

글로벌 전략 노트

Weekly takeaways(12/3일)

Fast money의 포지션은 JPY long

일본은행 우에다 총재가 12월 금리인상 신호를 발신하면서 엔캐리 청산 우려가 재차 대두. 일본의 CPI(신선식품 제외)는 43개월 연속 정부 목표치인 2%를 상회 중. 최근 금융정책위원회에서는 물가 상승 위험이 증가하고 있다는 의견도 출현. 물가 판단의 주요 척도인 CPI, GDP 디플레이터, GDP 갭, 단위 노동비용 역시 1990년대 버블 붕괴 이후 처음으로 동반 상승세. 활력을 되찾은 부동산 시장 역시 금융정책 위원들이 주시하고 있는 변화. 사나에 총재 당선에도 불구하고 2026년말 일본의 기준금리 추정치는 큰 변화없이 유지 중. 현재 12월 금리인상 확률은 78.6%.

엔캐리 트레이드 자금의 유형은 해외 단기/장기, 내국인으로 구분. 이 중 시장의 급격한 변동성은 해외 단기 자금(Fast money)의 청산이 초래. 그러나 엔화 차입을 활용한 단기 투자는 일본은행의 통화정책 정상화가 지속되면서 더 이상 유효하지 않은 전략이 됐고, 해당 자금의 proxy 인 엔화 선물 투기포지션은 현재 대규모 순매수 영역에 위치.

해외 장기 자금은 글로벌 엔화 대출(비은행)을 통해 확인. 해당 자금은 글로벌 금융시장과 함께 성장하는 흐름을 보이나, 2023년 이후에는 기존 추세를 벗어난 상승세를 기록. 해당 초과 자금은 2009년 금융위기 당시 기존 추세선까지 회귀했던 경험. 같은 시나리오를 가정 경우 이번에 출회될 수 있는 금액은 약 6조 엔. 다만 금융위기 당시에도 약 1년에 걸쳐 점진적인 상황이 이루어졌다는 점, 해당 자금에는 캐리트레이드 이외 목적의 자금도 포함되어 있다는 점, 이 중 Fast money 는 이미 회수되었다는 점, 투자대상이 주식 뿐만 아니라 채권, 부동산, 원자재 등 다양하게 분산되어 있다는 점을 고려하면 글로벌 금융시장에 미치는 충격은 크지 않을 것이라 판단.

마지막 분류인 내국인 자금은 연기금과 생명보험사의 비중이 높은 것으로 추정. 포트폴리오 다변화 목적과 장기 투자의 성격을 가진 해당 자금은 재무성에서 발표하는 대외증권투자에서 유추. 이 중 대외채권투자는 기관투자자 입장에서 회계적 손실을 감내하는 결정을 내리기 어렵다는 점과, 재투자 리스크가 있다는 점을 고려할 때, 급격한 자금 회수보다는 신규 투자를 중단하는 방향으로 선회할 가능성이 높은 것으로 평가. 최근 일본의 대외채권투자 금액은 오히려 증가하는 추세.

주식의 경우 대부분 미국에 투자된 것으로 추정(최근 10년 누적 대외주식투자 +29.1조엔, 미국 +76.5조엔, 한국은 -2.1조엔). 미국 증시의 변동성이 지속될 경우, 채권과 달리 포트폴리오 조정이 이루어질 가능성은 충분. 단 2026년 미국 증시의 EPS 증감률은 +13.7%, 배당수익률은 +1.4%, 반면 엔달러환율은 -6.9%(환차손)로 전망되고 있어, 단일 변수(엔화 강세)가 내국인 자금의 대규모 매도세를 촉발할 가능성은 크지 않다는 판단. MSCI ACWI 지수 내 미국 증시의 비중이 64.7%라는 점도 고려. 내국인 자금의 유출이 변동성을 확대시키는 변수로 작용할 수는 있으나, 변동성의 트리거로 작동할 가능성은 크지 않다는 판단.

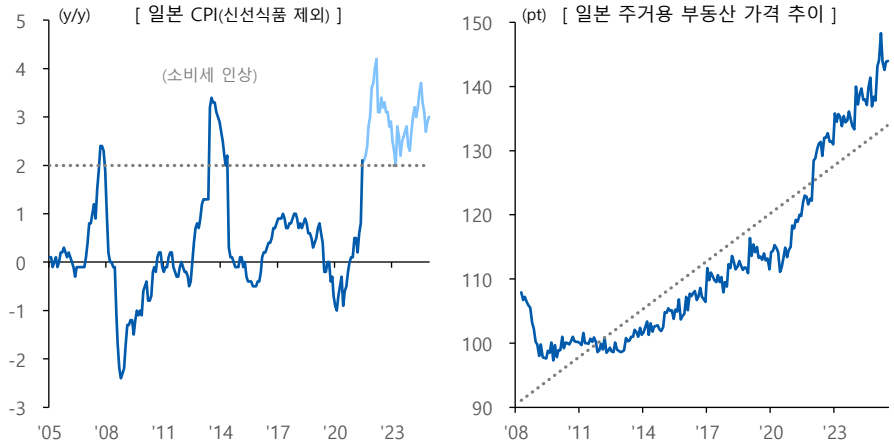
Key Charts

일본은행 우에다 총재가 12월 금리인상 신호를 발신하면서 엔 캐리 청산 우려가 재차 대두.

일본의 CPI(신선식품 제외)는 43개월 연속 정부 목표치인 2%를 상회 중. 최근 금융정책위원회에서는 물가 상승 위험이 증가하고 있다는 의견도 출현.

활력을 되찾은 부동산 시장 역시 금융정책 위원들이 주시하고 있는 변화.

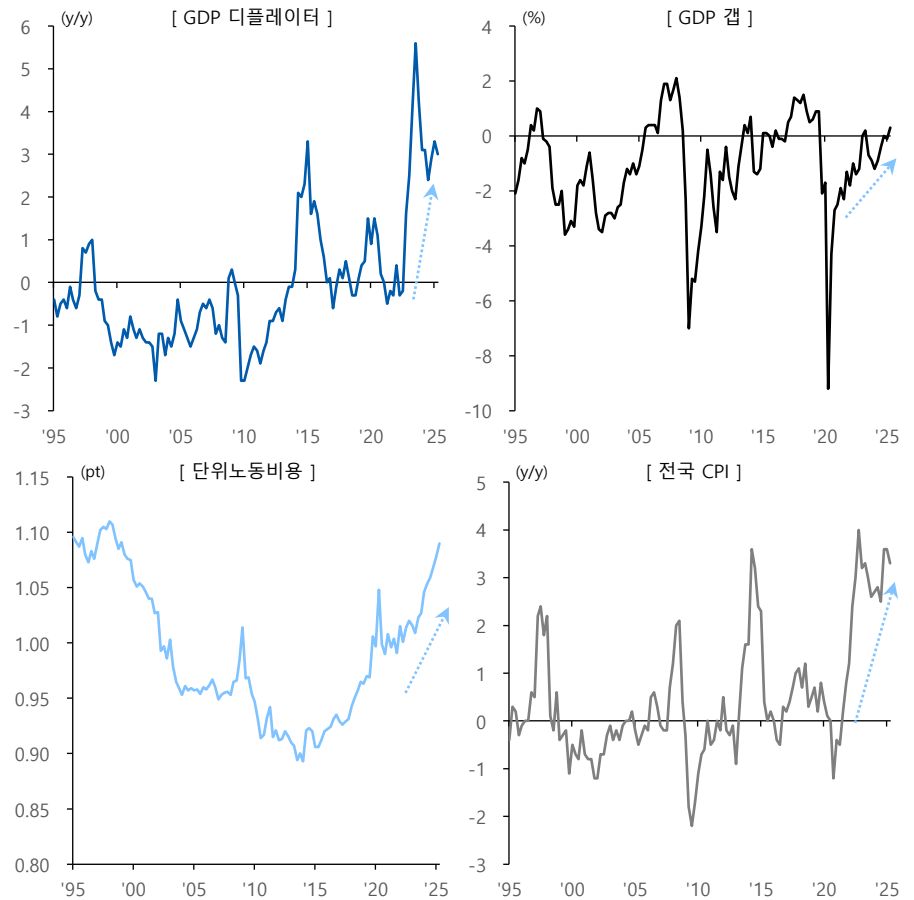
일본의 물가는 43개월 연속 정부 목표치를 상회 중



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

물가 판단의 주요 척도인 CPI, GDP 디플레이터, GDP 갭, 단위 노동비용 역시 1990년대 버블 붕괴 이후 처음으로 동반 상승세.

주요 물가 판단 척도 모두 상승세

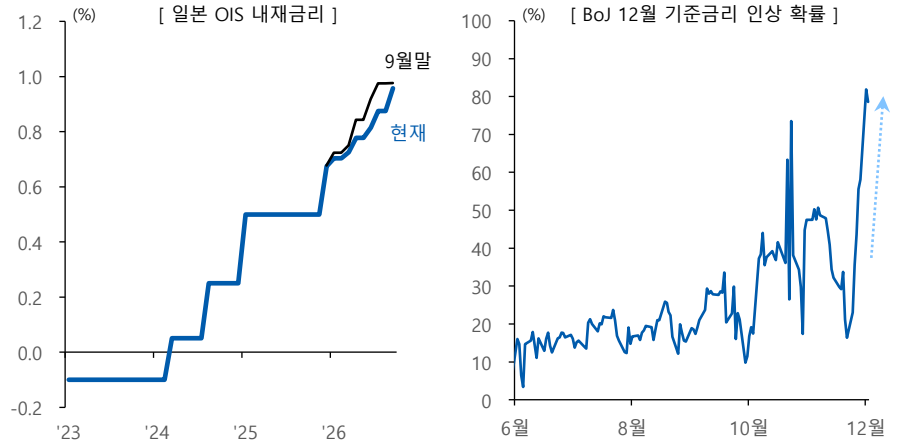


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Key Charts

사나에 총재 당선에도 불구하고 2026년말 일본의 기준금리 추정치는 큰 변화없이 유지 중. 현재 12월 금리인상 확률은 78.6%(OIS 내재금리 기준).

26년말 기준금리 추정치는 큰 변화없이 유지 중

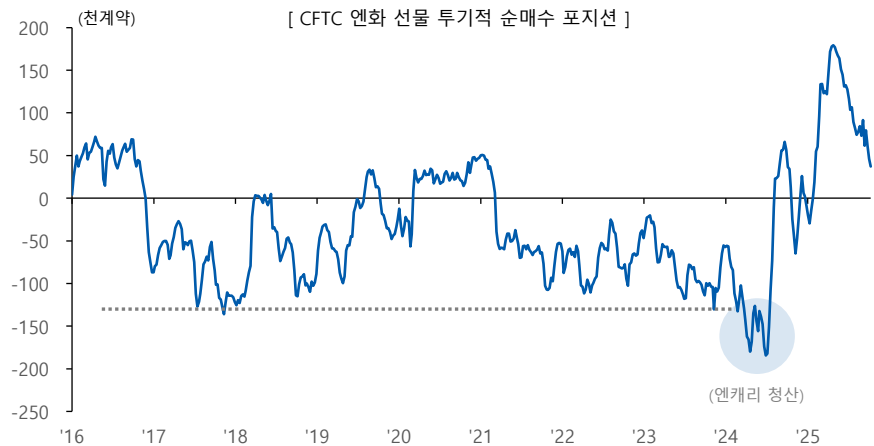


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

엔캐리 트레이드 자금의 유형은 해외 단기/장기, 내국인으로 구분. 이 중 시장의 급격한 변동성은 해외 단기 자금(Fast money)의 청산이 초래.

그러나 엔화 차입을 활용한 단기 투자는 일본은행의 통화정책 정상화가 지속되면서 더 이상 유효하지 않은 전략이 됐고, 해당 자금의 proxy인 엔화 선물 투기포지션은 현재 대규모 순매수 영역에 위치.

[비내국인 - 단기] 엔화 선물 투기포지션은 순매수 영역에 위치

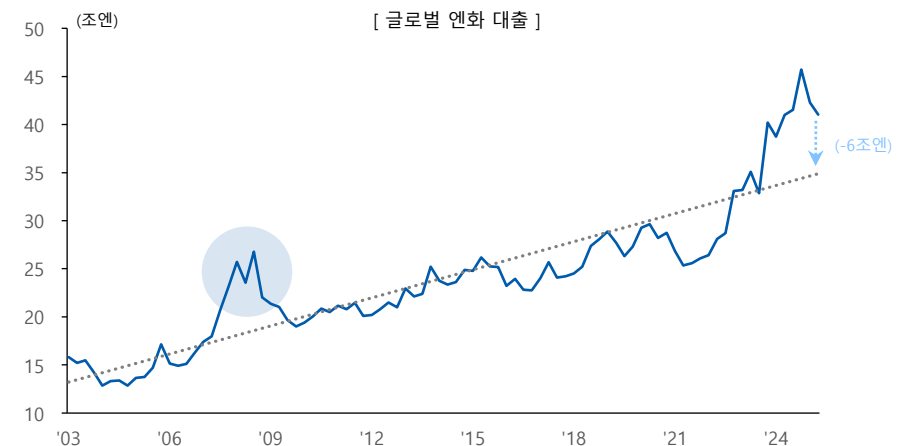


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

해외 장기 자금은 기존 추세를 벗어난 상승세. 초과 자금은 금융위기 당시 기존 추세선까지 회귀. 같은 시나리오 가정 시 이번엔 출회될 금액은 약 6조 엔.

다만 금융위기 당시에도 점진적인 상황이 이루어졌다는 점, 캐리 트레이드 이외 목적의 자금도 포함되어 있다는 점, Fast money는 이미 회수되었다는 점, 투자대상이 다양하게 분산되어 있다는 점을 고려하면 충격은 크지 않을 것이라 판단.

[비내국인 - 장기] 장기 투자 계정에서 출회될 수 있는 금액은 약 6조 엔



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Key Charts

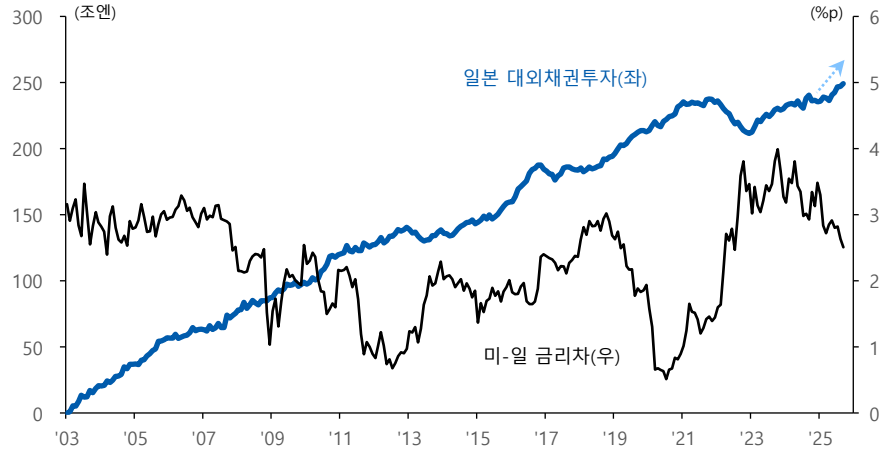
내국인 자금은 연기금과 생명보험사의 비중이 높은 것으로 추정. 장기 투자의 성격을 가진 해당 자금은 재무성에서 발표하는 대외증권투자에서 유추.

이 중 대외채권투자는 기관투자자 입장에서 회계적 손실을 감내하는 결정을 내리기 어렵다는 점과, 재투자 리스크가 있다는 점을 고려할 때, 급격한 자금 회수보다는 신규 투자를 중단하는 방향으로 선회할 가능성이 높은 것으로 평가.

주식의 경우 대부분 미국에 투자된 것으로 추정. 미국 증시의 변동성이 지속될 경우, 채권과 달리 포트폴리오 조정이 이루어질 가능성은 충분.

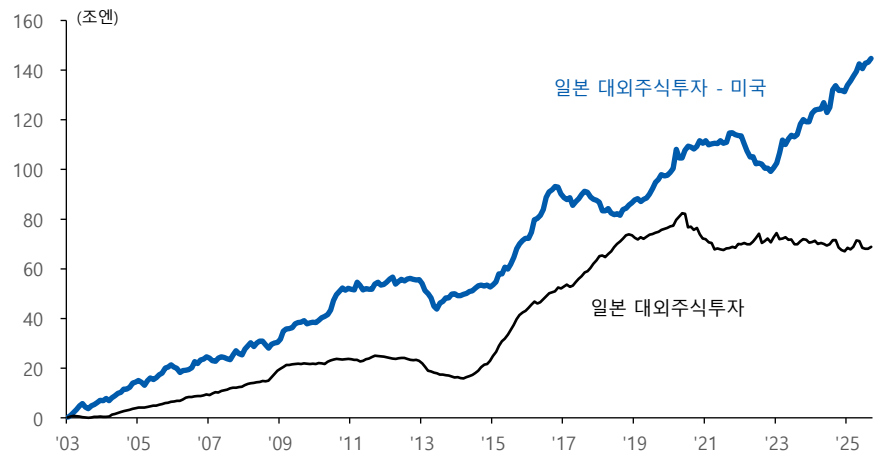
단 2026년 미국 증시의 EPS증감률은 +13.7%, 배당수익률은 +1.4%, 반면 엔달러환율은 -6.9%(환차손)로 전망되고 있어, 단일 변수(엔화 강세)가 내국인 자금의 대규모 매도세를 촉발할 가능성은 크지 않다는 판단.

[내국인 - 채권] 대외채권투자 금액은 오히려 증가하는 추세



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[내국인 - 주식] 대외주식투자는 포트폴리오 조정 가능. 단 변동성 트리거가 아닌 확대 요인



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.(작성자:민병규)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전승 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.