



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 10일 | Global Fixed Income

해외채권

[일본] 엔화와 국채, 악순환에서 선순환으로

- 엔화 강세와 국채 강세가 서로를 뒷받침하는 선순환으로 전환될 가능성 높아지는 중
- 9월 인상 전망. 단, 급격한 긴축은 엔 캐리 언와인딩 촉발해 금융시장 변동성 높일 수 있음. 부작용 감안해 점진적인 정상화 기조 이어갈 것
- 금리 레벨은 매력적인 수준에 도달. 단, 9월 인상 이후에도 최종금리 수준이 상향조정 될 수 있음. 단기적으로 10년 금리 3.0% 상회 가능성에 무게

BOJ: 9월 인상 전망

엔화 약세와 일본 국채 약세가 서로를 강화하던 기존의 악순환이 이제는 엔화 강세와 국채 강세가 서로를 뒷받침하는 선순환으로 전환될 가능성이 커지고 있다. 달러-엔 환율은 8월 말 미-일 환율 공조와 일본 당국의 엔화 매수 개입으로 일시적으로 급락한 이후 일부 되돌림이 나타났으나, 9월 들어 가파르게 하락 중이다. 공교롭게도 일본 10년 금리가 3%에 도달한 시점과 맞물린다. 이를 기점으로 엔화와 일본 국채는 동시에 강세로 전환됐다.

[도표 1]

과거에는 엔화 약세가 수입물가 상승을 통해 인플레이션 우려를 높이고, 금리 상승으로 이어졌다. 이는 재정 우려를 동반하면서 엔화 약세를 다시 심화시키는 악순환이 나타났다. 그러나 최근에는 흐름이 반대로 전개되고 있다. 엔화 강세는 수입물가와 인플레이션 부담을 완화하고, 금리 안정으로 이어지는 중이다. 재정부담에 대한 우려 역시 완화될 수 있어 다시 엔화 강세를 뒷받침하는 선순환이 형성될 가능성이 높다. 10년 금리가 3% 부근까지 상승했다는 점은 중기 시계열에서 일본 국채의 투자 매력도가 높아지고 있다고 판단한다.

일본 당국의 외환시장 개입을 살펴봤다. 8월 한 달 동안 일본 외환보유액은 796억 달러 감소해 사상 최대 월간 감소폭을 기록했다. 외화자산은 946억 달러 감소했으며, 이 가운데 대부분 미국 국채로 구성되어 있는 외화증권은 877억 달러 감소했다. 반면 금 보유액의 평가액은 145억 달러 증가하면서 전체 외환보유액 감소폭을 일부 상쇄했다. [도표 2]

일본이 연준의 FIMA 레포 시설을 활용하지 않았다는 점을 감안하면, 시장 개입 과정에서 보유하고 있던 미국 국채를 매각해 조달한 자금으로 엔화 매수에 사용한 것이다. 실제로 재무성이 밝힌 개입 규모는 15.9조 엔(당시 환율 기준 986억 달러)으로 규모가 유사하다.

이제는 미국 국채의 매도 주체가 일본 정부에서 민간으로 확대될 가능성에 주목한다. 그동안 GPIF와 생명보험사 등 일본 기관투자자들은 낮은 금리와 엔화 약세를 배경으로 해외채권 투자를 확대해 왔다. 그러나 10년 금리가 3% 수준까지 상승하고 엔화가 강세로 전환되면서 투자 환경이 달라지고 있다. 해외채권의 엔화 환산 수익률이 낮아지게 되면서 투자자들이 해외채권을 매도하고 자금을 국내로 되돌릴 유인이 커지고 있는 것이다.

일본 투자자의 해외채권 순매도
확대되고 있으며 외국인과
생명보험사는 일본채권 늘리는 중

실제로 일본 투자자의 해외채권 순매도 규모는 빠르게 증가하고 있다[도표 3]. 8월까지 누적 3.5조 엔을 순매도했으며, 연간 기준으로 보면 2005년 이후 3번째로 많은 수치다. 단순히 일본 정부의 일시적인 미국 국채 매도를 넘어 민간 자금까지 본국으로 돌아오는 자금 흐름의 전환으로 이어질 가능성을 내포한다.

일본계 자금의 본국 송환은 미국 채권시장에는 부담 요인이다. 미국 국채에 대한 수요가 감소하면서 장기금리에 상승압력을 가할 수 있기 때문이다. 실제로 일본 10년 금리가 고점 대비 약 10bp 하락하는 동안 미국 10년 금리는 오히려 고점을 높여가고 있다. 일본계 자금의 움직임이 수급에 미치는 영향이 커지고 있음을 시사한다.

GPIF의 자산배분 변화 주목
5~10년 국채 중심 보유 중
국내채권 비중 확대한다면 금리와
환율에 긍정적으로 작용할 것

GPIF의 향후 자산배분 변화에도 주목할 필요가 있다. 8/21 경영위원회를 열어 포트폴리오 재조정 논의를 진행한 것으로 파악된다. 가타야마 재무상에 이어 다카이치 총리 역시 연기금의 국내 투자 활성화와 필요성을 언급한 만큼, 이번 논의에서 국내 자산, 특히 채권 투자 확대 방안을 검토했을 가능성이 높다. [도표 4: GPIF 보유 국내채권 현황 참고]

2014년에도 GPIF는 BOJ의 YCC 정책 등으로 일본 국채 투자 매력도가 낮아지자 국내주식과 해외자산 비중을 확대했다. 이제는 반대로 일본 국채금리가 상승하고 국내채권 기대수익률이 높아지는 환경에서는 GPIF가 BOJ의 빈자리를 일부 메우는 역할을 할 수 있다. 최근 외국인과 생명보험사 역시 10년 이상 장기채에 대한 순매수를 확대하고 있어 수급 측면에서도 긍정적인 변화가 나타나고 있다 [도표 5~6].

이러한 흐름은 넓은 의미에서 엔 캐리 트레이드 청산으로도 연결될 수 있다. 낮은 금리의 엔화를 조달해 미국 국채나 주식 등 상대적으로 높은 수익률을 제공하는 해외자산에 투자하는 구조다. 엔화 강세가 일시적 현상이 아니라 지속될 것이라는 기대가 형성될 경우, 투자자들은 해외자산을 매도하고 엔화로 자금을 회수하는 방향으로 움직일 가능성이 높다.

급격한 긴축은 엔 캐리 트레이드
청산 촉발해 변동성 키울 것
9월, 12월 인상 전망

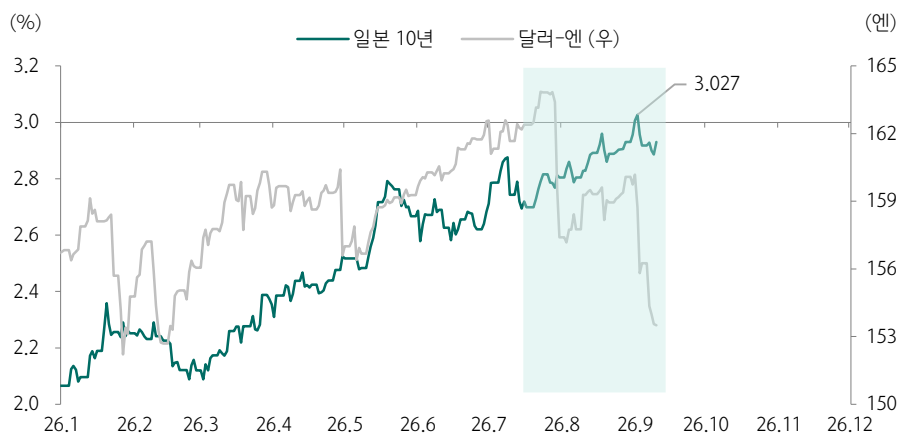
결국 BOJ는 환율 안정을 위해 기존보다 빠른 금리 정상화에 나설 전망이다. 엔화 약세가 재개될 경우 수입물가와 인플레이션 압력이 다시 높아질 수 있는 만큼, 기준금리 조정 간격도 기존 6개월에서 3개월로 단축될 것으로 예상된다. 다만 급격한 긴축은 엔화 강세와 함께 엔 캐리 트레이드의 급격한 청산을 촉발해 금융시장 변동성을 키울 수 있다. 우에다 총재 역시 이러한 부작용을 감안해 점진적인 정상화 기조를 유지할 것으로 보이며, 기본적으로 9월과 12월 연내 두 차례 금리 인상 전망을 유지한다.

금리 레벨은 매력적
하지만 9월 인상 이후 최종금리
경로 상향조정 가능성. 단기적으로
10년 금리 3% 상회 가능성

금리가 매력적인 수준까지 상승했다는 점은 분명하다. 다만 9월 인상 이후에도 최종금리 수준이 추가로 상향 조정될 수 있다. 단기적으로는 10년 금리가 3%를 재차 상회할 가능성이 높다고 판단한다. 동시에 금리 상승은 국내채권의 상대적 투자 매력도를 높여 일본계 자금의 본국 송환을 촉진할 수 있다. 중기적(바르면 4분기부터)으로는 엔화 강세와 국채 수요 회복이 맞물리는 선순환 구조가 강화될 가능성에 주목한다.

일본 10년 금리가 3% 도달하자
금리와 달러-엔 환율 동반 하락

도표 1. 일본 국채금리와 달러-엔 환율
: 일본 10년 금리 3% 도달 직후 금리와 환율이 동시에 하락

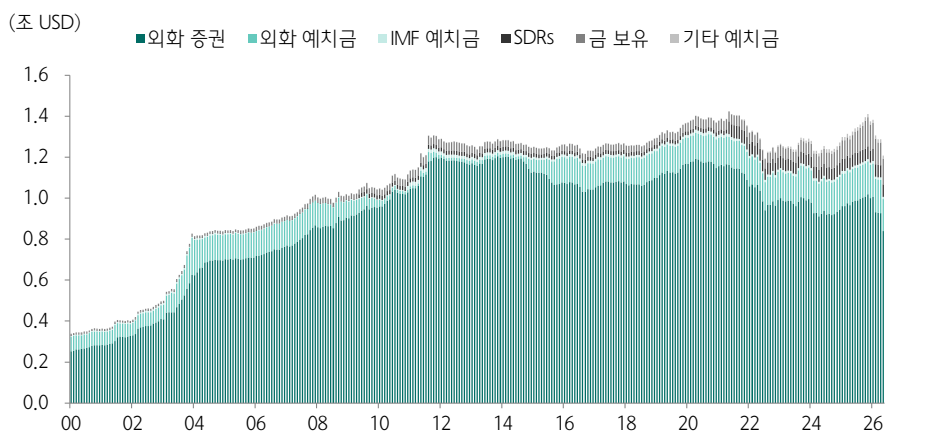


자료: Bloomberg, 하나증권

외화자산은
외화증권과 외화예치금으로 구성

8월 한 달간 외화자산 946억 달러
감소. 정부의 엔화 개입 규모 986
억 달러와 유사한 규모

도표 2. 일본 외환보유고
: 8월 한 달간 외화자산 946억 달러 감소

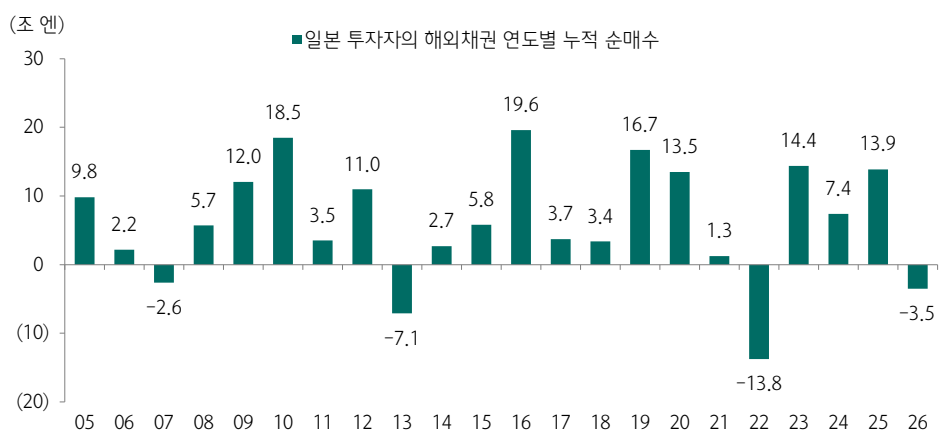


자료: MOF, 하나증권

26년 들어 일본 투자자는
해외채권을 3.5조 엔 순매도

2005년 이후 연간 기준 3번째로
많은 규모

도표 3. 일본 투자자 해외채권 누적 투자 현황
: 일본 투자자는 올해 들어 해외채권을 3.5조 엔 순매도



주: 8월까지의 누적 순매수 규모

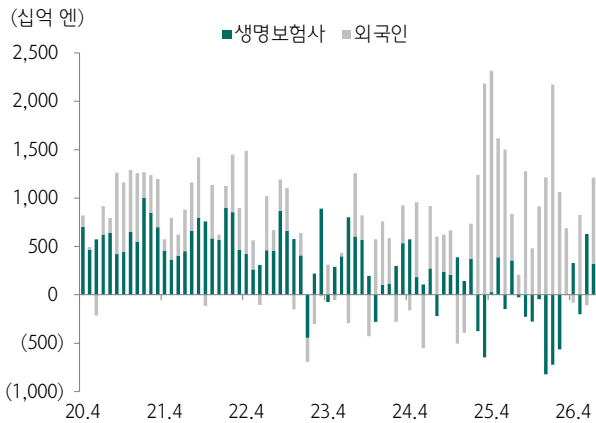
자료: MOF, 하나증권

도표 4. GPIF가 보유한 국내채권 현황
: 5~10년 만기 채권 중심으로 보유

분류	ISIN	만기일	만기 (년)	잔존만기 (년)	보유금액 (조 JPY)	분류	ISIN	만기일	만기 (년)	잔존만기 (년)	보유금액 (조 JPY)
1	JP1103791R75	2035-06	10.0	8.8	2.51	16	JP1103771R12	2034-12	10.0	8.3	0.65
2	JP1051811RA8	2030-09	5.0	4.0	1.86	17	JP1103701P43	2033-03	10.0	6.5	0.64
3	JP1103801RA7	2035-09	10.0	9.0	1.71	18	JP1201861PA6	2043-09	20.0	17.0	0.61
4	JP1051781R45	2030-03	5.0	3.5	1.62	19	JP1103651N11	2031-12	10.0	5.3	0.54
5	JP1103811S13	2035-12	10.0	9.3	1.61	20	JP1201941RA2	2045-09	20.0	19.0	0.52
6	JP1051831S10	2030-12	5.0	4.3	1.36	21	JP1103751Q74	2034-06	10.0	7.8	0.51
7	JP1051741QB7	2029-09	5.0	3.0	0.94	22	JP1103641MA8	2031-09	10.0	5.0	0.50
8	JP1103731Q12	2033-12	10.0	7.3	0.93	23	JP1103741Q44	2034-03	10.0	7.5	0.50
9	JP1051791R76	2030-06	5	3.8	0.92	24	JP1051611P92	2028-06	5	1.8	0.49
10	JP1103711P74	2033-06	10	6.8	0.90	25	JP1024791RC2	2027-12	2	1.2	0.49
11	JP1051761R23	2029-12	5	3.3	0.77	26	JP1201851P76	2043-06	20	16.8	0.48
12	JP1051821RC3	2030-09	5	4.0	0.76	27	JP1103781R44	2035-03	10	8.5	0.47
13	JP1051661Q33	2028-12	5	2.3	0.73	28	JP1103761QA5	2034-09	10	8.0	0.46
14	JP1051801R90	2030-06	5	3.8	0.72	29	JP1103621M43	2031-03	10	4.5	0.45
15	JP1103721PA1	2033-09	10	7.0	0.68	30	JP1051751R17	2029-12	5	3.3	0.45

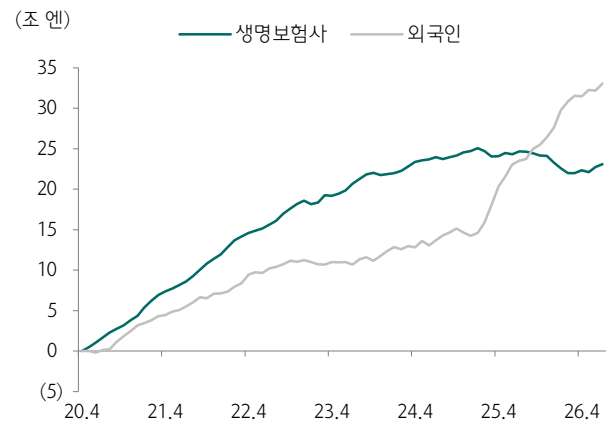
주: 26년 3월 말 기준
자료: GPIF, 하나증권

도표 5. 월간 투자 주체별 일본 장기채 순매수 현황
: 외국인과 생명보험사 모두 일본 국채 순매수 확대



자료: JSDA, 하나증권

도표 6. 2020년 이후 생명보험사와 외국인의 누적 순매수 현황
: 올해 들어 생명보험사의 일본 장기채 순매수 늘어나기 시작



자료: JSDA, 하나증권