들어서면 수입 원가 상승이라는 직접적인 원인보다 임금 인상에 따른 '2차 파급 효과'가 직접적 효과와 대등한 수준으로 커진다는 사실이다. [도표 2]

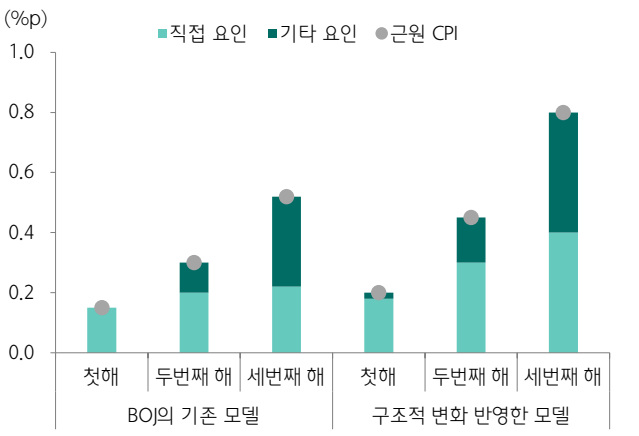
결론적으로, 최근 일본의 물가 상승은 '수입 비중 확대에 따른 직접 효과'와 '기업 행태 변화에 따른 2차 효과'가 결합된 복합 작용의 결과물이다. 이는 BOJ가 수입 물가 충격에 따른 인플레이션 리스크를 경계하는 근거가 되며, 시장의 예상보다 금리 인상 시점이 앞당겨질 가능성을 뒷받침한다.

도표 1. 수입 물가와 CPI 누적 상승률



주: 왼쪽 차트는 2011년을 기준으로 정규화. 오른쪽 차트는 2021년을 기준으로 정규화
자료: BOJ, Bloomberg, 하나증권

도표 2. 엔화 가치 하락이 CPI에 미치는 영향



주: 엔화 5% 평가절하되었을 경우 CPI에 미치는 영향
자료: BOJ, 하나증권