투자포커스

일본 마이너스 금리 도입 이후 자금 흐름

Economist 이하연 hylee1107@daishin.com

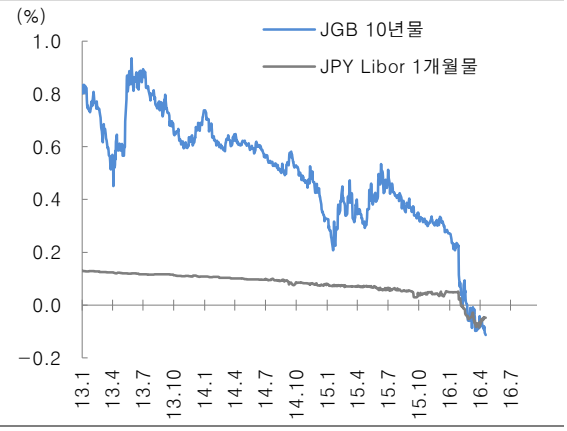
BOJ 마이너스 금리 도입과 엔화 강세

일본은행이 당좌예금에 마이너스 금리를 도입한지 3개월이 되었다. 마이너스 금리 도입 이후 일본은행의 예상과 가장 크게 달라진 부분은 환율이다. 아베 총리 취임 이후 꾸준히 약세를 시현하던 엔화 가치가 마이너스 금리 도입 이후 강세 전환되었다.

일반적으로 마이너스 금리는 자국통화 약세 압력으로 작용한다. 앞서 마이너스 금리를 도입한 스웨덴, 덴마크, 유로존 모두 마이너스 금리 도입 이후 통화가치가 약세 전환된 바 있다. 스위스의 경우 마이너스 금리 도입이 스위스프랑 약세를 이끌지는 못했으나, 유로화에 대한 스위스프랑 환율 하한 폐지가 동시에 있었다는 점을 감안하면 마이너스 금리 도입이 어느 정도 통화 강세 방어에 긍정적인 역할을 한 것으로 보인다.

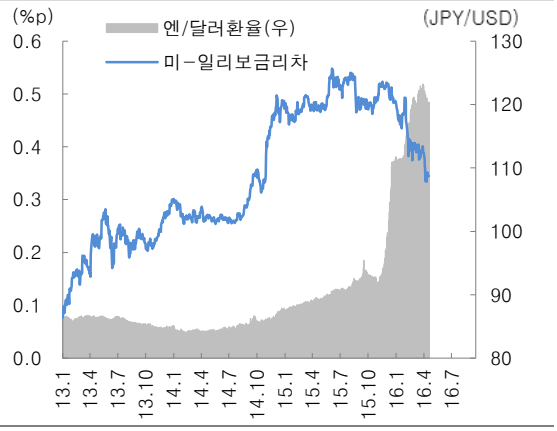
하지만 일본은 마이너스 금리 도입 이후 통화가치 강세 흐름이 지속되고 있는 것이다. 엔화 단기차입금리가 마이너스 영역으로 진입하며 달러와의 금리차가 확대되었음에도 엔/달러 환율은 지난 2014년 10월 말 QQE 확대 이전 수준으로 하락했다. 물론 글로벌 금융시장 불안에 따른 안전자산선호 확대 요인도 배제할 수 없겠으나, 엔화 강세 전환에는 일본 통화정책에 대한 의구심이 주로 작용한 것으로 판단된다.

그림 1. 일본 단기차입금리, 국채금리 마이너스 영역 진입



자료: Bloomberg, Datastream, 대신증권 리서치센터

그림 2. 미-일 금리차 확대에도 엔/달러 환율 하락



자료: Bloomberg, Datastream, 대신증권 리서치센터

내국인의 캐리 트레이드 자금 청산 여부에 주목

우선 일본 통화정책에 대한 의구심은 외국인의 일본 주식 투자 자금 흐름에 변화를 가져왔다. 아베 총리 취임 이후 '주식 매수+엔 매도' 포지션을 유지하던 외국인이 '주식 매도+엔 숏커버링'으로 돌아선 것이다. 여기에 투기적 포지션까지 더해지며 엔/달러 환율 하락을 견인했다.

2차 QQE 이후 외국인은 일본주식을 약 7.3조엔(2015년 6월초까지) 순매수했는데, 올해들어 중국발 금융시장 불안, 일본 통화정책에 대한 신뢰 약화 등으로 이미 7.0조엔 수준의 주식을 순매도하고 최근 순매수로 전환되었다.

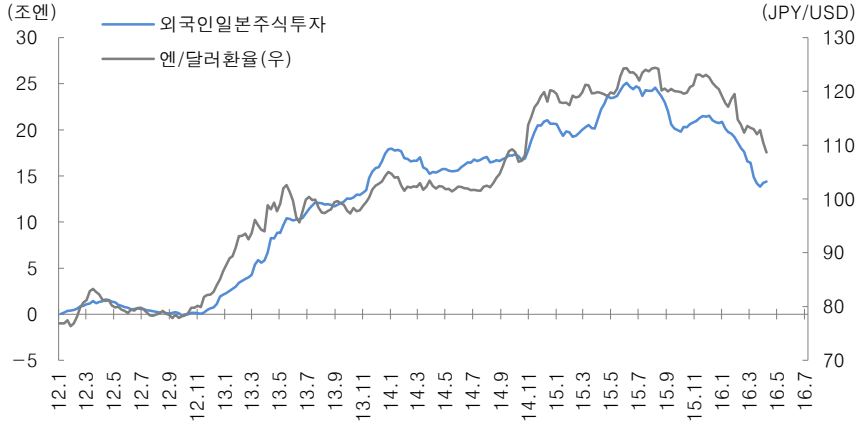
채권의 경우, 국채 금리가 마이너스 영역으로 진입했음에도 달러 자금을 보유한 투자자에게 차익거래 유인이 발생해 통화스왑 거래를 통한 외국인의 일본 국채 투자가 지속되고 있다.

한편, 추가 엔화 강세 여부는 내국인의 캐리 트레이드 청산에 달려있다. 마이너스 금리가 도입되고 엔화 약세가 멈춘 이후에도, 일본 내국인의 해외투자가 꾸준히 지속되며 엔화 강세를 제한해왔다. 저금리·저성장이 지속되고 있는 일본 대비 상대적으로 높은 수익률 기대할 수 있기 때문이다. 시중은행 등 금융권의 경우, 일본은행이 국채매입을 장기간 지속함에 따라 포트폴리오에서 해외투자 비중 확대는 불가피한 선택이었다. QQE 확대 이후에만 일본 내국인 자금 약 37.9조엔이 해외금융자산(주식 17.2조엔, 채권 19.5조엔)에 투자되었다.

하지만 최근들어 내국인의 해외투자가 다소 주춤하다. 엔/달러 환율이 QQE 확대 직전 수준인 달러당 112엔선을 이탈하며 환차손을 보기 시작한 것이 주요인인 것으로 판단된다.

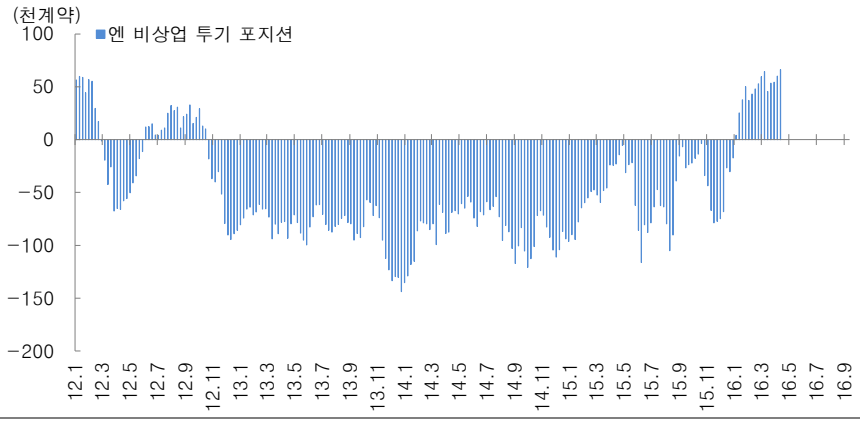
물론 일본 공적연금(GPIF) 포트폴리오 조정 관련 자금이 내국인 해외투자의 주를 이루고 있어 해당 자금이 일시 청산될 가능성이 크지는 않다. 하지만 QQE 확대 이후에만 신탁 계정을 통해서 8.7조엔 수준의 주식 투자자금이 유입된 것을 감안하면 취임 이후 3년간 지속되던 비차입형 엔캐리 투자 청산이 본격화될 경우 엔화 강세 속도는 빨라질 수 밖에 없다.

그림 3. QQE 확대 이후 일본 증시로 유입된 외국인 자금 청산



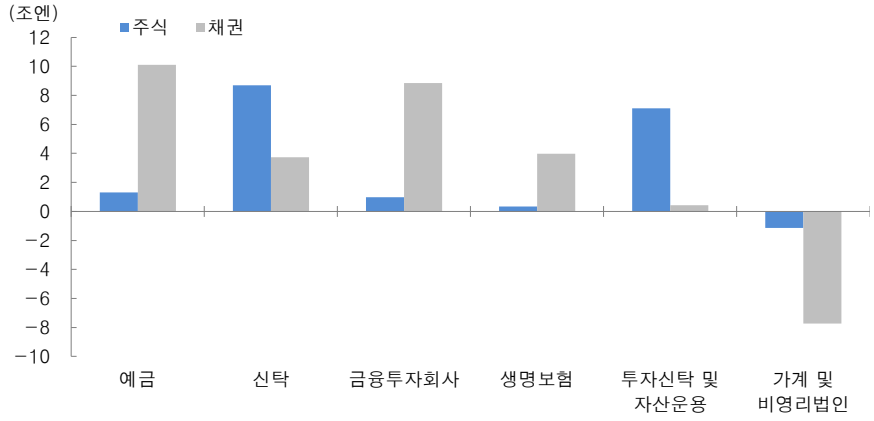
주: 2012년 이후 누적순매수
자료: 일본 재무성, Datastream, 대신증권 리서치센터

그림 4. 마이너스 금리 도입 이후 투기적 포지션 엔화 강세 압력으로



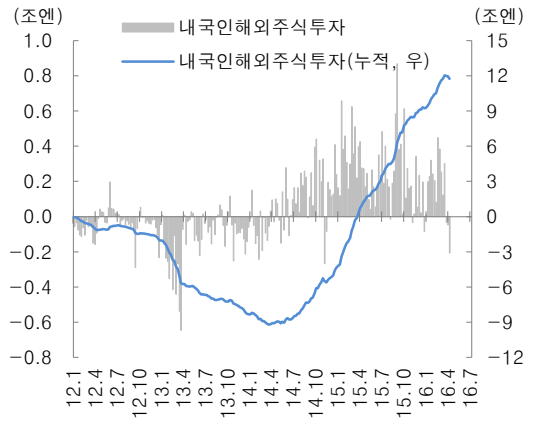
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 5. QQE 확대 이후 일본 투자자별 해외금융자산 순매수 규모



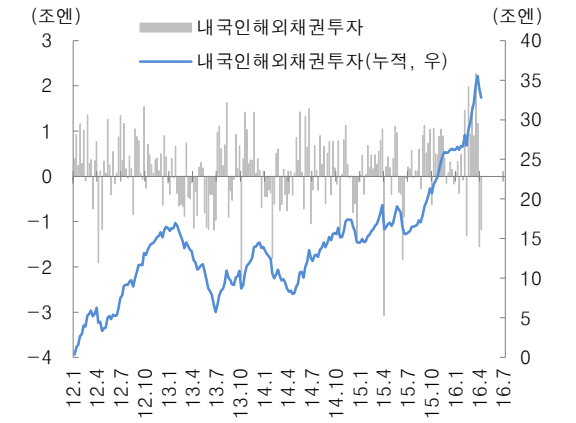
자료: 일본 재무성, 대신증권 리서치센터

그림 6. 내국인 해외 주식 투자 추이



자료: 일본 재무성, Datastream, 대신증권 리서치센터

그림 7. 내국인 해외 채권 투자 추이



자료: 일본 재무성, Datastream, 대신증권 리서치센터

4월 금정위 추가완화 가능성, 엔화 강세 속도 조절

지난 3년간 시행된 통화완화정책에도 일본 경기는 여전히 부진한 모습을 보이고 있으며 이로 인해 통화정책에 대한 신뢰 또한 상당 수준 훼손되었다. 특히 엔저에 따른 수출 증가 및 기업 이익 개선 효과가 내수 회복으로 이어지는 선순환이 발생하지 않았다는 점은 일본 통화정책에 대한 의구심을 키우고 있다. 올여름 참의원 선거, 규슈지방 지진 등을 감안할 때 일본 경기부양책이 수출 중심에서 내수 중심으로 전환될 가능성도 열려있다.

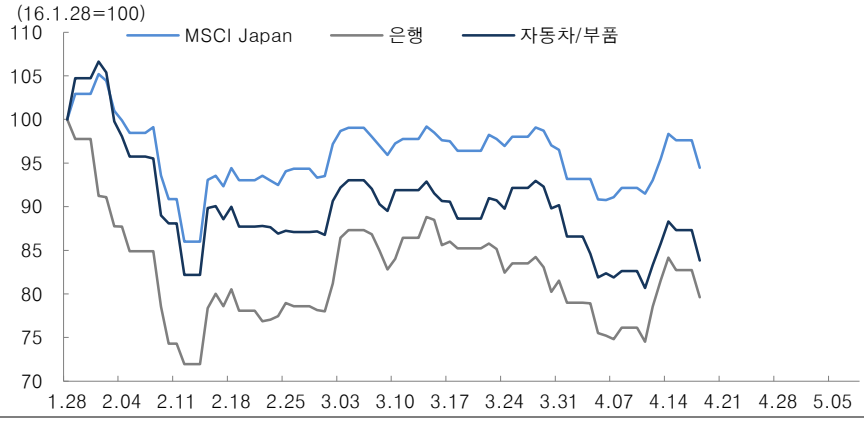
따라서 향후 일본은행이 통화완화정책을 확대하더라도 과거와 같은 엔화 약세가 지속되기는 어렵다는 판단이며, 통화정책 효과는 급격한 엔화 강세 속도 조절에 그칠 것으로 예상한다.

오는 27~28일 열릴 금정위를 앞두고, 구로다 총재는 최근 엔화 강세가 일본 물가 회복을 위협하고 있다고 우려를 표하며 4월 추가 완화 가능성을 높여주고 있으며, 아소 다로 재무장관은 국무회의 후 기자회견에서 급격한 환율 변화에 대응해 다양한 수단을 취하겠다고 밝혔다.

이번 금정위 결과가 또다시 시장 실망을 초래할 경우, 내국인 엔캐리자금 청산의 트리거가 될 수 있다는 점에서 주목할 필요가 있다. 그리고 환차손을 보기 시작한 캐리 트레이드 청산 수요는 엔화 강세 속도 가속화로 이어질 가능성 또한 배제할 수 없다. 반대로 일본은행 통화정책이 시장 기대를 충족시킨다면, 내국인의 해외투자가 재개되고 당분간 엔화 강세는 제한될 것이다.

우선, 지난 금정위에 이어 이번에도 마이너스 금리 보완책이 발표될 것으로 예상한다. 마이너스 금리 도입으로 시중은행 수익 악화 우려가 지속되고 있으며, 이로 인한 은행주 부진이 일본 증시 회복을 제한하고 있기 때문이다.

그림 8. **일본 은행주, 마이너스 금리 도입 후 상대적 부진 지속**



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

시중은행 수익 보존을 위해 가장 가능성이 높은 정책은 ECB의 TLTRO처럼 중앙은행의 시중은행 대출에도 마이너스 금리를 적용해주는 것이다. 시중은행은 대출을 통해 일본은행으로부터 이자를 받을 수 있게 된다. 현 일본은행 마이너스 금리 정책이 패널티 성격이 강하다면, 대출에 마이너스 금리 적용은 시중은행에 베네핏을 주는 정책이다. 당좌예금 마이너스 금리로 발생한 비용을 대출을 통해 만회할 수 있다는 점에서 시중은행 수익 회복이나 대출태도 개선에 긍정적인 역할을 할 것으로 예상된다.

그 외에 기존의 자산매입 규모 확대 가능성도 여전히 열려있다. 국채, ETFs, REITs 등의 자산매입규모를 확대해 환율 및 주가 하락을 방어할 것으로 예상된다.

▶ Compliance Notice

✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.

✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.