

2024년 08월 12일

키움증권 리서치센터 | 투자전략팀

사무라이 채권 리스크 점검

채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com

RA 조재환 idirection@kiwoom.com

BANK OF JAPAN





목차

사무라이 채권 리스크 점검	3
I. 일본 BOJ 금리 인상과 테이퍼링, 긴축의 시작일까	4
BOJ 정책금리 0.25%로 인상	4
추가 인상 가능한가	6
일본 국채금리 전망은	11
II. 엔캐리 트레이드 청산에 대한 우려는	13
과거 엔캐리 트레이드 청산시 나타난 특징은	13
엔캐리 트레이드에 따른 채권시장 영향은	16
III. 사무라이 채권을 통해 보는 엔캐리 트레이드 방향 점검	19
사무라이 채권 발행 확대에 의한 리스크는 없나	19
2000년 이후 사무라이 채권 발행은 어떤 특징을 가졌는가	20
2023년에 늘어난 채권 발행이 부메랑으로 돌아올까	22
그렇다면 우리나라 영향은	27
(결론) 엔캐리 트레이드 변화, 채권시장 변동성 확대는 제한적	28

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

사무라이 채권 리스크 점검



일본 BOJ 금리 인상과 테이퍼링, 긴축의 시작일까

지난 7월 일본은행 BOJ(Bank of Japan)는 자산 테이퍼링과 더불어 엔화 약세에 대응하기 위해 정책금리 인상에 나섰다. BOJ의 금리 인상과 더불어 경기 침체 리스크가 불거지자 엔캐리 트레이드 청산 움직임이 확대되면서 금융시장 변동성이 확대됨.

일본의 물가 상승률은 임금 인상에도 불구하고 실질 임금 상승률 악화와 민간 소비 둔화 등에 따라 점차 둔화될 것으로 예상되며, 이를 고려하면 엔화의 가파른 약세가 제한되는 한 일본 BOJ의 추가 인상 가능성은 낮다고 평가함. 더 나아가 BOJ가 최근과 같이 금융시장 변동성이 확대될 경우 금리 인상에 나서지 않겠다고 발언한 점 또한 추가 인상에 따른 엔캐리 트레이드 청산 우려를 낮추는 요인임.

그럼에도 미 연준의 9월 FOMC까지 경기 침체와 관련한 시그널에 대한 경계감과 BOJ 추가 인상에 대한 경계감 등은 완전히 사라지기 어려운만큼 수시로 변동성을 키울 수 있는 요인으로 자리잡을 것임. 이를 감안할 때, 엔캐리 트레이드와 관련해 채권시장에서의 리스크 요인을 점검해볼 필요.

사무라이 채권을 통해 보는 엔캐리 트레이드 방향 점검

채권시장에서 촉발될 수 있는 리스크 요인을 일본의 저금리를 이용한 자금 조달 방식인 사무라이 채권으로 살펴봄.

일본의 낮은 금리를 이용한 차입 방식으로 해외 기관들의 사무라이 채권 발행 또한 과거에는 엔캐리 트레이드 확산과 함께 순발행이 늘어나는 패턴을 가졌으나, 2020년 이후로는 발행은 차환 발행 물량이 더 많아 발행 잔액은 오히려 감소한 것으로 나타남. 이번 사이클에서 일본 또한 물가 상승과 함께 긴축 전환에 대한 경계감이 상존했던 점이 해외 기관들의 사무라이 채권 발행 확대를 제약시켰던 것으로 파악됨.

결국 수시로 불거질 수 있는 경기 침체 시그널과 BOJ의 긴축 시그널은 시장 변동성을 키울 수 있으나, 과거와 달리 채권시장에서 나타날 수 있는 리스크 요인은 크지 않으며, 오히려 향후 미 연준의 금리 인하와 함께 채권시장으로의 자금 이동이 확대될 수 있는 여력이 있다는 판단임. 더군다나 일본 투자 기관들의 일본 국채로의 자금 이동 가능성도 열려 있는 점은 일본 국채 금리 하향 안정화를 불러올 수 있어 미-일 금리차 축소가 점진적으로 이뤄져 엔캐리 청산 확대 우려도 낮아질 것으로 판단함.

I. 일본 BOJ 금리 인상과 테이퍼링, 긴축의 시작일까

BOJ 정책금리 0.25%로 인상

일본은행 BOJ(Bank of Japan)는 지난 7월 기준금리 인상에 나섰다. 3월 마이너스 금리 정책을 종료한 이후로 추가 인상에 나선 것이다. 일본은행이 7월 자산 테이퍼링을 발표할 것으로 예고되었지만 금리 인상은 시장에서 예상하지 못했던 서프라이즈였다.

7월 금리 인상 이후 금융시장 변동성이 급격히 확대되었다. 일주일 사이 금융시장 변동성은 1) BOJ의 추가 인상 없을 것이라는 발언, 2) 미국 7월 ISM 서비스업지수와 신규 실업수당청구건수 발표 이후 경기 침체 우려 완화 등으로 인해 안정되었으나, BOJ의 금리 인상에 따른 엔캐리 트레이드의 청산 우려는 여전히 남아 있는 상황이다.

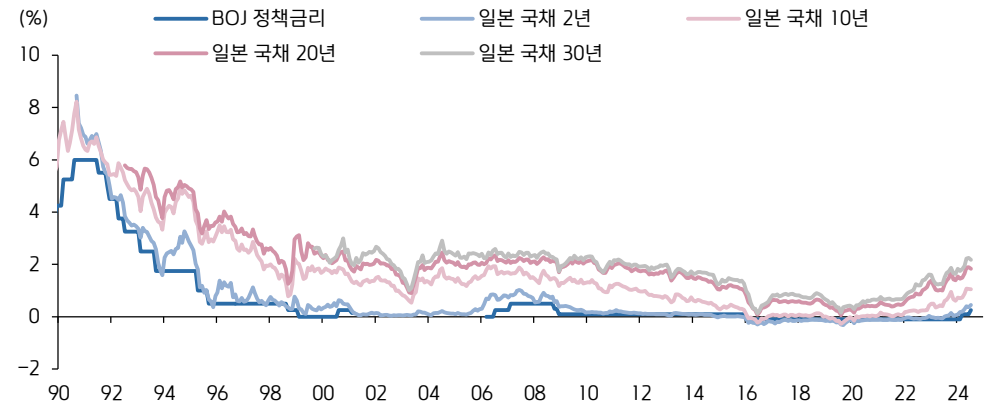
엔캐리 트레이드 청산에 대한 우려는 장기간 이어진 저금리 기조로 인해 일본을 통한 자금이 해외로 유출된 이후 일본의 금리 인상으로 인해 자금이 다시 되돌아 갈수 있다는 것이 그 배경이다. BOJ는 미 연준과 유럽 ECB 중앙은행이 제로금리 및 양적완화 정책을 취하기 이전인 2000년 초반부터 제로금리 정책을 시행한 바 있다. 장기간의 디플레이션 구간을 거치면서 제로금리를 통해 경기를 부양하려 한 것이다.

2008년 금융위기와 글로벌 경기 둔화를 겪는 과정에서 BOJ는 양적완화뿐만 아니라 Yield Curve Control이라는 일본 국채 10년물을 타겟팅하여 일정 수준을 유지시키는 정책까지 시행했다. 장기금리를 낮게 유지하여 재정 부담을 낮추는 목적의 정책이었던 것으로 평가된다.

이렇게 단기금리 뿐만 아니라 장기금리까지 낮게 유지시켜왔던 일본의 정책 변화는 자금 이동에 대한 우려를 높이고 있다. 일본은행은 2024년 3월 정책금리를 -0.1%에서 0.0~0.1%로 높이고 YCC 정책을 폐지하며 점진적으로 금융 완화 정도를 조정하고 있다. 더 나아가 7월 31에는 장기국채 매입 규모를 매분기 4,000억엔 감액해 현재 6조엔 수준의 매입 규모를 2026년 1~3월에는 3조엔 수준으로 축소할 계획을 발표했으며, 추가적인 금리 인상까지 시행했다.

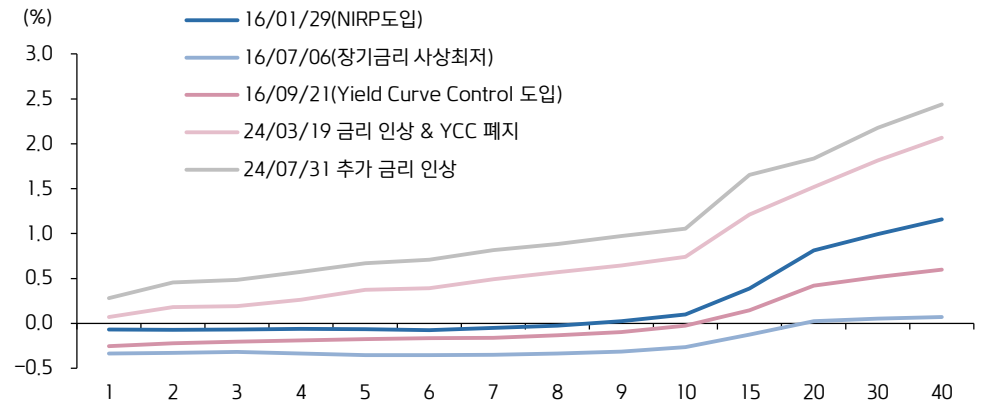
그간 일본 국채 시장에서 일본은행의 가격 결정권이 강했던 점을 고려할 때, BOJ의 테이퍼링과 금리 인상 등 정책 기조 변화가 지속될 경우 주식시장 뿐만 아니라 채권시장의 변동성이 확대될 우려는 상존한다. 특히 일본 국채 30년물 금리가 2% 선에 올라서는 등 커브가 스티프닝되고 있는 점을 고려하면 장기채 금리 변화에 따라 장기채 투자 기관들의 포트폴리오 또한 변화할 수 있으며, 낮은 일본의 금리를 바탕으로 사무라이 채권을 발행했던 기관들의 엔화 및 일본 금리 변화에 대한 리스크 또한 점검할 시점이다.

일본 정책금리와 일본 국채 금리 추이



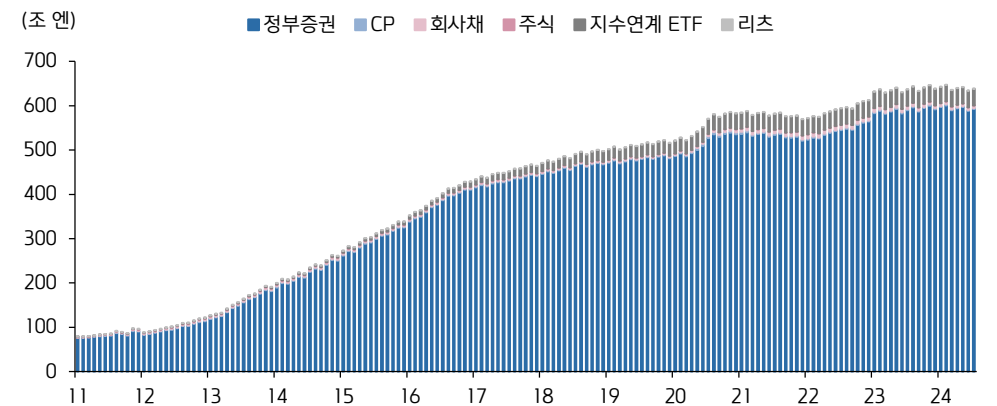
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본 국채 커브 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

BOJ 대차대조표 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

추가 인상 가능한가

우선 일본은행의 정책 기조 변화가 지속될 수 있는지 여부부터 살펴봐야 한다. 일본은행이 금리 인상에 나선 배경에는 최근의 엔화 약세에 대한 방어라는 측면도 있었으나, 기본적으로 일본의 임금 상승과 이에 따른 물가 상승 압력이 정책 결정의 주된 배경으로 작용했다. 특히 2025년 물가 상승률 전망치를 기존 1.9%에서 2.1%로 상향 조정함으로써 물가 둔화 기조가 가파르지 않다는 점에서 추가 인상에 대한 여지를 열어뒀다. 회의 직후 해외 IB에서는 추가 인상 가능성을 배제할 수 없다는 전망도 제기되기도 했다.

그렇다면 일본의 물가 상승 압력은 지속될까? 최근의 일본 물가 추이를 보면, 서비스 물가는 고점을 기록하고 둔화되고 있는 가운데, 상품 물가가 재차 상승 압력을 받고 있다. 일본의 상품 물가 상승 압력은 정부의 에너지 관련 세제 및 보조금 정책 변화 등으로 인한 전기 및 가스비 등의 상승에 기인하고 있는 것으로 분석된다. 따라서 일부 일시적 요인의 영향을 제외한다면 물가 상승률은 꾸준히 상승폭 축소가 이어지고 있다고 볼 수 있다.

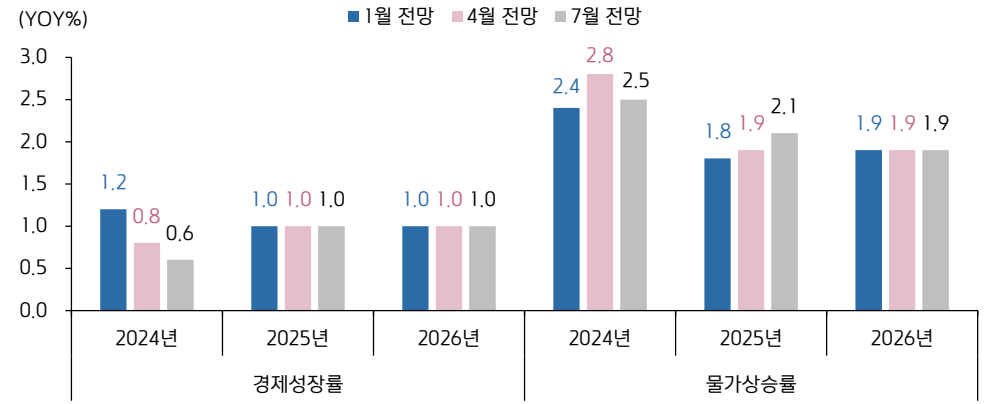
물론 엔화 약세 지속과 이에 따른 수입물가 상승 압력의 영향에 따라 물가 둔화세가 제약될 수 있으며, 임금 인상에 따른 서비스물가 상승 압력이 이어질 수 있다는 점도 부담이다. 실질적인 임금 상승으로 인해 최종재 가격 전가까지 이어질 수 있는 환경이라면, 일본은 더 이상 디플레이션 상황이 아님을 선언할 수 있게 되는 것이다.

엔화 약세와 관련해서 미 연준의 금리 인하가 시작되면서부터는 달러의 약세와 함께 엔화가 강세로 전환될 수 있겠으나, 미 연준의 금리 인하폭에 대한 불확실성과 미 대선 등의 불안 요인이 여전히 남아 있다. 이는 엔화 강세를 제약시킬 수 있는 요인이다. 이를 고려하면 일본은행이 이번 회의와 마찬가지로 엔화 약세를 경계하며 추가 금리 인상에 나설 수 있는 우려가 남아있다.

일본의 임금 상승과 관련해서는 근로자의 기본급 상승률이 6월 2.3%로 올라서면서 1994년 이후 처음으로 2%를 상회한 것으로 나타났고, 올해 춘투 임금 인상을 또한 5.1%로 발표되어 전년도의 3.6% 수준을 크게 상회했다. 임금 상승에 따라 실질 소득이 증가하게 될 경우 기업들의 최종재 가격 인상까지 이어질 수 있으며, 일본 경기의 회복세 지속이 결국 물가 전망의 가장 주된 변수가 될 것이다.

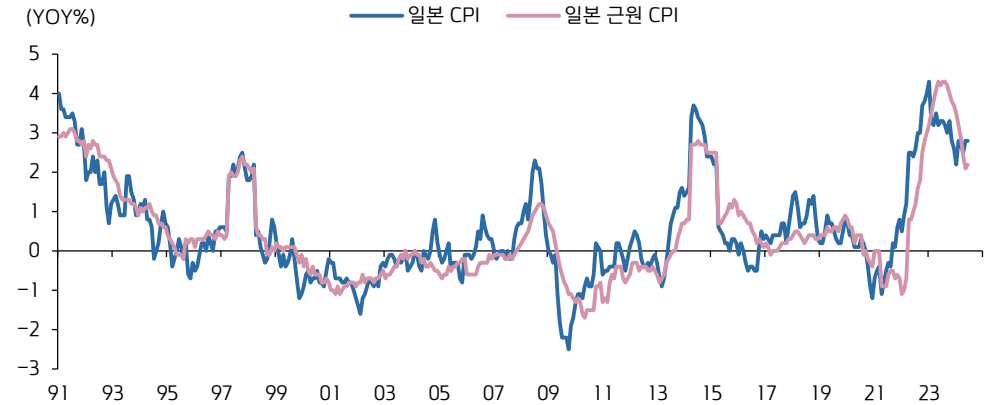
그 가운데 일본 단칸 서베이에 따르면 기업들의 5년 기대 인플레이 수준은 서비스업 중심으로 2%를 넘어서고 있다. 이는 기업들은 장기적으로 물가가 2% 수준으로 회복될 것으로 예상하고 있음을 보여주는 것이며, 물가에 따른 금리 인상 경계감을 높이는 요인이다.

일본은행 경제 전망치 변화



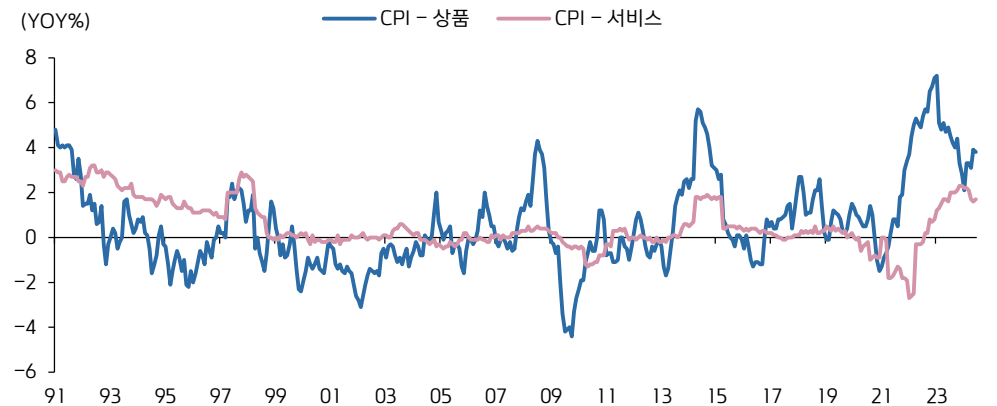
자료: BOJ, 키움증권 리서치센터

일본 소비자물가 상승률 추이



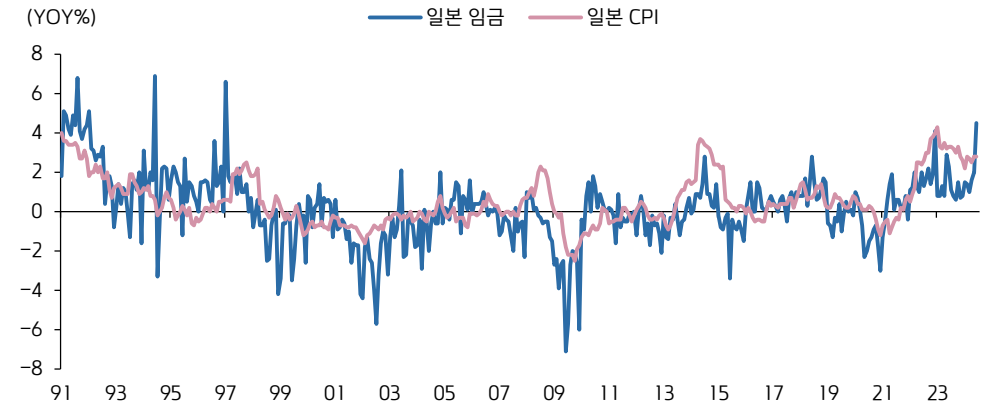
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본 상품 및 서비스 물가 상승률 추이



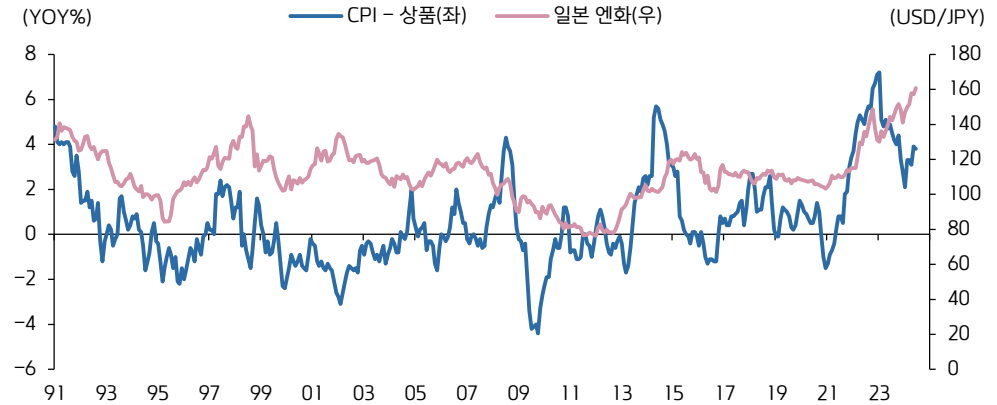
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본 임금 상승률과 소비자물가 상승률 추이



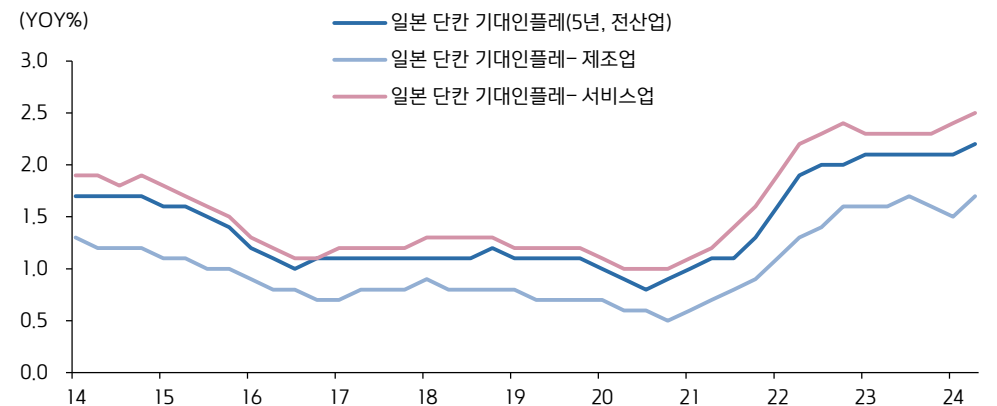
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본 상품 물가와 일본 엔화 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본 단칸 기대인플레이션 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

다만 최종재 가격 인상까지 이어지는 과정이 쉽지만은 않을 것으로 본다. 일본의 민간 소비 부진이 이어지고 있다는 점을 고려하면 물가 상승세가 지속되기는 어려울 것으로 예상된다. 임금 상승률이 확대되고 있어 완만한 회복세를 보일 것이라는 전망도 있으나, 물가 상승률 방향을 바꿀만큼의 강한 소비 회복을 확인하기는 어렵다는 점에서 BOJ의 기초적인 금리 인상이 이어지기는 어렵다고 판단한다.

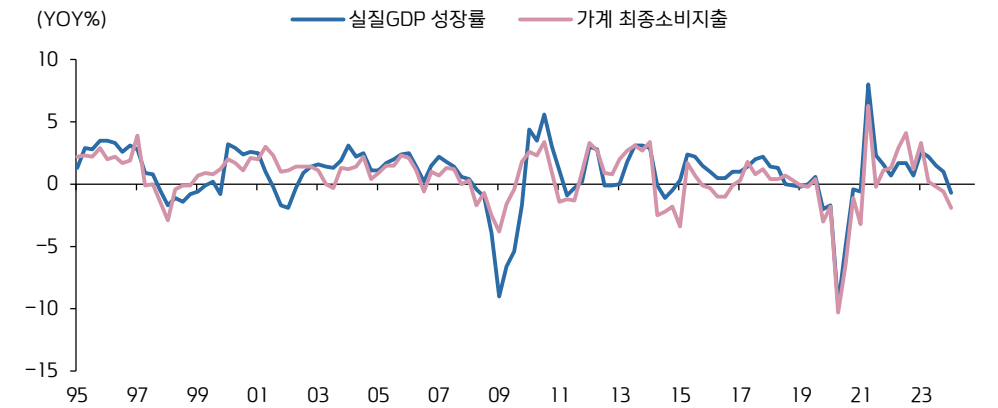
임금 상승세가 이어지고 있지만 일본의 실질 임금 상승률은 여전히 마이너스를 기록하면서 실질 가처분 소득 수준이 여전히 부진한 상황이다. 뿐만 아니라 일본은행 또한 성장을 전망치를 지속적으로 하향 조정하고 있어, 물가 상승 압력은 전기 및 가스비 상승에 따른 일시적인 영향이 크다고 판단하며 가파른 속도로 정책을 조정할 수준은 아니라고 판단한다.

더군다나 일본의 높은 정부부채 비율은 일본의 금리 인상폭을 확대시키기 어려운 요인이다. 그간 저금리 기조와 더불어 YCC 정책까지 활용해 경기 부양을 촉진시켜왔던 가운데, 장기금리의 지속적인 상승은 국가 부채에 대한 리스크를 높일 수 있는 요인이기 때문이다. 금리 인상이 지속적으로 진행될 경우 일본의 재정 부담이 높아질 수 있으며, 이는 결국 경기 성장을 약화시킬 수 있는 요인만큼 연내 추가 인상의 가능성은 낮다고 평가된다.

즉 최근 물가 추세를 보면, 전반적으로 공급 요인으로 인한 물가 압력 경계감은 있지만, 서비스 물가의 둔화가 확인되면서 수요측 요인으로 인한 물가 상승 압력은 낮다. 일본의 점진적인 통화 완화 축소가 진행될 수 있으나, 최근과 같이 금리 인상으로 인해 금융시장 변동성이 확대될 경우 추가적으로 정책 조정을 하지 않을 수 있다는 BOJ의 발언 등을 고려하면 적어도 연내 미국의 금리 인하가 시작되는 시점에서 BOJ가 추가 금리 인상에 나설 가능성도 낮아졌다. 글로벌 경제의 견조한 성장세가 뒷받침되는 상황에서 금리가 인상되는 것이 아니라면 경기 침체를 가져올 수 있는 금리 인상이라는 점이 최근 8월 초 시장 변동성을 통해 확인한 셈이기 때문이다.

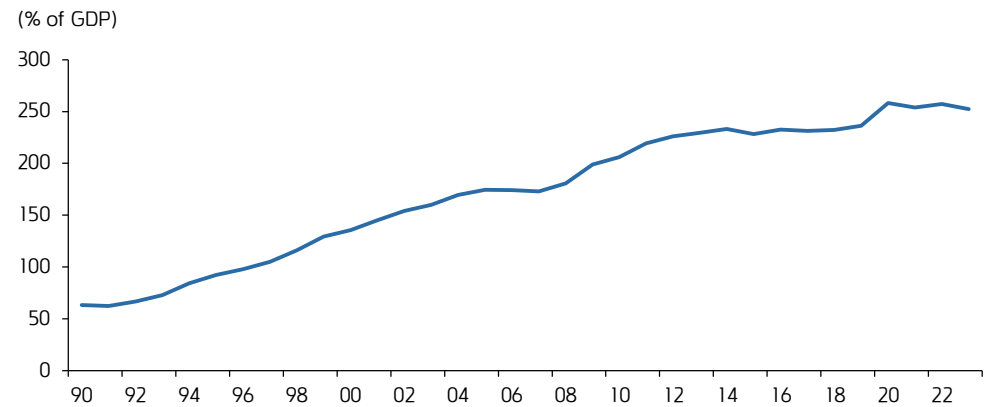
물론 엔화의 변화로 BOJ가 추가 대응할 가능성이 완전히 사라진 것은 아니다. 다만 미국 고용시장의 점진적 둔화와 수요 둔화 등에 따라 미 연준의 금리 인하가 9월부터 단행될 것으로 예상되며, 글로벌 수요 둔화에 따라 일본은행의 금리 인상 또한 가팔라지기 어렵다는 점을 고려해야 한다. 이와 같은 점을 고려하면 달러/엔 환율이 지난 6월과 같이 160엔 선으로 가파르게 올라서 엔화가 약세로 전환될 우려는 다소 낮아졌다고 판단한다.

일본 GDP 성장률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본 GDP 대비 정부부채 비율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본 국채금리 전망은

최근 경기 침체 리스크가 불거지면서 미 연준의 금리 인하폭이 당초 예상보다 확대될 수 있다는 리스크가 불거졌으나, 당사는 경기 침체 리스크는 과도하다는 측면에서 미 연준의 금리 인하폭은 당초 예상에서 크게 벗어나지는 않을 것으로 보인다.

기존 미 연준의 금리 인하 사이클에서의 최종 금리 수준은 4.50% 수준으로 봤다면, 최근의 실업률 반등 등을 감안하면 미 연준의 최종금리 수준은 4.25%로 당초 예상보다 소폭 낮아진 수준일 것으로 예상한다. 이에 따라 미국채 10년물 금리의 하단 또한 기존의 3.8%에서 낮아진 3.5% 수준일 것으로 전망한다.

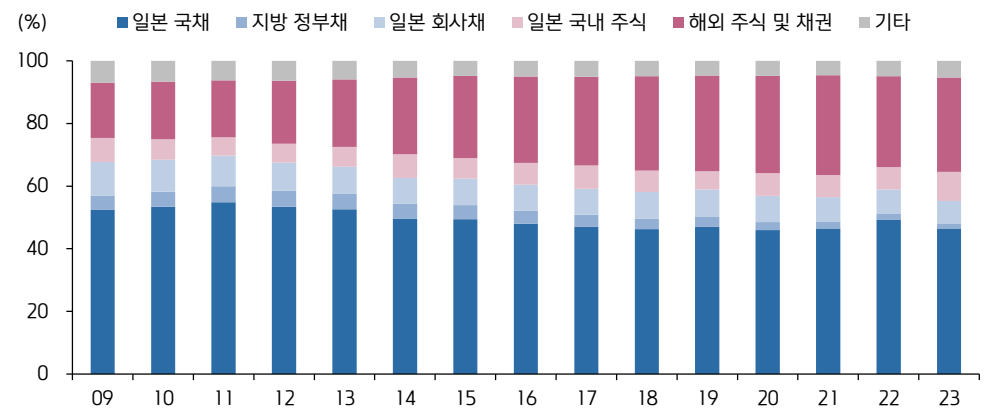
그 가운데 일본은행의 금리 인상폭 또한 크지 않을 것임을 최근의 움직임을 통해 확인했다. 금융시장 변동성이 커질 경우 금리 인상에 나서지 않겠다는 BOJ의 발표를 감안하면, 국가별 정책 차별화에 따른 금융시장 변동성이 수시로 불거질 수 있어 BOJ의 완화 정책 축소 움직임은 상당히 점진적인 수준에 그칠 것이다. 뿐만 아니라 금융불안이 높아질 경우 QT 계획 또한 변동이 있을 수 있다는 점도 시장금리의 상승을 제한시킬 요인이다.

이처럼 일본 정책 조정의 강도가 크지 않고 연내에는 일단락될 것으로 예상되는 점은, 일본 기관들의 포트폴리오에 일부 변화가 발생할 수 있다는 것을 의미한다. 미국 등 해외 금리 인하폭은 제한되면서 해외 국채 금리 하락폭이 제한되는 가운데, 일본 국채금리 또한 상단을 확인했다면, 보험사 등 장기 투자 기관 등을 중심으로 장기채 투자를 확대시킬 수 있는 상황이라고 판단한다.

일본 연기금을 비롯해 일본 생명보험사 등은 장기간 국내 채권 비중은 축소하는 가운데, 해외 주식과 채권에 대한 비중을 높여온 바 있다. 일본 GPIF(Government Pension Investment Fund)는 2010년에는 일본 채권 비중을 65%, 해외 채권 비중을 8%로 구성했다면, 2023년에는 일본 채권 비중 26%, 해외채권 비중을 24%로 구성했다. 물론 여전히 일본 채권 금리 수준이 낮다는 점에서 안정적인 수익률 확보 차원에서 해외 채권에 대한 높은 비중은 유지하겠으나, 일본 채권에 대한 비중에 대해 일부 조정이 있을 수 있다.

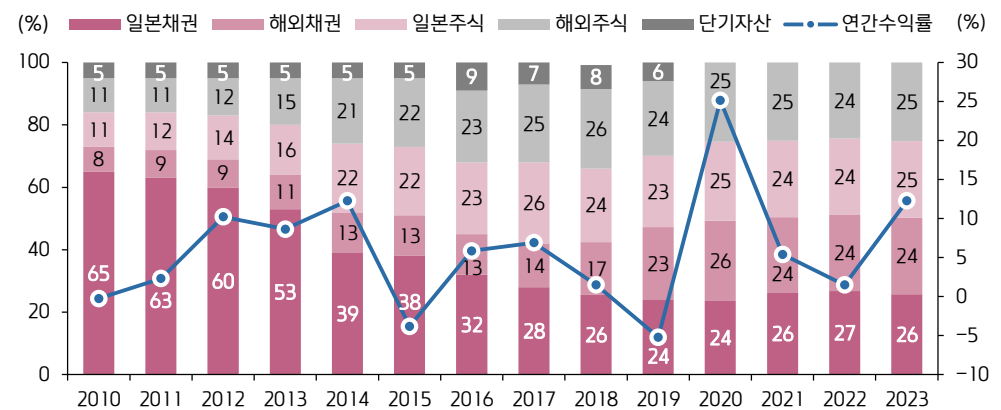
더 나아가 일본 보험사 또한 일본 국채 비중을 2010년에는 50% 넘게 편성했던 것을 45% 수준으로 축소해왔으나, 일본 국채 금리가 재차 높아지고 최근 수준에서 더 높아지기 어렵다는 점을 고려하면 보험사들의 채권 매수 또한 확대될 수 있음을 의미한다. 이를 고려하면, 장기 채권 투자기관들의 장기채 매수 전략으로의 전환은 시장금리 추가 상승을 제약시키는 수급 요인으로, 미일 금리차의 축소폭 또한 크지 않아 엔캐리 트레이드 청산에 대한 우려를 낮출 수 있다고 판단한다.

일본 보험사 투자 자산 비중 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본 GPIF 투자자산 비중 추이



자료: GPIF, 키움증권 리서치센터

II. 엔캐리 트레이드 청산에 대한 우려는

과거 엔캐리 트레이드 청산시 나타난 특징은

일본 금리 인상과 함께 미국 경기 침체에 대한 우려가 높아진 배경에는 과거의 경험이 있다. 과거 1990년대 이후 글로벌 경기 침체를 겪었던 시기를 살펴보면, 미 연준의 금리 인하 혹은 동결기 중 일본의 금리 인상이 진행된 직후라는 특징이 있다. 미국 경기 피크 이후 일본의 경기 회복과 함께 단행된 일본의 금리 인상이 엔캐리 트레이드 청산을 불러오면서 글로벌 금융시장 변동성이 확대되었다고 볼 수 있는 것이다.

일반적으로 캐리 트레이드는 저금리 통화를 차입 혹은 매도해 고금리 통화 자산에 투자해 수익을 얻는 거래를 말하는데, 2000년 이후 일본의 저금리 기조 유지가 엔캐리 트레이드 규모를 확대시켜 왔다. 최근에는 2022년 미 연준의 금리 인상 속 일본 BOJ의 저금리 기조 유지로 엔화의 가파른 약세가 촉발되었다.

엔캐리 트레이드의 규모를 명확하게 확인할 방법은 없다. 실제 해외 투자자가 엔화 자금을 차입해 고금리 통화표시 자산에 투자하는 거래를 은행의 대출액 등으로 확인할 수도 있으며, 통화선물 거래 등의 파생 거래 등으로 그 변화를 확인하기도 한다. 일반적으로 엔화에 대한 비상업 순매수 추이를 엔캐리 트레이드의 proxy 지표로 활용한다.

엔화의 비상업 순매수 추이를 살펴보면, 순매도 규모가 확대되었던 시기는 크게 2000년대 초반, 2005~2007년, 2012~2016년, 2022년~최근으로 네번의 시기로 나눠서 살펴볼 수 있다. 네 번의 시기의 공통점과 차이점을 살펴보면, 향후 엔캐리 트레이드의 방향성을 가늠해볼 수 있다.

우선 살펴볼 수 있는 공통점은 네 번의 시기 모두 엔화가 약세를 보였다는 점이다. 미-일 금리차는 네 번의 시기에서 확대폭이 크기도, 큰 변화가 없기도 하다는 특징이 있지만, 네 번의 시기 모두 엔화는 뚜렷한 약세를 보였다는 점이 특징이다. 더 나아가 글로벌 위험자산 선호의 proxy 지표로 볼 수 있는 미국의 신용 스프레드 또한 네 번의 시기 모두 안정적인 흐름을 보이면서 엔캐리 트레이드가 확대되는 데에 기여했다고 볼 수 있다.

다만 한가지 차이점은 국가별 통화정책이 동조화되었는지, 차별화되었는지 여부였다. 엔캐리 트레이드가 청산되는 시기엔 결국 글로벌 경기 침체와 신용 스프레드 확대가 불가했다는 점이 공통적인 특징으로 나타나지만, 시기별로 글로벌 정책이 차별화 되었는지 여부가 중요한 변수로 작용한 것을 알 수 있다.

2005~2007년에는 글로벌 금융위기와 함께 신용 스프레드가 확대되면서 엔캐리 트레이드가 청산되었고, 2008~2013년 약 5년여 기간 동안은 엔캐리 트레이드가 활성화되지 않았다. 이 시기는 글로벌 통화정책이 완화정책을 펼쳤던 시기로 ECB, BOJ, 미 연준 모두 완화정책을 쏟아내던 시기였다. 이에 따라 미-일 금리차가 확대되는 것이 아니라 축소되는 가운데서 엔캐리 트레이드가 확산되지 못했던 것이다.

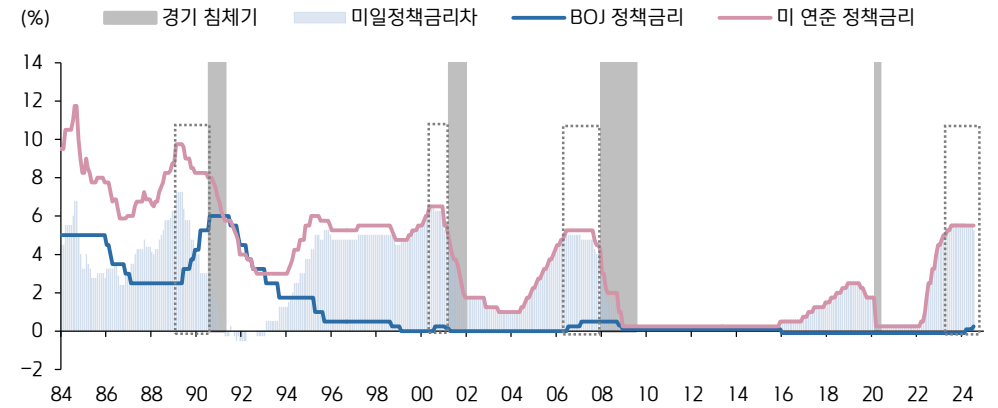
반대로 2013~2016년 중에는 국제유가의 급락에 신용스프레드가 확대되었지만 2015년 말부터 미 연준의 점진적인 긴축 정책이 펼쳐지는 가운데, 2016년에는 BOJ의 완화정책이 시행되는 등 글로벌 통화정책에서의 차별화가 나타났던 점이 엔캐리 트레이드 지속에 영향을 미쳤다. 이에 따라 엔화 약세가 재차 확대되면서 2016년 중 있었던 엔화 매수세는 단기간에 그치고 2017년부터 재차 엔화에 대한 비상업 순매도 기조가 이어졌다.

그렇다면 현재 상황에 접목해보면 어떠할까? 우선 경기 침체 리스크 및 크레딧 스프레드 확대에 대한 경계감은 엔캐리 트레이드 청산에 대한 우려를 높일 수 있는 요인이다. 특히 그간의 고금리 정책 기조에도 불구하고 크레딧 수요가 안정적으로 유지되면서 스프레드 또한 역사적 저점 수준으로 낮게 유지되어 왔다는 점에서 AI, 반도체 관련 기업들의 실적 부진 우려는 크레딧 스프레드 확대 우려를 자극할 수 있는 요인이다.

더 나아가 통화정책의 차별화 측면에서도 살펴보면, 미국은 금리 인하 기조가 이어질 것으로 예상되는 가운데, 일본은 추가 인상은 없더라도 재차 인하 기조로 돌아설 가능성은 낮게 평가되고 있다. 물가의 반등과 함께 디플레이션 탈출 선언 가능성까지도 언급되고 있는만큼 과거 마이너스 금리 및 YCC 정책 등으로 돌아갈 가능성이 낮은 것이다.

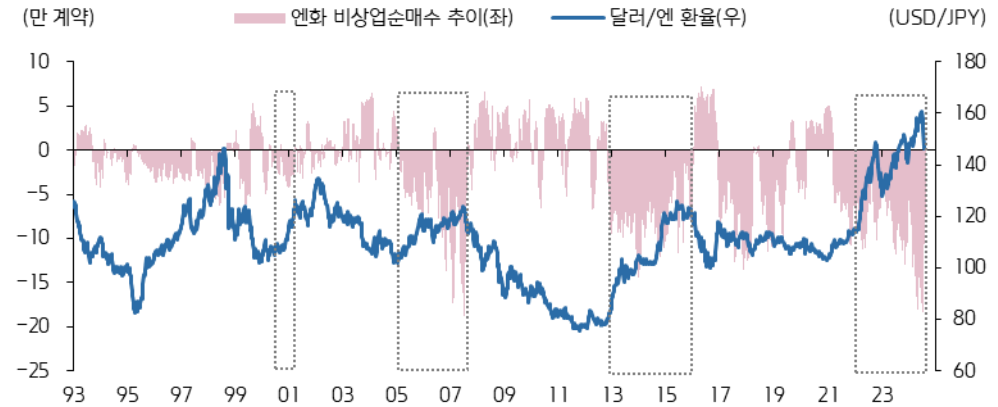
즉, 통화정책 측면에서 엔캐리 트레이드를 재차 확대시킬만큼의 정책 차별화가 나타나지 않을 것으로 예상되는 가운데, 수시로 경기 침체 리스크가 불거질 수 있는 환경이 나타났다는 점에서 8월 초와 같이 엔캐리 트레이드 청산에 대한 우려는 지속적으로 나타날 것으로 판단한다. 앞으로 발표될 미국 고용 지표와 PMI 지표 등의 부진과 더불어 물가 둔화세 지속 등을 확인하는 지표가 발표될 때마다 미국 경기 침체 리스크가 부각되고, 이에 따라 크레딧 수요가 부진해 스프레드 확대로 이어지는 양상이 나타나며 엔 캐리 트레이드 청산에 따른 금융시장 변동성 확대가 나타날 수 있는 리스크가 상존하는 것이다.

미국과 일본 정책금리 추이



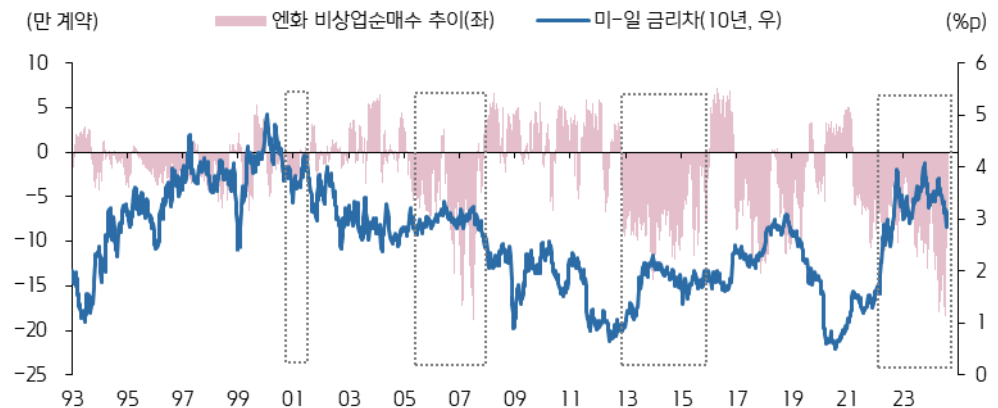
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

엔화 비상업순매수와 달러/엔 환율 추이



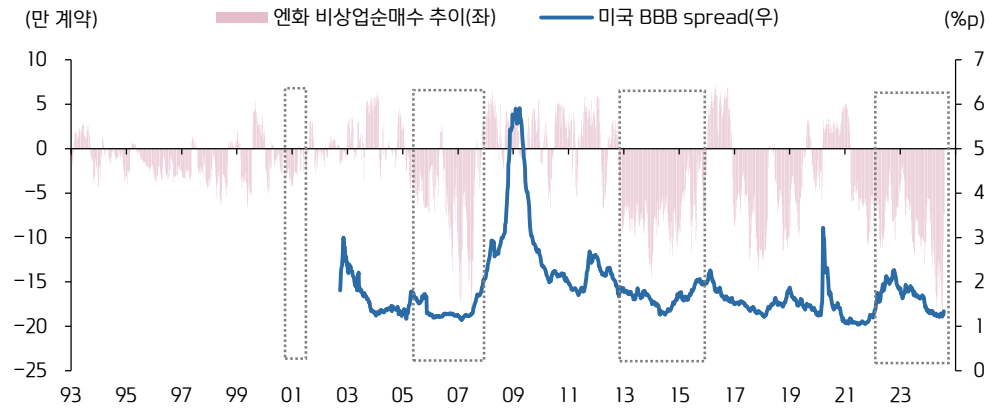
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

엔화 비상업순매수와 미일금리차 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

엔화 비상업순매수와 미국 신용스프레드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

엔캐리 트레이드에 따른 채권시장 영향은

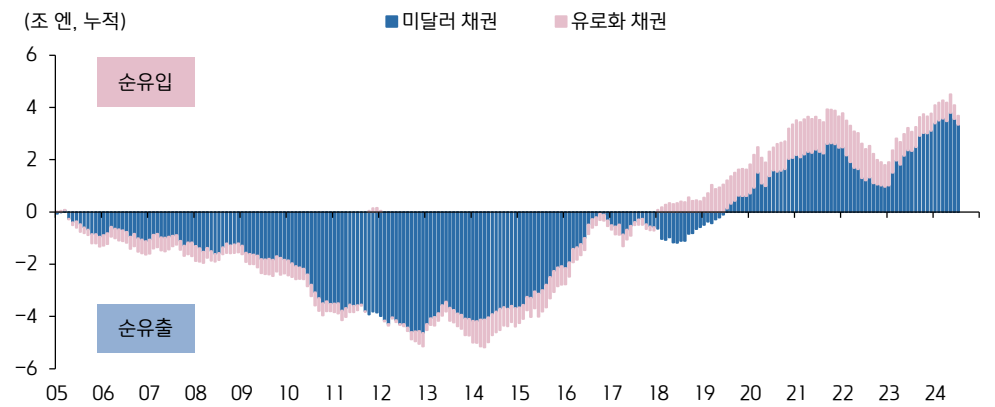
엔캐리 트레이드 청산에 대한 우려가 높아진 환경이 도래한 가운데, 어떤 자금의 유출입 리스크가 큰가를 살펴보면 과거와 달리 주식과 채권의 자금의 이동에 차이점이 있는 것을 확인할 수 있다. 과거에는 채권과 주식의 자금 이동이 동시에 같은 방향으로 나타나는 경향이 있었다면, 최근의 사이클에서는 주식과 채권의 자금 이동이 다른 방향을 보였다.

일본 포트폴리오 투자에서 통화별로 자금 순유출 흐름을 살펴보면 2020년 이후로 채권에 대해서는 일본으로 자금이 순유입되는 흐름이 이어졌던 한편, 주식 투자에 있어서는 일본에서부터 미달러 및 유로화 주식 자금으로 꾸준히 이동하다 2023년 이후 본격적으로 확대된 것을 확인할 수 있다.

엔화 약세 흐름에도 불구하고 채권과 주식에 있어서 다른 움직임을 보인 배경에는 채권시장 변동성이 상대적으로 높게 유지된 데 있다고 판단한다. 미국의 가파른 금리 인상과 일본의 저금리 기조에도 불구하고 높아진 물가와 이에 따른 글로벌 통화정책의 불확실성이 채권에 대한 투자 확대를 제약시킨 것이다. 특히 미 연준의 연속 75bp 인상과 더불어, 피벗 시점에 대한 불확실성이 장기화되는 과정이 있었고, 이에 따라 채권가격의 급등락이 반복된 것이다. 따라서 채권가격 하락 기조에 따라 해외 채권에 대한 자금 회수는 지속된 가운데, AI, 반도체 중심의 주식 시장 강세로 인해 해외 주식에 대한 투자는 확대된 것으로 판단된다.

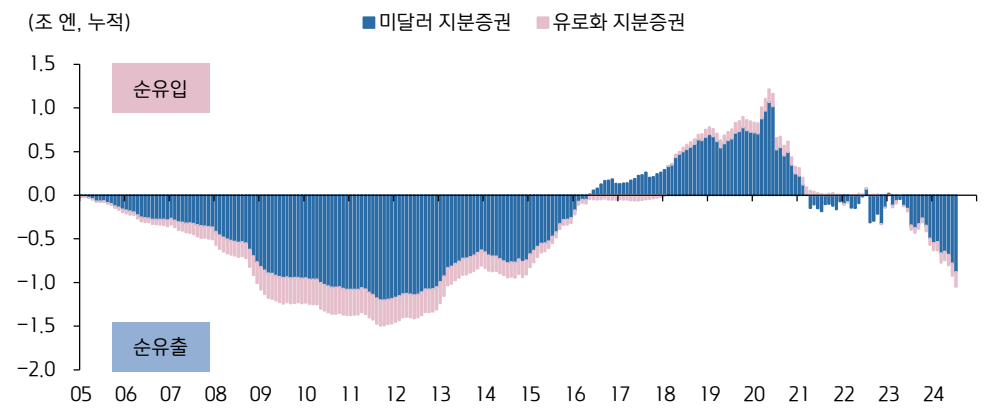
이러한 상황을 고려하면, 엔캐리 트레이드가 청산되는 가운데서 채권시장에서 촉발될 리스크는 상대적으로 낮은 것으로 평가된다. 더군다나 앞으로 미국채 금리가 하락 압력을 받을 것으로 예상되는 점 또한 채권시장에서는 오히려 엔캐리 트레이드 확대에 대한 기대가 있는 상황이다. 미국채 금리가 피크를 기록한 후 향후 금리 인하 등에 따라 하향 안정화될 것으로 기대되며, 과거 미국채 금리 하락기 속에 일본에서의 미국채 투자가 확대되었다는 점을 알 수 있다. 일본 국채 금리의 추가 상승 압력이 낮다면, 채권시장에서 촉발되는 엔캐리 청산에 대한 우려는 낮은 것으로 평가된다.

일본 포트폴리오투자 - 통화별 채권



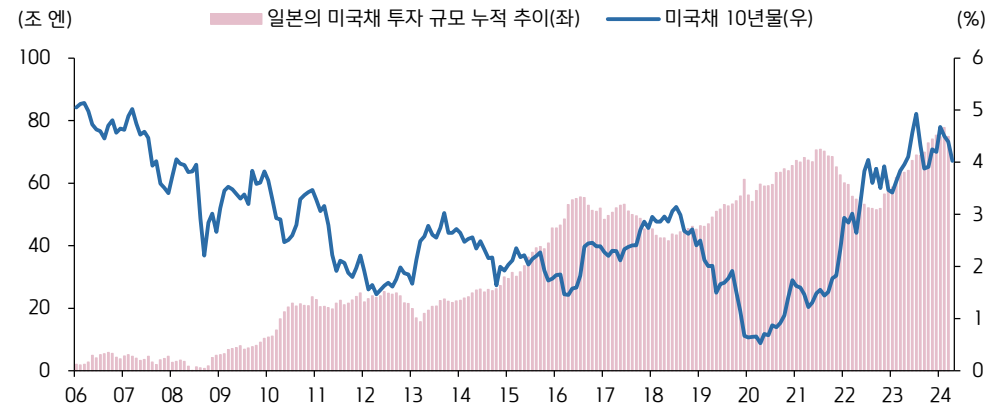
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본 포트폴리오투자 - 통화별 주식



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본의 미국채 투자 규모 누적과 미국채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

III. 사무라이 채권을 통해 보는 엔캐리 트레이드 방향 점검

사무라이 채권 발행 확대에 인한 리스크는 없다

최근 금융시장에서는 엔캐리 트레이드 청산 우려가 높아지면서 캐리 트레이드의 규모에 대한 평가가 이뤄지고 있다. BOJ의 자산 규모를 근거로 평가하기도 하는 등 엔캐리의 규모를 평가하는 방식은 다양하며, 이를 정확하게 추산할 수 있는 근거는 명확하지 않다. 그 가운데, 엔캐리 트레이드는 결국 저금리 차입을 목표로 한다는 점을 고려할 때, 사무라이 채권 발행 또한 엔캐리 트레이드의 한가지 방식으로 평가될 수 있다고 본다.

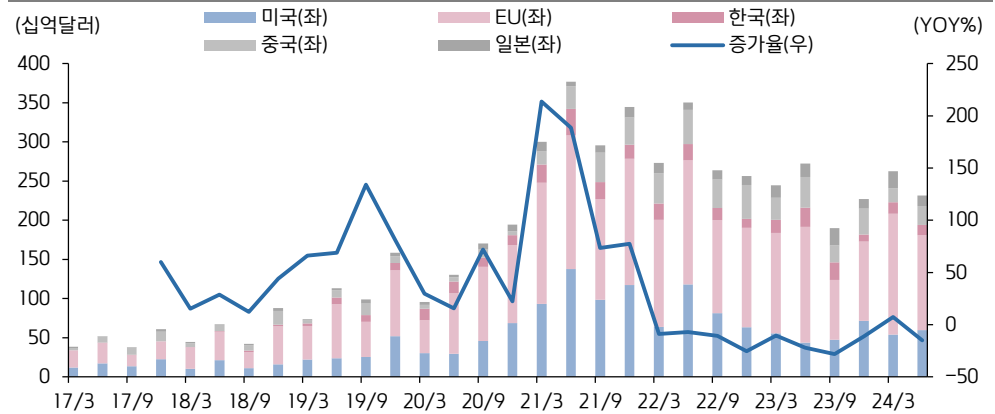
사무라이 채권이란, 일본 채권시장에서 비거주자인 외국정부나 외국 기업이 발행하는 엔화 표시 채권으로, 원리금의 상환과 지급을 모두 엔화로 하며, 이율은 일본 국내금리를 기준으로 한다는 점에서 채권시장에서의 엔캐리 트레이드라는 측면에서 가장 정석적인 방식이라고 볼 수 있다.

사무라이 채권이 특히 각광받은 것은 2020년대 이후의 ESG 채권에서였다고 본다. 실제로 지난 2022년 이후로부터 일본에서의 ESG 채권 발행이 확대된 바 있다. 이와 같은 엔화 표시 ESG 채권 발행 확대에는 일본의 ESG 정책과 관련된 부분도 있겠으나, 가장 근간에는 ESG라는 요소를 비용으로 인식하고 있는 상황에서 그 비용을 낮추기 위한 방식으로 엔화 표시 ESG 채권 발행을 택했을 가능성이 높다는 판단이다. 특히 피치에 따르면 엔화 표시 ESG 채권시장에서 非일본 기관이 발행한 비중이 2022년 1%에서 2023년 7%로 크게 증가했고, 볼리비아, 칠레, 멕시코, 인도네시아, 네덜란드, 필리핀, 한국 등에서 엔화 표시 채권 발행 수요가 확대된 것으로 분석되었다.

환율 여건 등 환차익도 함께 고려해야 하며, 사무라이 채권에 대한 안정적인 수요 확보를 위해서는 일본의 저금리 기조가 지속된다는 가장 큰 전제 조건이 필요하다. 하지만 과거 미국의 금리 인상 이후 일본의 금리 인상이 후행적으로 이뤄져 왔으며, 이는 선진국 등의 고금리 환경과 일본의 저금리 지속 기대 등에 따라 발행된 사무라이 채권을 보유한 기관들의 수익률 악화로 이어졌을 가능성이 높다. 결국 이는 엔캐리 트레이드 청산의 한가지 요인으로 영향을 미쳤을 것으로 판단한다.

이와 같은 과거의 패턴이 최근에도 나타난 것으로 평가된다. 미국의 금리 인상기 속 일본에서의 사무라이 채권 발행이 확대되어 왔던 가운데, 최근의 일본 정책 변화는 사무라이 채권 보유 기관들의 포트폴리오 변화를 촉발시켰을 가능성이 크다. 일본 채권시장의 베어 스틱프닝을 고려하면, 2020년대에 발행된 사무라이 채권 수익률이 크게 낮아졌을 것으로 판단되기 때문이다.

글로벌 ESG 채권 발행 국가별 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: EU는 독일, 프랑스, 네덜란드, 이탈리아, 영국, 스웨덴, 스페인 발행량의 합

2000년 이후 사무라이 채권 발행은 어떤 특징을 가졌는가

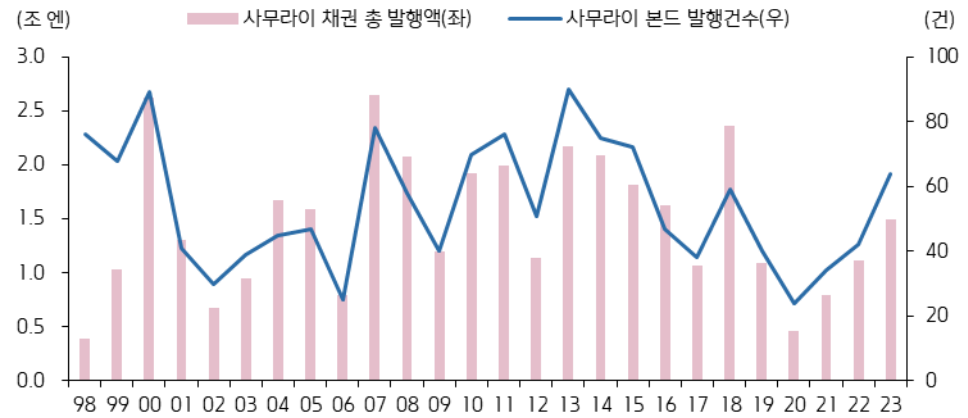
과거 사무라이 채권 발행 추이를 살펴보면, 채권시장에서 뚜렷하게 나타나는 엔캐리 트레이드의 형태인만큼, 과거 엔저와 미-일 금리차 확대 등에 따라 엔캐리 트레이드가 확대되던 시기에 사무라이 채권 발행 규모 또한 크게 확대되었던 것을 알 수 있다. 이를 토대로 볼 때 과거 사무라이 채권 발행 이후 엔캐리 트레이드 청산에 따른 시장 변화에서 사무라이 채권도 동일한 메커니즘으로 역할을 했을 것으로 판단된다.

특히 2000년대 초반, 2005~2007년, 2013~2015년, 2022년 이후에 엔화 약세가 이어지면서 사무라이 채권 발행규모가 전년도에 비해 크게 확대되었던 것을 차트를 통해 확인이 가능하다. 더 나아가 2018년에도 사무라이 채권 발행이 크게 증가한 바 있는데, 당시에는 미-일 금리차가 확대되는 가운데서 엔화 약세폭은 제한되었지만, 상대적으로 달러/엔 환율이 110엔 선 내외로 안정적인 흐름이 유지되었던 것이 발행 확대로 이어진 것으로 판단된다.

일본이 장기간 저금리 정책을 이어왔다는 점을 감안하면 2000년 이후의 BOJ의 금리 인상에도 사무라이 채권 보유에 대한 수익률 부진이 상대적으로 크지는 않았을 것으로 판단된다. 일본 추후 금리 상승에 따른 기업들의 차환 발행 부담이 부각되었을 것이며, 엔화 강세 전환에 따라 보유 기관의 수익률 부진 등이 이어졌을 가능성이 높다.

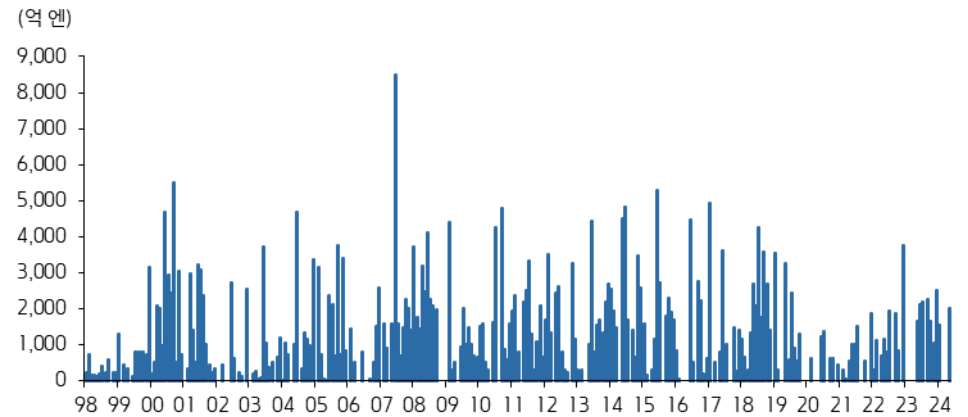
특히 규모나 당시 금리 수준 등을 고려하면 2000년대 중후반보다는 2000년대 초반에서 나타났던 변화가 금융시장에 가장 큰 영향을 미쳤을 것으로 판단된다. 2007년 사무라이 채권 발행 규모는 2000년 수준과 비슷하지만 미일 금리차의 확대폭이 가장 컸다는 점에서 그 반대 급부의 리스크 또한 가장 크게 나타났을 것으로 추정된다.

사무라이 채권 연간 총 발행 추이



자료: 일본 증권업협회, 키움증권 리서치센터

사무라이 채권 월간 총 발행 추이



자료: 일본 증권업협회, 키움증권 리서치센터

2023년에 늘어난 채권 발행이 부메랑으로 돌아올까

앞서 엔캐리 트레이드로 인한 자금 이동을 살펴보면, 채권보다는 주식으로의 엔캐리 자금 이동이 더 큰 것으로 나타났으며, 채권에서부터는 오히려 자금 유입이 발생했다는 점에서 채권 시장으로 인해 엔캐리 트레이드 청산이 촉발될 가능성은 낮다고 평가했다. 그렇다면 사무라이 채권에서의 리스크 또한 마찬가지로 낮은 것일까?

채권시장의 자금 이동 측면에서는 오히려 일본으로 자금이 유입되었지만, 사무라이 채권 발행 규모는 2020년 이후 꾸준히 증가하면서 2019년 규모 이상을 기록한 것으로 나타났다. 이에 따라 2023년 중 일본의 저금리 기조 속에 확대된 사무라이 채권 발행이 앞으로 이어질 수 있는 일본 국채금리 상승에 따라 시장 변동성을 키울 수 있는 요인인지 살펴볼 필요가 있다.

결론부터 말하자면 2023년 중 확대된 발행이 이번 엔캐리 트레이드 청산 과정에서 리스크를 불러올 가능성은 낮다. 특히 이는 발행 잔액을 통해서 극명하게 확인이 가능하다.

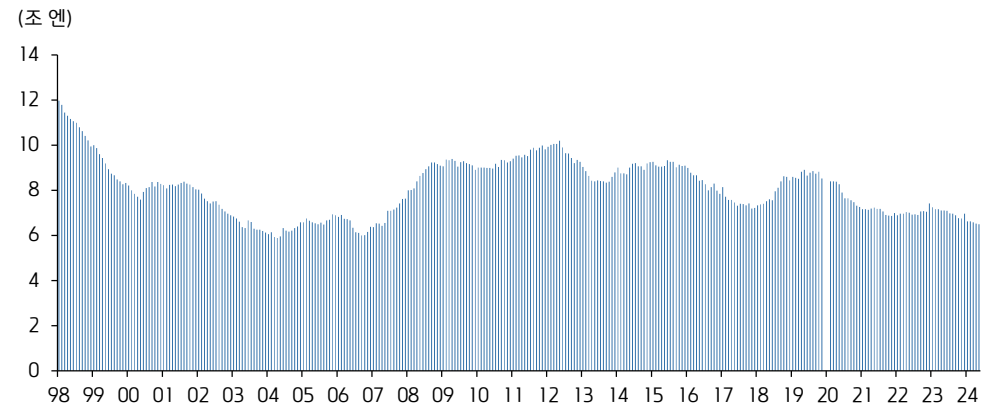
사무라이 채권 발행 잔액을 살펴보면, 총 발행 건수는 증가했음에도 발행 잔액이 2020년 이후 꾸준히 감소세를 보이고 있다. 2023년 초반 소폭 증가하는 양상을 보이기도 했으나, 최근까지의 흐름을 보면 2024년 들어서는 오히려 더 감소했으며, 그 규모는 2008~2009년 수준에 불과한 것으로 나타났다.

2018년에는 순발행이 크게 늘어났지만, 2019년부터는 순상환 기조가 이어져왔다는 점에서 사무라이 채권을 발행해왔던 기업들은 리스크 관리를 꾸준히 해왔다는 것을 알 수 있다. 오히려 2022년 미 연준의 금리 인상에 따라 채권시장 변동성이 커지고 수익률 부진 흐름이 지속되어 왔던 점이 추가 신규 발행을 제약시키는 효과를 가져와 리스크를 약화시키는 역할을 하게 되었다.

뿐만 아니라 일본 경기 회복에 따라 BOJ의 긴축 기조 변환에 대한 경계감과 함께 시중 금리가 상승했던 점 또한 기업들의 신규 발행을 낮추는 요인이었을 것이다. 기준금리가 여전히 타국가 정책금리 대비 낮은 수준인 것은 맞지만, 정책 변화에 따른 금융시장 변동성 확대로 인해 불확실성이 높은 상황인만큼 기업들은 사무라이 채권 발행을 통한 이점을 찾기 어려웠을 수 있다.

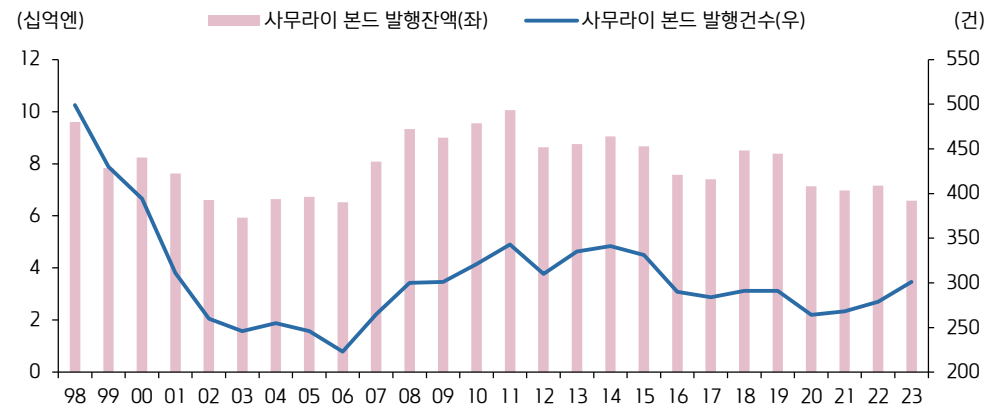
사무라이 채권 발행 만기가 5년 만기가 일반적이라는 점을 감안할 때, 2023년 중의 발행은 오히려 2018년 중 발행된 채권의 차환 발행 목적이었을 것으로 추정하며, 2018년 대비 2023년 중 금리 레벨이 높아졌던 가운데 순상환 기조가 이어졌다는 점은 신규 발행 수요보다는 차환 목적이 대부분이었다는 것을 알 수 있다.

사무라이 채권 월간 발행 잔액



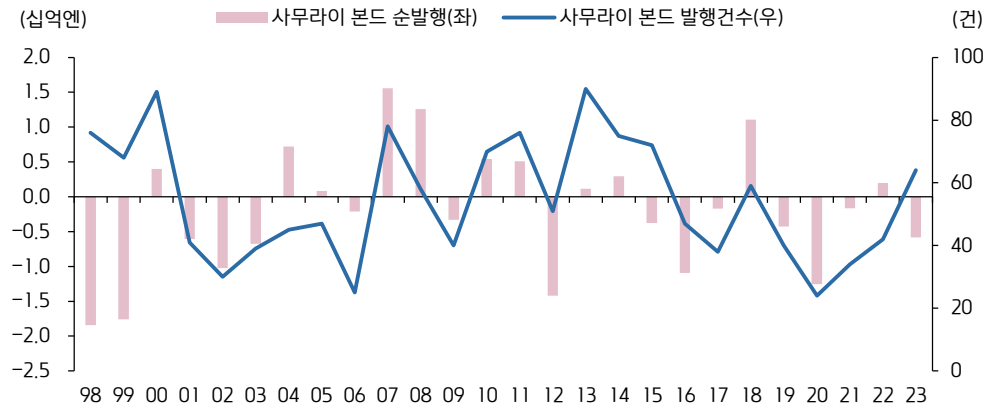
자료: 일본 증권업협회, 키움증권 리서치센터

사무라이 채권 발행 잔액 추이



자료: 일본 증권업협회, 키움증권 리서치센터

사무라이 채권 순발행 추이



자료: 일본 증권업협회, 키움증권 리서치센터

그럼에도 사무라이 채권에서 유발되는 엔캐리 트레이드 청산에 대한 우려가 완전히 없다고 보기는 어렵다. 현재 사무라이 채권 잔액의 만기 비중을 보면 앞으로 3~4년 구간의 만기 비중이 높은 가운데, 일본의 기초적인 금리 인상이 예상된다면, 향후 이들의 차환 발행에 따른 기업들의 이자 비용 부담은 해를 거듭할수록 높아진다는 리스크가 있다.

또한 ECB와 미 연준의 금리 인하 등 완화 사이클이 시작될 것으로 예상되나, 현재 예상하는 수준보다 물가가 높게 유지되어 완화폭이 제한적이라면 중장기채 보유를 통한 자본 수익 기대는 낮을 것이며, 2023년 중 발행된 채권이 3~5년 후 신규 차환 발행시 기업들의 이자 부담이 여전히 높다는 점에서 사무라이 채권 발행이 계속해서 위축될 수 있는 리스크도 남아있다.

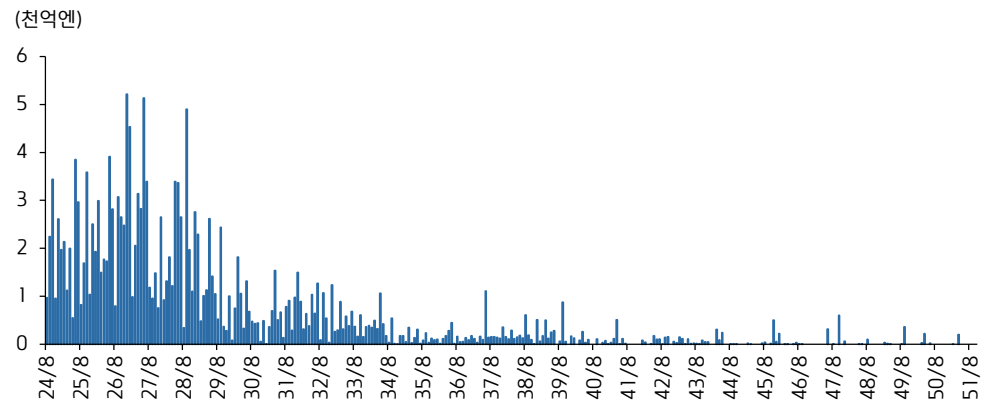
더 나아가 사무라이 채권 발행 잔액의 법인 설립별 만기 추이를 보면, 2028년까지 유럽 국가들의 비중이 높은 것을 알 수 있다. 북미 지역보다 유럽 지역들의 사무라이 채권 발행 잔액 비중이 높다는 점에서, ECB 유럽 중앙은행의 정책 변화 또한 중요한 변수로 작용할 것으로 판단된다.

물론 ECB는 6월부터 금리 인하에 나섰고, 9월부터 미 연준 또한 금리 인하 사이클에 접어들 것으로 예상된다는 점에서 채권 자본 수익에 대한 기대 등으로 유럽 기업들이 발행한 사무라이 채권에 대한 청산 리스크는 낮다. 더군다나 초장기물 잔액 비중이 크지 않다는 점에서 금리 반등에 따라 청산 규모가 커진다고 하더라도 금융 시장 전반적으로 미칠 영향력도 이전에 비해서는 크게 낮아졌다.

물론 일본의 통화정책 기조에 대한 불확실성은 남아있으나, 시장 변동성을 초래하는 수준의 BOJ 정책 변화가 없을 것이라는 점에서, 일본의 저금리 속에 오히려 채권으로의 엔캐리 트레이드 확대 등으로 사무라이 채권 또한 수혜를 입을 수 있다는 판단이다.

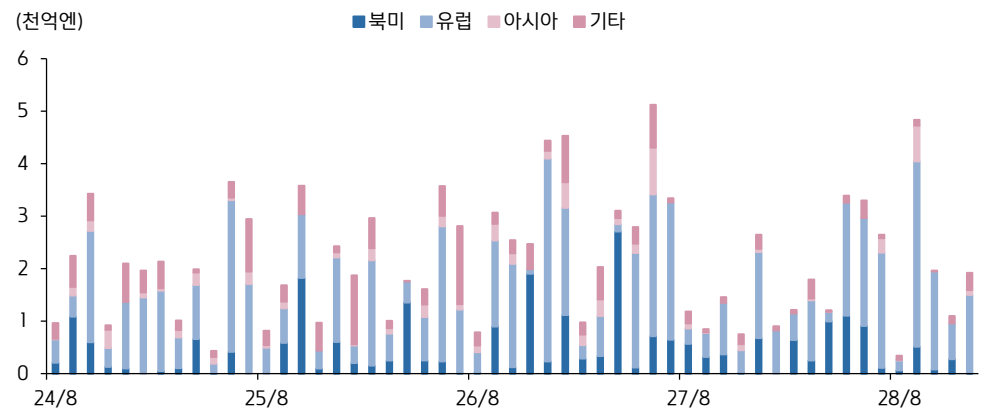
ECB가 급격하게 금리 인상으로 선회한다거나, 유로존 물가가 예상치 못하게 반등하는 흐름을 보이지 않는 한, 사무라이 채권 보유 기관들의 리스크 또한 크지 않을 것으로 보인다. 블룸버그에 따르면 뱅가드는 엔화 표시 채권의 보유 규모가 가장 큰 가운데 뱅가드를 제외하면 대부분 유럽 기업들의 발행물을 보유하고 있다는 점에서 유럽 금리 반등 리스크가 낮다면 사무라이 채권으로부터의 엔캐리 트레이드 청산 리스크는 현재로서는 낮게 평가된다.

사무라이 채권 만기 도래 추이



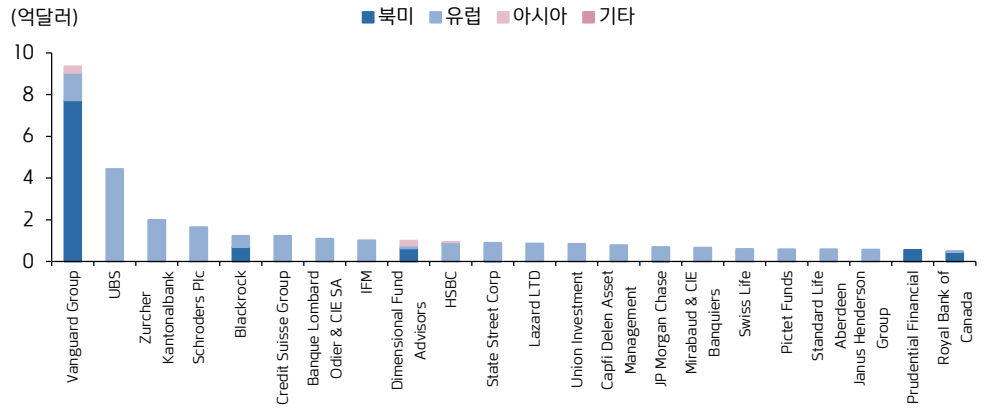
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

지역별 사무라이 채권 만기 도래 추이(국가는 법인설립 기준)



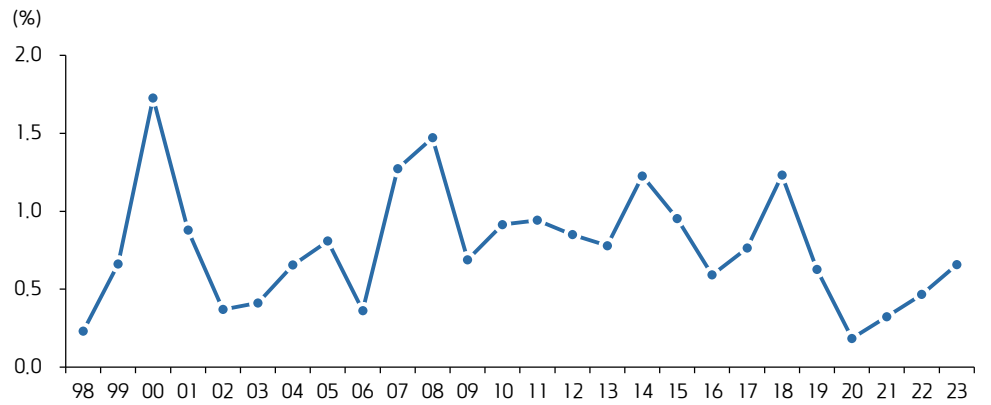
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 기관 사무라이 채권 노출 정도(지역은 법인 설립 국가 기준)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

전체 채권 시장 내 사무라이 채권 비중



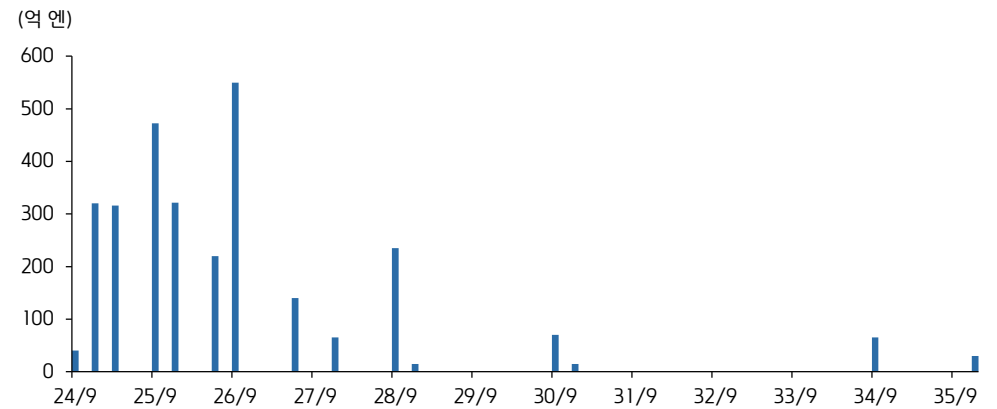
자료: 일본 증권협회, 키움증권 리서치센터

그렇다면 우리나라 영향은

우리나라 기관들 역시 2023~2024년 중 사무라이 채권 발행을 크게 늘렸다. 일반 기업들뿐만 아니라 정부에서 또한 2023년 9월 중 사무라이 채권을 발행한 것이다. 2023년 8월 기준 한국 기업과 정부에서 발행한 사무라이 채권 잔액은 약 2,870억 엔으로, 원화 기준으로 약 2조 6천억 원 규모이다. 만기로 보면 2년 내로 대부분 구성 되어 있으며, 34개 종목 가운데 12개는 정부 혹은 특은채이며, 나머지는 금융회사 혹은 상위등급 회사채 중심으로 구성되어 있다.

만기 측면에서 보면, 일반 기업 12년 만기 발행물 하나와 정부채 10년만기 발행물을 제외하면 대부분 단기물에 속하며, 앞으로 2년간 일본 국채금리의 급등세가 제한적이라면 국내 발행물에 대한 리스크는 크지 않다는 판단이다. 물론 BOJ의 QT로 인해 장기 금리 상승 압력이 높아질 수 있는 리스크는 상존하나, 미 연준과 ECB 등의 금리 인하 기조 속에 일본은행의 추가 금리 인상은 낮다는 전제를 감안하면 현재 상황에서 차환 발행 리스크는 크지 않다고 판단한다.

국내 기관 발행 사무라이 채권 만기 일정



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

(결론) 엔캐리 트레이드 변화, 채권시장 변동성 확대는 제한적

최근 불거진 엔캐리 트레이드 청산에 대한 우려는 일단락된 양상이다. 우선 경기 침체 리스크가 소강된 상태인 가운데, BOJ의 추가 긴축 시그널도 크게 약화되었기 때문이다. 하지만 앞으로 남은 기간 미국 실업률 상승과 물가 둔화 기조 확인 속에서 수시로 침체 리스크가 불거지고, 일본의 임금 상승에 따른 민간 소비 회복 영향을 확인하는 과정에서 BOJ의 추가 긴축 필요성 또한 언급될 수 있다. 이는 다시 최근 불거졌던 엔캐리 트레이드 청산 우려를 높이면서 금융시장 변동성을 수시로 키울 수 있는 요인인 것이다.

이와 관련해 채권시장에서 촉발될 수 있는 리스크 요인을 점검해본 결과, 2020년 이후 엔캐리 트레이드는 채권시장보다는 주식시장으로의 자금 이동이 강화된 것을 확인했으며, 지속된 금리 인상과 더불어 통화정책 불확실성이 고조되는 가운데서 채권시장으로의 자금 이동은 제약된 것으로 나타났다.

일본의 낮은 금리를 이용한 차입 방식으로 해외 기관들의 사무라이 채권 발행 또한 과거에는 엔캐리 트레이드 확산과 함께 순발행이 늘어나는 패턴을 가졌던 것이 일반적이었으며, 이에 따라 엔캐리 트레이드 청산 과정에서 사무라이 채권에서의 자금 변화 또한 하나의 요인으로 작용했던 것으로 파악된다. 하지만 2020년 이후로의 사무라이 채권 발행은 차환 발행 물량이 더 많았던 것으로 나타나 전반적인 발행 잔액은 감소한 것으로 나타났다. 일본 또한 물가 상승과 함께 긴축 전환에 대한 경계감이 상존했던 점이 해외 기관들의 사무라이 채권 발행 확대를 제약시켰던 것으로 파악된다.

결국 경기 침체 시그널과 BOJ의 긴축 시그널은 수시로 시장 변동성을 키울 수 있으나, 과거와 달리 채권시장에서 나타날 수 있는 리스크 요인은 크지 않은 것을 확인했다. 오히려 향후 미 연준의 금리 인하와 함께 채권시장으로의 자금 이동이 확대될 수 있는 여력이 있다는 판단이다. 더군다나 일본 투자 기관들의 일본 국채로의 자금 이동 가능성도 열려 있는 점은 일본 국채 금리 하향 안정화를 불러올 수 있어 미-일 금리차 또한 점진적인 축소 흐름을 보이면서 엔캐리 트레이드 청산으로 인한 금융시장 확대 리스크는 점차 완화될 것으로 전망한다.