

KB FX 전략

3~4월 엔화 변동성 확대 시나리오, 엔화는 언제 강세로 전환될까?

최근 일본 엔화의 두드러지는 약세, 컨센서스인 3~4월 BoJ 통화정책 변경에 대한 의구심 확대 연초 이후 글로벌 외환시장 내 일본 엔화의 약세 흐름이 두드러졌다. 달러는 1개월간 1.0% 절상, 주요 통화 중 일본 엔화는 1.5% 추가 약세로 글로벌 내 가장 절하폭이 컸다. 이는 일본의 4분기 GDP 성장률이 전기비 마이너스를 기록한 쇼크로 발표된 영향이 컸으며, 이는 상반기 내 BoJ의 통화정책 변경 (긴축)에 대한 의구심을 높였기 때문이다. 향후 달러/엔의 향방에는 3~4월이 중요하다. 1) 3~4월 내 BoJ의 통화정책 변경 가능성, 2) 그리고 이를 뒷받침할 근거로 3월 춘투 (일본 임금 협상) 결과 1차 집계 때문이다. 2023년 취임한 우에다 총재는 일본 은행의 마이너스 금리 해제 등 통화정책 정상화를 여러 차례 암시했다. 이를 위해서 2% 물가 목표 달성이 필요하며, 임금과 물가의 선순환이 전제되어야 한다. 이에 시장에서 3월 발표될 춘투 (일본 대기업 임금 협상) 1차 결과에 주목하고 있으며, 발표 이후 4월 통화정책 변경이 컨센서스이다.

예상보다 부진한 경제와 물가지표, BoJ가 긴축으로 선회하기 쉽지 않은 여건

BoJ의 의지와 관계 없이, 최근 일본의 경제와 물가 여건들은 3~4월 BoJ의 통화정책 변경 가능성에 대한 신뢰를 낮추고 있다. GDP 성장률은 후행 지표이기는 하나, 2월 15일 발표된 일본의 4분기 GDP 성장률은 미약한 내수를 확인시켰다. 내수에 해당하는 민간소비, 설비투자, 건설투자 등이 모두 전기비 마이너스 성장하며 2분기 연속 마이너스를 기록, 내수 기여도가 -0.2%p를 기록했다. 소비자물가 (신선식품 제외)는 2023년 12월 기준 전년대비 2.3%까지 완만하게 둔화 중이다. 일본은행의 2024년 소비자물가 전망은 지난 10월 전망 2.8%에서 2.4%로 0.4%p 하향 조정되었다. 회계연도기준임을 감안하면 전망치 2.4%도 다소 높으며, 1분기 물가가 예상을 하회하기 시작하면 추가로 하향 조정될 것으로 보인다. 1월 일본의 도쿄 근원 CPI는 전년대비 1.6%를 기록해 전월 (2.3%)과 시장 예상 (2.1%)을 크게 하회했다. GDP 산출갭도 지난 3분기까지 14분기 연속 마이너스를 기록 중이다. 내수 부진의 탈피와 안정적인 2% 물가 안정을 위해서는 결국 **조건한 임금 상승**이 필요하다. BoJ는 향후 임금 상승률을 가능하기 위해 3월 춘투결과에 주목하고 있다. 다만 지난 2023년 춘투에서 3.58%의 임금상승률에도 실제 2023년 임금상승률은 전년비 1.2% 수준에 그치며, 실질임금은 전년비 -2.5%로 추가 하락했다.

연말로 갈수록 엔화 강세 전환, 다만 BoJ의 통화정책 변경 시나리오에 따라 경로는 다를 것 종합해보면 올해 4월 BoJ의 통화정책 변경에 대한 기대는 높으나, 이를 하지 못할 가능성도 늘어나고 있다. 4월 BoJ의 통화정책 변경이 단행되지 않을 경우에는 3~4월 엔화가 현재보다 더 추가로 약세로 전환하는 등 환 변동성이 커질 가능성이 높으며, 반대로 컨센서스대로 4월에 BoJ의 통화정책이 변경되면 달러/엔이 현재 150엔에서 140엔 중반까지 빠르게 하락할 수 있다. 현재 달러/엔은 이미 BoJ의 개입의 심리적 한계인 150~152엔 수준까지 상승했는데, 통화정책 변경 지연 시에는 2022년~23년 두 차례나 방어했던 152엔 수준을 뚫고 상회할 수 있다. 다만, 결국에는 3분기 미 연준의 기준금리 인하 전후로 달러화 약세/주요국 통화는 강세가, 일본 엔화도 강세 전환을 전망한다. 즉 연말에는 현재수준보다 달러/엔이 하락할 가능성이 높다. 이는, 미 연준의 기준금리 인하로 인하여, 일본 BoJ가 어떠한 선택을 하든지 간에 미-일간 금리 차 축소가 엔화 약세를 완화시킬 것이다. 따라서, 2분기 엔화 추가 약세 진행 시에는 강세 전환을 기대하는 전략을 사용할 기회로 삼을 수 있다 ([이해원 1/15](#)). 다만, 어떠한 경우에도 BoJ의 금리 인상폭은 크지 않을 것으로 (컨센은 올해 10bp), 엔화의 강세폭도 크지는 않을 것이다. KB증권은 연말 135~140엔 내외로 하락, 통화정책 변경 지연 시에는 140엔 초반을 예상한다.

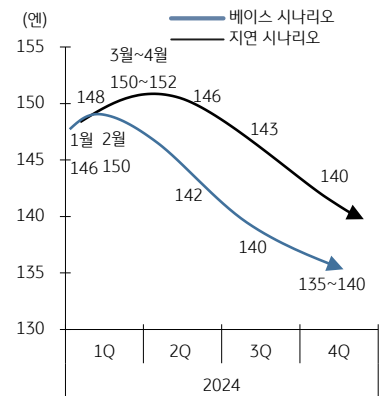
FX 전망

2024년 2월 23일



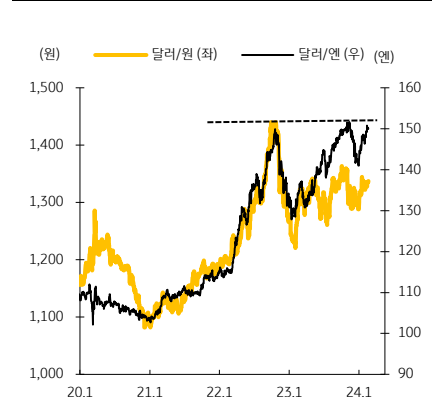
더 많은 리포트 보기

KB증권 달러/엔 시나리오별 전망



자료: Bloomberg, KB증권 전망

달러/원과 달러/엔 추이



자료: Bloomberg, KB증권

일본 BoJ의 통화정책 변경 시나리오별 달러/엔 전망

1. BoJ의 통화정책 변경 기대와 우려 속, 일본 엔화 환율 연초 이후 추가로 약세

연초 이후 두드러진 일본 엔화의 절하

연초 이후 글로벌 외환시장 내 일본 엔화의 약세 흐름이 두드러졌다. 2월 외환시장은 예상을 상회하는 미국의 1월 물가 상승률로 달러 강세가 이어졌다. 달러는 1개월간 1.0% 절상, 주요 통화 중 일본 엔화는 1.5% 추가 약세로 글로벌 내 가장 절하폭이 컸다.

일본 4분기 GDP 성장률이 예상 외 전기비 마이너스 기록하며 기술적 침체 진입, 상반기 내 통화정책 변경 (금리 인상) 가능성 축소

2월 15일 발표된 일본의 4분기 GDP 성장률이 쇼크로 발표되면서 일본 엔화는 큰 폭의 추가 약세를 기록해, 다시 BoJ가 주시하는 달러/엔 150엔 선까지 상승했다. 4분기 GDP 성장률은 시장 예상 (전기비 +0.2%)과 달리 전기비 -0.1%를 기록하면서 2분기 연속 마이너스 성장을 기록, 상반기 내 통화정책 변경에 대한 의구심을 높였다. 이는, 일본은행이 목표로 하는 임금 및 내수 촉진과 함께 2%대 물가로의 선순환 달성이 어려워질 수 있음을 시사하며 이로 인하여 올해 상반기 내 일본은행의 통화정책 변경에 대한 기대가 크게 우려되는 사안이기 때문이다.

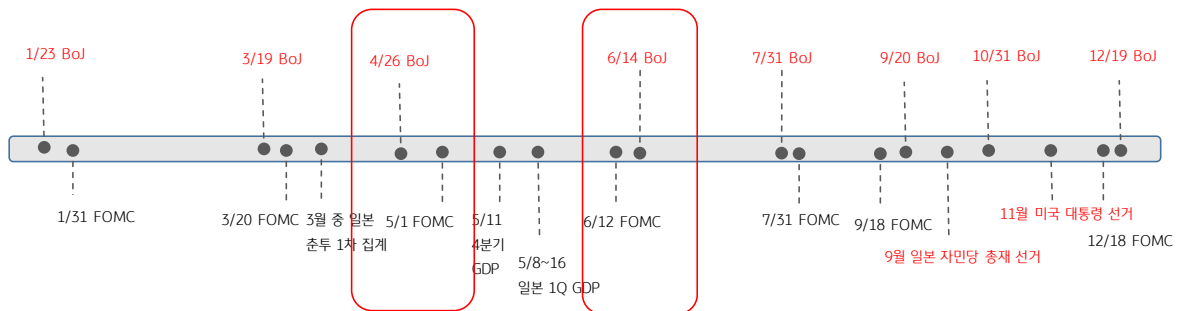
3~4월 달러/엔 변동성 확대 예고. 3월 춘투 결과와 4월 BoJ 회의에 따라 달러/엔 추가 상승 또는 급락 두가지 가능한 상황

이는 2분기 (3~4월) 달러/엔의 변동성 확대를 예고한다. 올해 BoJ는 통화정책을 긴축으로 변경 (마이너스 기준금리 해제 등)할 것이며, 시장에서는 그 시기를 4월로 보는 시각이 우세하다. 시장 예상대로 3월 양호한 춘투 (대기업 임금 협상) 결과 확인 후 4월 통화정책 변경 (4/26) 발표 시 2분기부터 엔화는 완만한 강세 전환 가능성이 높다. 3월 춘투 결과가 시장 예상 (3%대 중반)을 하회하고 물가와 기타 지표 등이 부진해 통화정책 변경 시기에 대한 전망이 3분기 (6월) 또는 그 이후로 지연된다면 엔화는 2분기에 추가 약세를 보이다가 3분기 이후 강세 전환 가능성이 높다는 판단이다.

BoJ 통화정책 변경 지연되더라도 하반기 미 연준 기준금리 인하로 달러 약세/엔화 강세로는 전환 예상. 다만, 그 시기와 폭은 BoJ의 결단에 달라질 것

다만, 결국에는 3분기 미 연준의 기준금리 인하 전후로 달러화 약세/주요국 통화는 강세가, 일본 엔화도 강세 전환을 전망한다. 즉 연말에는 현재 수준보다 달러/엔이 하락할 가능성이 높다. 이는, 미 연준의 기준금리 인하로 인하여, 일본 BoJ가 어떠한 선택을 하든지 간에 미-일간 금리 차 축소가 엔화 약세를 완화시킬 것이다. 따라서, 2분기 엔화 추가 약세 진행 시에는 강세전환을 기대하는 전략을 사용할 기회로 삼을 수 있다 ([이해원 1/15](#)). 다만, 어떠한 경우에도 BoJ의 금리 인상폭은 크지 않을 것으로 (컨센서스는 올해 내 10bp), 엔화의 강세폭도 크지는 않을 것이다. KB증권은 연말 135~140엔 내외로 하락을 전망, 통화정책 변경 지연 시에는 140엔 초반 내외로 예상한다.

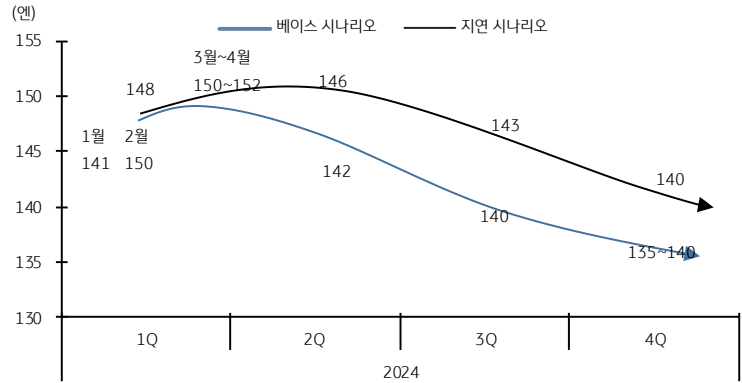
그림 1. 일본 2024년 주요 일정



자료: KB증권

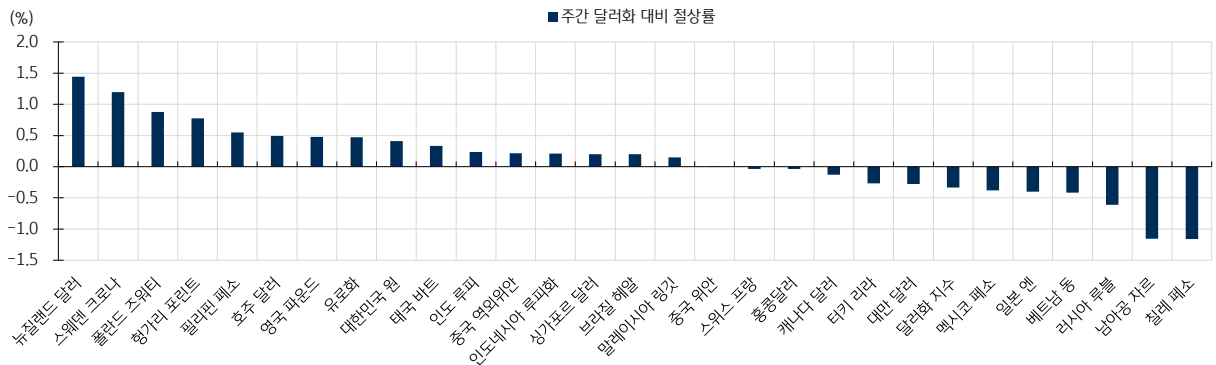
그림 2. 일본 달러/엔 시나리오별 전망

BoJ의 통화정책 변경 시점에 따라 달러/엔 3~4월 추가 상승 또는 하락 여부 갈릴 것



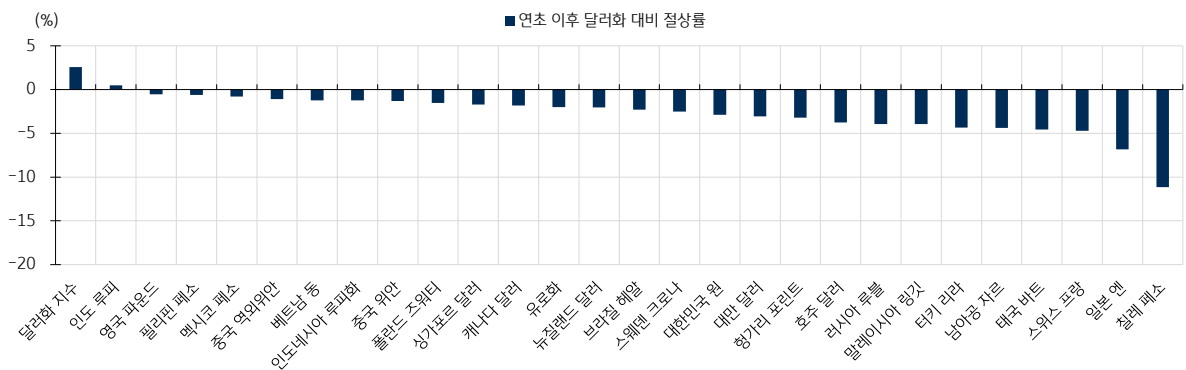
자료: Bloomberg, KB증권 전망

그림 3. 주간 주요 통화 달러화 대비 절상/절하율



자료: Bloomberg, KB증권

그림 4. 연초 이후 주요 통화 달러화 대비 절상/절하율



자료: Bloomberg, KB증권

2. 일본 우에다 총재의 2% 물가 타깃 목표와 동시에 통화정책 변경 (긴축) 의지

3~4월은 BoJ의 통화정책 변경 가능성과 이를 가능할 3월 춘투 결과 발표에 주목

글로벌 시장에서 일본의 3~4월에 주목하는 것은, 1) BoJ의 통화정책 변경 가능성 (긴축), 2) 그리고 이를 뒷받침할 근거로 3월 춘투 (일본 임금 협상) 결과 1차 집계 때문이다.

BoJ의 정책 방향성은 글로벌 주요은행과는 다른 방향으로 운영되어 예측하기 쉽지 않음

일본 주요은행 중 BoJ의 정책 방향성을 예측하기는 쉽지 않다. 일본은 장기간 디플레이션을 경험하면서, 글로벌 주요 은행과는 다른 사이클로 통화정책을 운영 중이며, 일본 정부와 중앙은행의 결단에 주로 좌우된다. 그동안의 BoJ는 일본 정부(내각)의 정책 방향성과 궤를 맞추어 주로 운영해왔으며 (아베-구로다), 이는 주로 디플레이션 탈피, 안정적 성장을 위한 초안화적인 통화정책으로 운용되었다.

2023년 취임한 우에다 총재의 발언을 통해서 올해 마이너스 금리 해제 등 긴축에 대한 의지는 엿보임

2023년 취임한 우에다 총재는, 통화정책 정상화 (긴축으로의 선회)를 여러 차례 암시했다. 그는 지속적으로 1) 2% 물가 목표 달성이 가능하면 마이너스 금리 정책을 해제할 수 있으며, 2) 그럼에도 완화된 금융 여건은 지속, 3) 그리고 2% 물가 목표 달성을 위해서는 임금과 물가의 선순환이 필요함을 강조하고 있다. 정리하면, 올해 건조한 임금 상승률 확인 시, 마이너스 금리 정책 해제 가능성을 강조한 것이다. 이러한 우에다 총재의 발언과 함께 시장에서는 올해 상반기 내 통화정책 변경에 대한 전망이 높아진 것이다.

표 1. 우에다 총재의 주요 발언 정리

일시	정책 내용	기타사항
2023년 4월	정책금리 관련 포워드 가이드스 수정	- 우에다 가즈오 총재 취임 (4/9) - '정책금리는 현재 장단기 금리 수준 또는 이를 하회하는 수준에서 움직이도록 한다'는 기존의 포워드 가이드스 삭제
2023년 6월	우에다 총재 통화정책 정상화 시사 발언	- ECB 연례포럼에서 (6/28) "내년에도 고물가가 이어진다는 확신이 되면, 정책 변경의 충분한 이유가 될 수 있다"고 언급
2023년 7월	장기금리 변동 허용폭 확대	- 금융정책결정회의(7/28)에서 장기금리 지표인 10년물 국채금리 변동 폭을 ±0.5%로 유지하되 시장 동향에 따라 일정 정도 넘는 것을 용인한다고 발표. 금리 0.5~1.0%를 시장 조작을 빠르게 할 구간이라고 명시하며 사실상 1%까지 변동폭 확대
2023년 9월	우에다 총재 마이너스 금리 정책 종료 시사	- 우에다 총재, 요미우리 신문과 인터뷰 (9/9)에서 "2% 물가 목표 달성이 가능하다고 판단되면 마이너스 금리 정책을 해제하는 것도 선택지 중 하나" 라고 발언
2023년 10월	YCC 유연성 개선	- 금융정책결정회의(10/31), 단기 정책금리 -0.1%, 10년물 타겟 금리 0.0%로 이전 수준 유지. YCC의 경우 reference 상단을 0.50%에서 1.00%로 변경하며 조금 더 유연하게 수익률 곡선을 제어할 것임을 시사.
2023년 12월	우에다 총재 금융 완화 정책 시사 발언	- 우에다 총재, 12/7 참의원 재정금융위원회 '통화 및 금융 조절에 관한 반기 보고'에서 마이너스 금리 정책 (NIRP)폐지 시 금리 목표치를 결정하지 않았다고 언급. 또한 연말부터 통화정책 운영이 한층 어려워질 것이라 발언 - 모호하게나마 출구 전략을 언급했다는 사실에 집중하며 일본 국리 상승 및 달러/엔 하락
	통화 완화 정책 지속 강조	- 우에다 총재, 금융정책결정회의 (12/19) 이후 기자회견에서 "인내심을 갖고 통화 완화를 지속하겠다. 필요하면 추가 완화책을 주저하지 않겠다" 고 언급. 추가로 "안정적인 2% 물가 상승률 달성을 향해 꾸준히 이동하는 중"이라 평가
2024년 1월	BoJ 완화정책 유지	- 1월 금융정책결정회의. 마이너스 금리 및 YCC, ETF 매입 등의 완화 정책 유지 결정. - 우에다 총재는 "임금과 물가 선순환 정도가 조금씩 뚜렷해지고 있다. 이 같은 추세가 지속된다면 금융완화 지속 여부를 검토해가게 될 것"이라 발언
2024년 2월	우에다 총재, NIRP 종료해도 금융 여건 완화적이라 언급	- 우에다 BoJ 총재, 2/9 중의원 예산위원회 출석. "미래의 경제, 물가 움직임을 전제로 하면 마이너스 금리를 해제하더라도 완화된 금융 여건이 지속할 가능성이 크다"고 언급. 또한 "물가상승 목표 달성이 가시화하면 마이너스 금리를 유지할지 고민하겠다"며 NIRP 폐지 가능성을 시사

자료: 언론보도 종합, KB증권

3. 경제 여건으로는 긴축으로 선화하기 쉽지 않은 조건

최근 일본 지표들은 3~4월 통화정책 변경 가능성에 대한 의구심을 확대

일본이 2% 물가 안착을 달성하기에는 쉽지 않은 여건

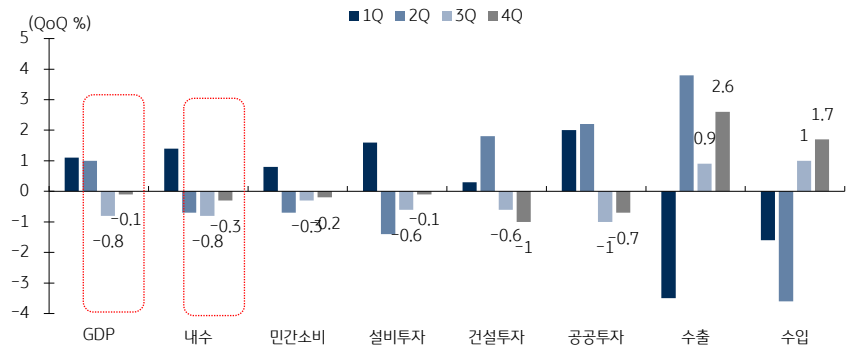
1) GDP 성장률은 쇼크로 발표. 기술적 침체 진입, 특히 내수 부진

최근 일본의 경제지표들은 3~4월 통화정책 변경 가능성에 대한 신뢰를 낮춘다. 중앙은행의 물가 안정, 성장, 고용 등 여러가지 목표들이 있지만, BoJ의 최우선 목표는 2% 물가 목표로 보인다. 인플레이션을 우려하는 다른 나라들과는 달리 일본은 디플레이션을 탈피하고 안정적으로 2% 물가에 진입하는 것이 목표다. 최근 2022~2023년 글로벌 인플레이션으로 일본도 2년간 2% 이상의 물가를 기록 중이지만, 점차 기저효과가 약해지는 2024~2025년에도 내수의 힘으로 2%에 안착하는 것이 목표며, 이는 BoJ가 긴축으로의 선화에 조심스러운 이유다.

1) GDP 성장률은 후행 지표이기는 하나, 2월 15일 발표된 일본의 4분기 GDP 성장률은 미약한 내수를 확인시켰다. 내수에 해당하는 민간소비 (-0.2%), 설비투자 (-0.1%), 건설투자 (-1.0%) 등이 모두 전기비 마이너스 성장하며 2분기 연속 마이너스를 기록, 내수 기여도가 -0.2%p를 기록하며, 양호한 순수출 기여도 (+0.2%, 3분기 연속 플러스 기여도)를 상쇄했다. 이러한 4분기 부진은, 2024년 성장에 대한 눈높이도 낮춰야 될 필요성을 시사한다 (BoJ 2024년 성장 전망 연 1.0%, 일본 정부 연 1.3%)

그림 5. 2023년 일본 분기별 세부 항목 성장률

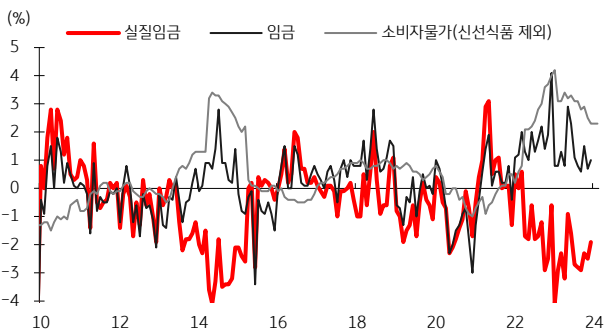
4분기에도 전기비 마이너스 성장 기록하며 기술적 경기 침체 기록, 내수의 부진이 주 요인



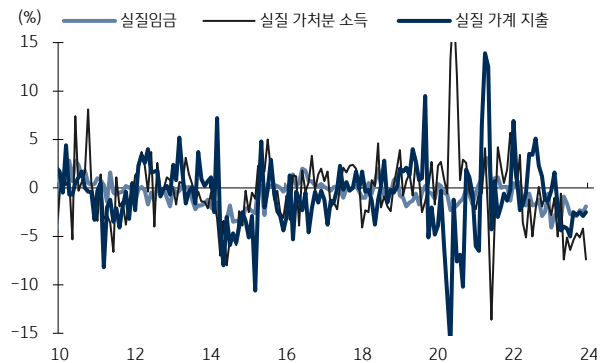
자료: Bloomberg, KB증권

그림 6. 임금 상승에도 높은 물가 상승으로 실질임금은 감소

그림 7. 실질임금 감소는 실질 소득과 지출 감소로



자료: Bloomberg, KB증권



자료: Bloomberg, KB증권

2) 소비자 물가도 빠르게 둔화 중.
2023년보다 물가 압력 낮아지면
2% 물가 유지하기 어려운 상황

2) 일본의 소비자물가 (신선식품 제외)는 2022년 4월 이후 목표 물가인 2%를 상회하고는 있으나, 2% 이상의 물가수준을 유지하는 것은 쉽지 않아 보인다. 2023년 12월 기준 일본의 소비자물가 (핵심, 신선식품 제외)는 전년대비 2.3%까지 완만하게 둔화되었다. 내수의 회복세가 다소 더딘 가운데, 원자재 등 공급측 물가 압력이 완화되면서 물가가 2%대 초반까지 하락, 전월비 물가가 2023년과 같이 평균 0.2% 수준을 유지한다면 2024년에도 2%대 물가가 유지되나, 전월비 0.1%까지 하락 시 2024년 물가는 1%대 또는 그 이하로 하락하게 된다.

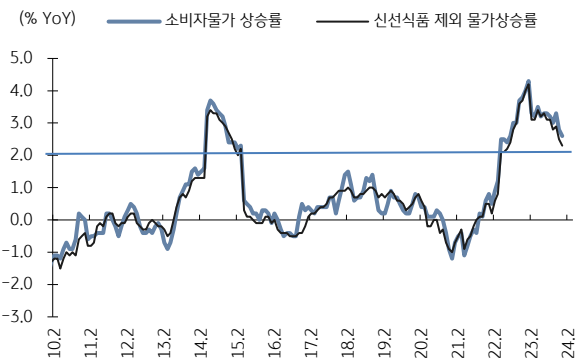
BoJ의 2024년 물가 전망도 10월
2.8%에서 1월 2.4%로 하향 조정.
1월 도쿄 근원 CPI는 시장 예상을 크게
하회하며, 전망치 추가 하향 조정 예상

일본은행의 2024년 소비자물가 전망 (회계연도 기준)은 지난 10월 전망 2.8%에서 2.4%로 0.4%p 하향 조정되었다. 회계연도 (2024.3월 ~2025.3월) 기준임을 감안하면 전망치 2.4%도 현재로서는 다소 높게 느껴지며, 1분기 물가가 예상을 하회하기 시작하면 추가로 하향 조정될 것으로 보인다. 이미 1월 일본의 도쿄 근원 CPI는 전년대비 1.6%를 기록해 전월 (2.3%)과 시장 예상 (2.1%)을 크게 하회했다. 글로벌 IB들의 2024년 물가 전망치 컨센서스는 현재 2.3%다.

이러한 상황에서 긴축은 쉽지 않은 결단.
BoJ가 발표하는 산출 갭도 14분기 연속
마이너스 기록

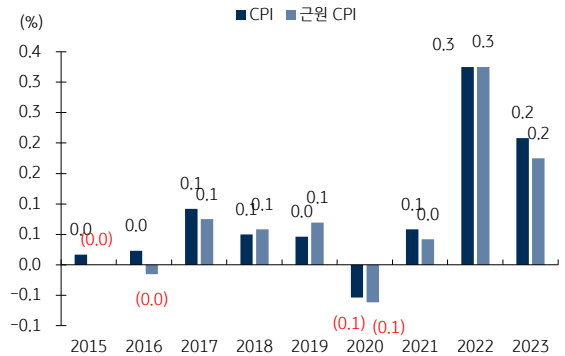
BoJ의 물가 전망치가 2% 아래로 하향 조정되기 시작한다면, 더욱더 긴축으로의 전환 시점에 대해 고민이 높아질 것이다. BoJ 우에다 총재는 통화정책 변경 시에도 완화적인 금융여건을 지속하겠다고 밝히고 있지만, 아직까지 디플레이션 탈피 선언도 하지 못한 상황이기 때문이다. 물가가 안정적으로 2%까지 안착하기 위해서는 적어도 산출갭 (실제 성장과 잠재성장간 차이)이 0% 이상으로 전환이 필요할 것으로 보이나 여전히 산출갭은 마이너스 상태다. 지난 3분기 GDP 산출갭은 -0.37%p로 2020년 2분기 이후 14분기 연속 마이너스를 기록 중이다.

그림 8. 일본의 소비자물가 상승률 추이



자료: Bloomberg, KB증권

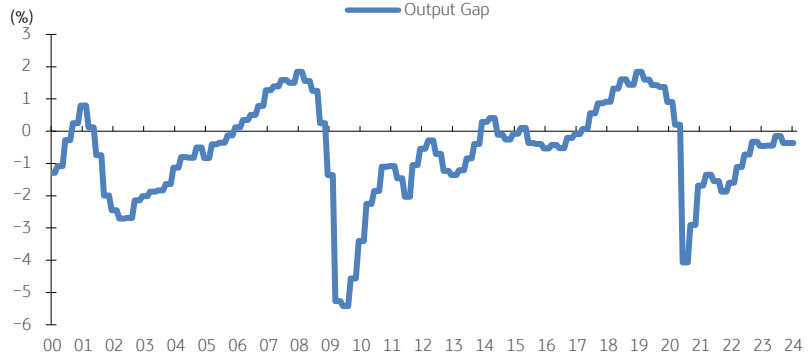
그림 9. 일본 전월비 물가 상승률의 연간 평균



자료: Bloomberg, KB증권

그림 10. 일본 산출 갭 (실제 GDP와 잠재 GDP 간 차이)

지난 2023년 2분기 산출갭 일시적으로 플러스 전환으로 추계되었으나, 이후 조정되며 14분기 연속 마이너스 유지 중



자료: BoJ, KB증권

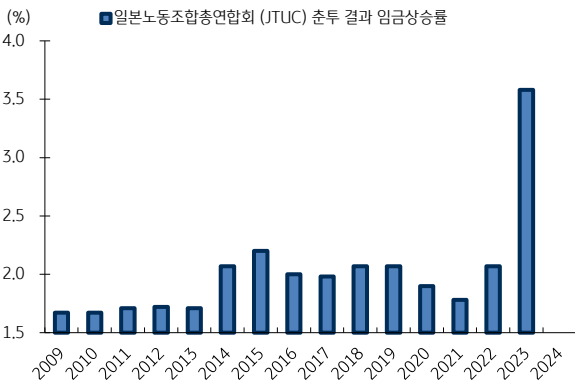
BoJ는 임금상승을 통해 2% 물가 목표 달성을 확인하려 하나 아직까지는 높지 않은 임금 상승률

3) 내수 부진의 탈피와 안정적인 2% 물가 안정을 위해서는 결국 **건조한 임금 상승**이 필요하다. 아직까지는 2022~2023년 임금 상승에도 더 높은 물가 상승률로 인하여 실질임금이 마이너스 성장을 지속 (2022년 -1.1%, 2023년 -2.5%)하면서 가계 지출 여력 감소로 이어졌다. 2024~2025년에는 차츰 인플레이션은 완화되면서, 임금 상승률이 건조하게 유지된다면 내수 회복을 통해서 안정적인 2% 물가 목표를 취득하는 것이 BoJ의 목표이나, 임금상승률은 그리 높지 않다.

3월 일본의 춘투 결과에 주목 중

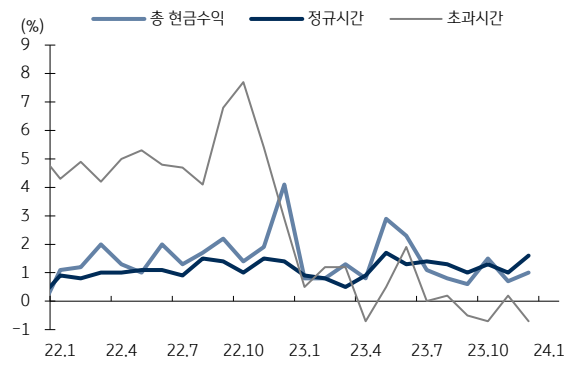
BoJ는 향후 임금 상승률을 가능하기 위해 3월 춘투 (대기업 임금 협상) 결과에 주목하고 있다. 대기업의 기본급 협상인 춘투 결과와 실제 전체 노동자들의 보너스와 야근수당 등을 포함한 총 급여 통계는 일치하지는 않으나, 시장에서는 적어도 2023년 춘투 결과인 3%대 중반 상승률 통계 발표 시 BoJ의 통화정책 변경이 가능할 것으로 예상하고 있다. 지난 2024년 춘투에서 3.58%의 임금상승률로 과거 평균 2.0% (2010~2022년)을 크게 상회한 역대 최대 수치를 기록했음에도, 실제 2024년 임금상승률은 전년비 1.2% 수준에 그쳤다. 전반적인 고용시장은 코로나 이후 지속적으로 개선 중이다. 실업률은 2.4%로 지속적으로 하락하고 있으며, 취업자수와 실업자수는 크게 늘지도 줄지도 않은 상태다.

그림 11. 일본의 춘투 결과



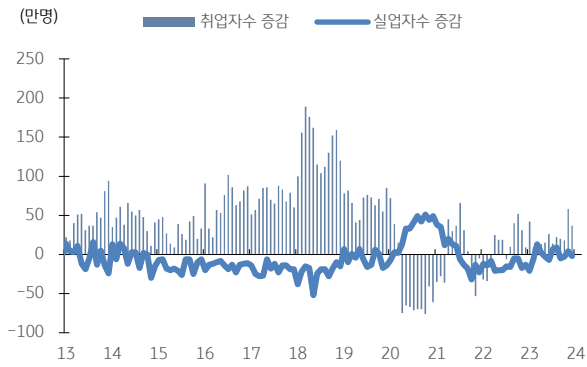
자료: JTUC, KB증권

그림 12. 일본의 임금상승률 추이



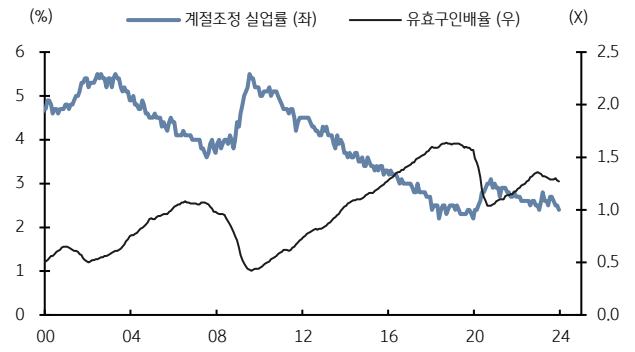
자료: Bloomberg, KB증권

그림 13. 일본의 전년대비 취업자수 및 실업자수 증감



자료: Bloomberg, KB증권

그림 14. 일본 실업률 추이



자료: Bloomberg, KB증권

4. FX 전망: 연말로 갈수록 엔화 강제 전환, 다만 BoJ의 통화정책 변경 시나리오에 따라 경로는 다를 것

4월 BoJ의 통화정책 변경 기대는 높으나, 경제와 물가 여건으로 살펴보면 6월 이후로 지연될 가능성도 확대

종합해보면 올해 4월 BoJ의 통화정책 변경에 대한 기대는 높으나, 이를 하지 못할 가능성도 늘어나고 있다. 경제 여건과 물가 추이만 놓고 보면 통화정책 변경은 6월 또는 그 이후로 지연될 가능성이 높다. 다만, 2023년 신규로 취임한 우에다 총재에 대한 정보가 그리 많지 않기에, 이러한 금융여건에서 BoJ가 어떤 선택을 할지 예측하기는 어렵다.

컨센서스에 반할 경우에는, 3~4월 엔화 추가 약세 가능성

시장 예상대로 4월 BoJ의 통화정책 변경이 단행되지 않을 경우에는 3~4월 엔화가 현재에서 더 추가로 약세로 전환하는 등 환 변동성이 커질 가능성이 높으며, 반대로 컨센서스대로 4월 BoJ 통화정책이 변경될 경우에는 현재 150엔까지 상승한 달러/엔이 140엔 중반까지 빠르게 하락하는 변동성이 커질 가능성이 있기에 주시할 필요가 있겠다. 현재 이미 BoJ 개입의 심리적 한계인 150~152엔 수준까지 상승했는데, 통화정책 변경이 지연되면 2022년 10월, 2023년 11월 두 차례나 방어했던 152엔 수준을 뚫고 상회할 가능성도 높다.

반대로 4월 예상대로 BoJ 통화정책 변경 시 빠르게 강세로 전환, 두 가지 시나리오 다 염두에 둘 필요

장기적으로는 올해 미국의 3분기 기준금리 인하 전후로 달러 약세와 주요국 통화 강세 예상

다만, 결국에는 3분기 미 연준의 기준금리 인하 전후로 달러화 약세/주요국 통화는 강세가, 일본 엔화도 강세 전환을 전망한다. 즉 연말에는 현재 수준보다 달러/엔이 하락할 가능성이 높다. 이는, 미 연준의 기준금리 인하로 인하여, 일본 BoJ가 어떠한 선택을 하든지 간에 미-일간 금리 차 축소가 엔화 약세를 완화시킬 것이다. 따라서, 2분기 엔화 추가 약세 진행 시에는 강세전환을 기대하는 전략을 사용할 기회로 삼을 수 있다 ([이해원 1/15](#)). 다만, 어떠한 경우에도 BoJ의 금리 인상폭은 크지 않을 것으로 (컨센서스는 올해 내 10bp), 엔화의 강세폭도 크지는 않을 것이다. KB증권은 연말 135~140엔 내외로 하락을 전망, 통화정책 변경 지연 시에는 140엔 초반 내외로 예상한다.

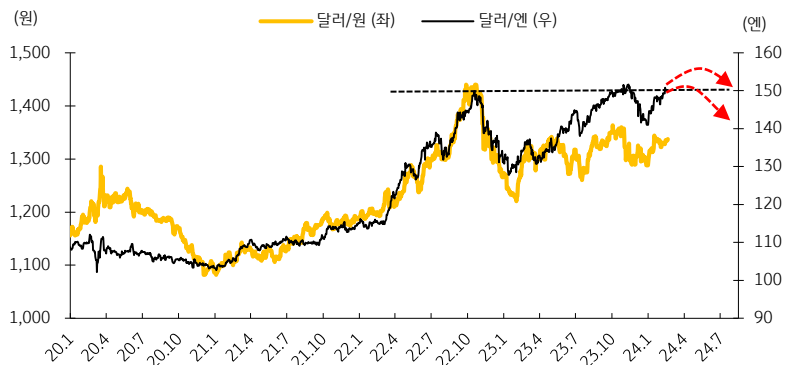
달러/엔도 연말에는 현재수준보다 낮을 것이나, 그 사이 경로와 달러/엔 하락폭은 BoJ의 통화정책에 달려있을 것으로 예상

일본의 10년 국채 수익률은 지난해 YCC 변동폭 범위 확대 후 0.9%까지 상승한 이후 0.7~0.8% 내외에서 등락 중이며, 현재 미국 10년물과의 차이는 3.5%p 내외다. BoJ가 마이너스 금리 해제 시 장기금리는 소폭 상승, 반면 미국의 장기 금리는 연말 3%대 후반까지 서서히 하락해 양국간 차이가 50bp 내외 축소, 통화정책 변경이 지연되면 축소폭은 그보다 줄어드나, 현재보다는 축소될 것으로 예상된다. 2022년 이후 미-일 10년 국채수익률 50bp 확대에 따른 달러/엔 상승 압력은 약 3.3엔 내외이며, 현재는 다소 오버슈팅 된 수준으로 판단한다 (그림 17). 미-일 10년 국채수익률 차이가 300bp 었던 2023년 4월에는 달러는 101~102pt, 달러/엔은 131엔~134엔 수준이었다.

그림 15. 달러/엔 추이

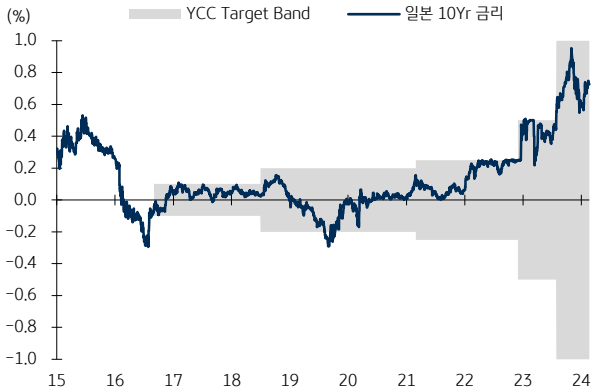
BoJ의 방어 선인 150~152엔선 재진입, 추가 약세를 피하기 위해서는 BoJ의 통화정책 변경 필요성이 높아지지만, 부진한 내수와 둔화되고 있는 물가로 쉽지 않은 상황.

추가로 150엔 이상으로 상승할지 여부는 3~4월 춘투 결과, BoJ 통화정책 변경 여부 등에 갈릴 것으로 판단



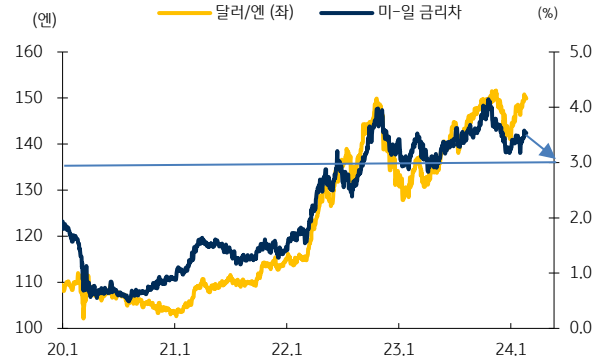
자료: Bloomberg, KB증권

그림 16. 일본의 YCC 타킷 범위와 10년 국채 수익률 추이



자료: Bloomberg, KB증권

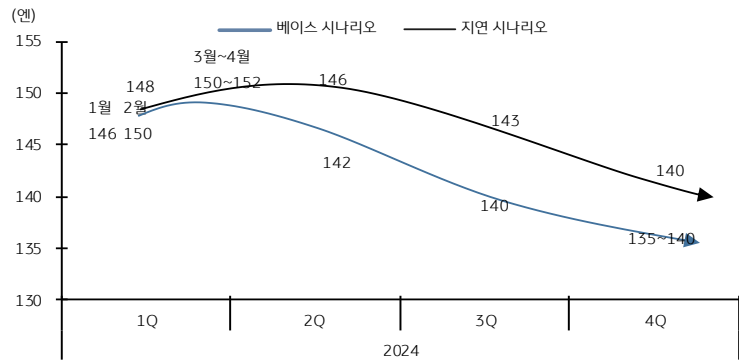
그림 17. 미-일 장기 금리 차이와 달러/엔 추이



자료: Bloomberg, KB증권

그림 18. 시나리오별 달러/엔 전망

달러/엔 연말 135~140엔 내외 하락 전망하나, BoJ 통화정책 변경 시점에 따라 3~4월 추가 약세 가능성에 주의



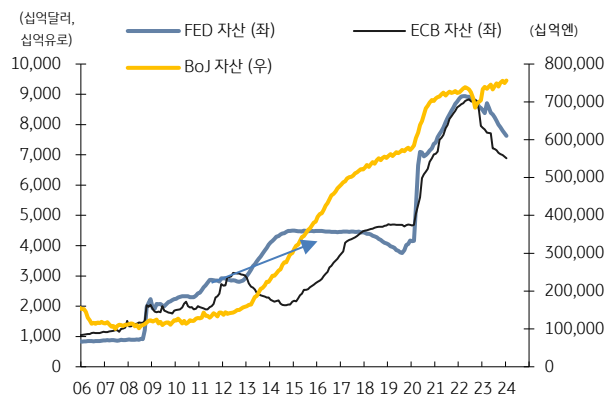
자료: Bloomberg, KB증권

표 2. 2024년 연말, 미-일 금리 축소에 따른 달러/엔 하락

	미 10년 (%)	일본 10년 (%)	달러지수 (pt)	달러/엔 (엔)	미-일 금리차(bp)
2020년 4월	0.7	0.00	99.9	107.7	65.22
2022년 2월	1.9	0.21	96.0	115.2	172.48
2023년 12월 말	4.0	0.686	102.7	145.9	352
2024년 2월	4.2~4.3	0.7~0.8	103~104pt	148~150	350
2024년 연말	3.8~4.0	0.8~1.0	101.0	135~140	300.00

자료: Bloomberg, KB증권

그림 19. 주요 3대 중앙은행 보유자산 추이



자료: Bloomberg, KB증권

투자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.