

FX Strategy: JPY(¥)

1월 금리 인상, 그 이후



FX/Economist 위재현

82-2-3774-0430

jhwee11@futures.co.kr

2025년 2월 3일

Comment:

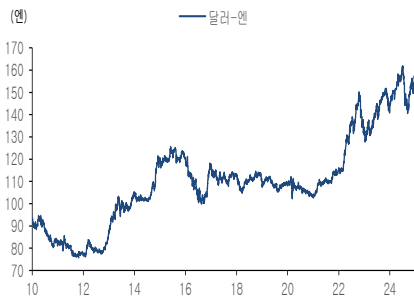
엔화 방향성은 1) 일본의 기준금리 인상 시기와 2) 미국 달러화 방향에 의해 결정될 것으로 보입니다. 일본은 올해 1월을 포함해 연간 최대 3회 수준으로 인상하며 완만한 강세를 보이겠지만, 엔 캐리 트레이딩 자금의 청산 / 트럼프 정책 방향에 따른 미국 달러화 향방에 의해 움직임의 속도가 달라질 것입니다. 당사는 2026년말 기준 달러-엔 환율이 약 135~140엔 수준으로 하락(강세)할 것으로 전망합니다.

I . Overview:

BOJ는 마이너스 금리를 탈피하고 작년부터 기준금리를 3차례에 걸쳐 0.50% 수준으로 인상했다. 그럼에도 엔화는 작년 연초보다 더욱 약세를 보이고 있다. 이는 미국 경기의 예외주의가 달러화 강세로 이어졌기 때문이다. 따라서 올해도 일본의 금리 인상 기조뿐 아니라 트럼프 정책으로 인한 미국 달러화 방향성에 주목해야 한다.

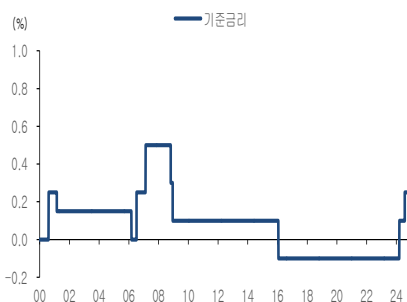
일본 BOJ가 금리 인상을 위해 가장 주시하는 두 지표는 물가와 임금이다. 작년부터 일본 언론을 장식한 큰 폭의 임금 인상은 대기업 위주로 이뤄졌다. 노동자 전체의 70%는 중소기업 출신인 만큼 '임금-물가' 선순환 구조가 작년에는 제대로 작동하지 않았다. 반면 올해는 중소기업 위주로 임금이 인상될 조짐이다. 실제 임금이 반영된 이후 물가 상승까지는 시간이 걸릴 수 있으나, BOJ의 금리 인상에는 우호적 환경이 조성된 것으로 판단한다.

차트: 달러-엔 환율



미국의 경기가 상대적으로 강한 것을 감안해도 달러화 강세는 과도한 수준이다. 이는 펀더멘탈 뿐만 아니라 트럼프 정책 불확실성이 달러화 강세를 주도하고 있기 때문이다. 트럼프의 관세 정책이 물가에 미치는 영향은 과하게 반영되어 있는 반면, 이민 정책이 고용시장에 미칠 영향은 아직 반영되지 않은 것으로 보인다. 뿐만 아니라 트럼프가 자국 제조업 경쟁력을 키우기 위해서는 강달러가 아닌 약달러가 필요한 점도 생각해 볼 필요가 있다.

차트: 일본 기준금리



올해 엔화 흐름에 영향을 줄 또 하나의 변수는 엔 캐리 트레이딩의 청산이다. 작년 8월 초 미국의 고용지표 둔화와 일본의 금리 인상이 겹치며 금융 시장에 큰 혼란이 발생했다. 엔 캐리 트레이딩 자금의 청산이 배후로 지목되었다. 다만 캐리 자금의 특성을 보면 작년과 같이 급격하게 청산되기 (Unwinding) 보다, 미국의 금리 인하와 일본의 금리 인상이 겹치며 완만하게 해외 자산이 일본으로 유입될 것으로 보인다. 이 또한 엔화의 완만한 강세 전망의 배경이다.

II. BOJ, 올해 최대 3회 인상도 가능

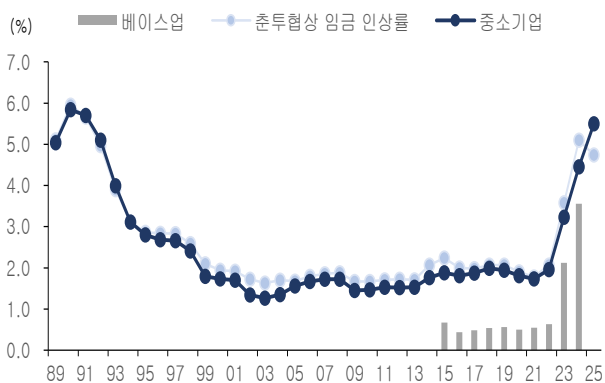
올해 BOJ는 연내 총 2-3회(1월 포함), 기준금리를 현 0.50% 수준에서 0.75%-1.00%까지 인상할 것으로 전망된다. 작년 12월 마지막 통화정책회의에서 BOJ는 금리를 동결했고, 나아가 BOJ의 우에다 총재는 시장에 올해 첫 금리인상이 3월에야 시작될 가능성을 언급했다. 그러나 1월 들어 우에다 총재는 스탠스를 급격히 선회하며 1월 금리를 인상했다. 그 배경에는 예상보다 더욱 크게 임금 인상이 될 가능성이 있었다.

중소기업 중심 임금 인상, 올해 금리 인상에 우호적

12월 23일-1월 8일간 진행된 이코노미스트 대상 서베이에서 2025년 춘투 협상 임금 인상률이 4.74%에 이를 것으로 전망됐다. 이는 작년 5.1%보다 소폭 하락한 수치지만, 과거 2000년대 초반부터 근 20년간 인상이 미미했던 것에 비하면 여전히 높은 수치다. 무엇보다 중요한 것은 이번 임금 인상이 중소기업 위주로 진행될 것이라는 점이다. 작년 중소기업 임금 인상률은 4.45% 였으나, 올해 일본 노동조합은 최소 6% 인상을 목표로 하고 있다.

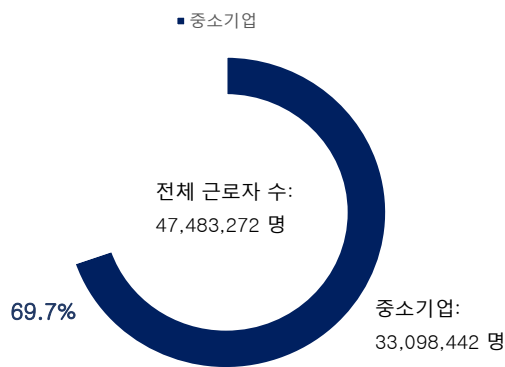
일본 노동자의 70%는 중소기업 근로자임을 감안할 필요가 있다. 일본이 디플레이션을 벗어나 2% 목표를 달성하기 위해서는 '임금-물가' 선순환 구조가 형성돼야 한다. 중소기업 위주의 임금 인상은 이러한 목표를 더욱 빠르게 달성할 가능성을 시사한다.

그림1 :올해 3월 윤곽 나올 일본 임금 협상, 서베이 결과는 양호



자료: 일본 노동조합총연합회, NH선물 리서치센터

그림2 : 중소기업이 전체 근로자의 70% 차지



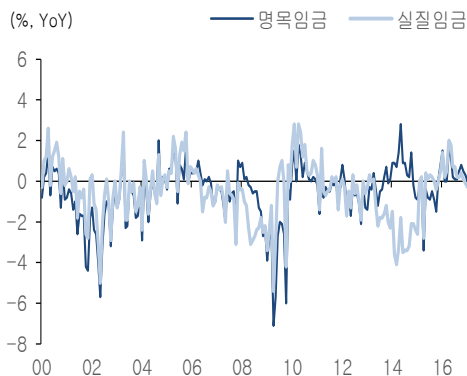
자료: 일본 중소기업기반정비기구, NH선물 리서치센터

그림3: 임금 인상 가능성을 반영해 1월 스탠스 전환



자료:The JapanTimes, NH선물 리서치센터

그림4 : 실질임금 상승률 아직 마이너스 영역, 임금 인상 절실



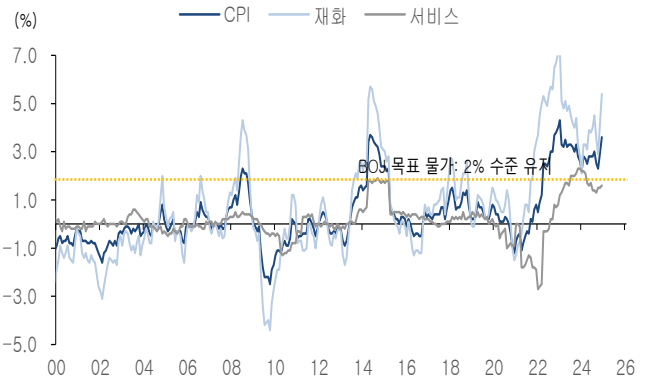
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림5: 엔화 약세는 수입물가 상승을 일으키고



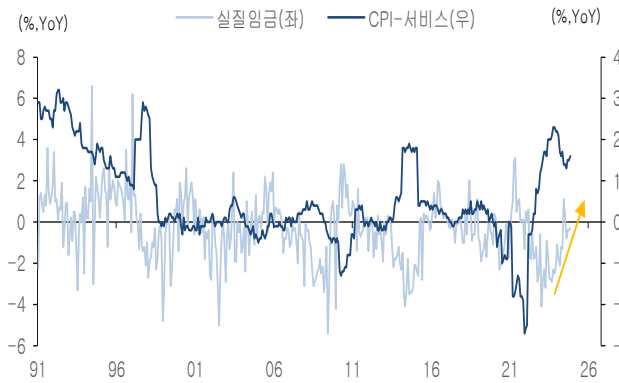
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림6: 수입물가는 재화 가격에 반영



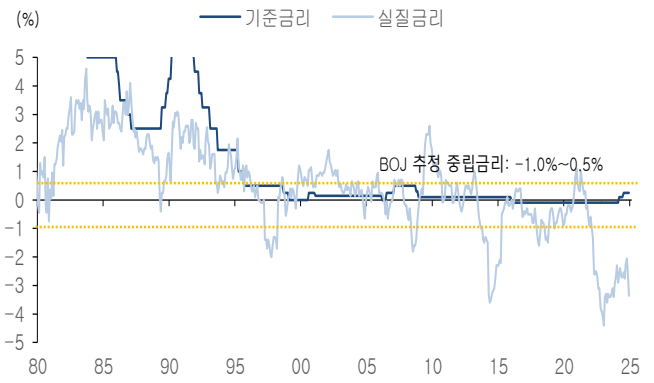
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림7: 임금 인상이 서비스 물가에 반영되기는 아직 시간이 더 걸려



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림8: 현재 실질금리는 중립금리에 한참 못 미치는 수준



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

**BOJ의 목표:
재화 가격의 안정,
서비스 물가의 상승**

결국은 물가가 중요한데, BOJ의 궁극적인 목표는 인플레이션을 장기적으로 2% 수준에 안착시키는 것이다. 일본의 물가는 재화와 서비스 물가를 나누어 봐야 한다. 일본은 에너지와 식품의 수입 비중이 높아, 엔화 가치가 떨어지면 재화 가격이 오르는 특성이 있다. 최근 물가가 상승한 부분은 대부분 엔화 약세로 인한 재화 가격 상승에 기인한다. 다만 통화 가치와 연동되는 물가 상승은 변동성을 유발하기 때문에, 물가 목표인 2%의 '안정적' 안착을 유지하기에는 어려움이 있다. BOJ 입장에서 엔화 약세로 인한 재화 물가 상승은 통제해야 할 대상이다.

반대로 '임금-물가' 선순환 구조를 활용한 인플레이션 목표 2% 달성의 핵심은 서비스 물가다. 최근 일본의 서비스 물가는 완만하지만 기초적으로 상승하는 중이다. 위에서 언급한 중소기업 중심의 임금 인상이 서비스 물가에 반영되기는 시간이 상당히 소요되겠지만, 흐름 자체는 긍정적으로 바라볼 필요가 있다.

일본은 지난 24년 3월 금리 인상을 기점으로 장기간 유지하던 마이너스 금리를 벗어났다. 다만 최근 에너지와 식품 가격 상승으로 실질금리는 여전히 마이너스 영역이다. BOJ가 추정하고 있는 중립금리인 -1.0%~0.5%에 비해 200bp 이상 뒤떨어진 셈이다. 여전히 일본은 충분히 완화적인 통화정책을 운용하고 있는 만큼, 연내 명목 기준금리를 1.00% 수준까지 인상할 가능성이 높다.

**금리 인상 = 엔화 강세?
꼭 그렇지 않아**

다만 일본은행의 금리 인상이 곧바로 엔화의 큰 폭 강세로 이어지지는 않을 전망이다. 과거 금리 인상 당시에도 엔화는 곧바로 강세 전환되지 않았다. 과거 인상기인 2000년 8월, 2006년도 8월 인상 당시에도 엔화는 한동안 약세를 보였다. 2006년도 8월 일본은행은 기준금리를 0.00%에서 2007년도 2월까지 25bp씩 두 차례, 0.50%까지 인상했다. 그런데 엔화 강세는 10개월 뒤인 2007년 6월부터 진행됐다. 게다가 2007년 당시 엔화 강세는 일본의 기준금리 인상이 아닌, 글로벌 금융위기로 인해 해외로 투자됐던 자금이 일본으로 복귀한 영향이 컸다. 시계열을 더욱 넓혀보면 1975년, 1992년 일본은행은 기준금리를 대폭 인하했음에도 오히려 엔화는 강세를 보인 사례가 있다. 결론은 엔화를 움직이는 동인이 일본의 기준금리 뿐만이 아니라는 것이다. 과거 사례를 보면 엔화는 오히려 1) 엔 캐리 트레이딩의 청산과 2) 미 달러화 흐름 등 변수에 더욱 연동되어 움직일 가능성이 높다.

그림9: 2000년대 일본 중앙은행 기준금리 인상 -> 엔화 강세로 작용하지 않아



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림10: 더 넓은 시계열로 보면 오히려 기준금리와 거꾸로 갔던 사례 존재 (금리 인하->엔화 강세)



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

Ⅲ. 엔 캐리 트레이딩의 청산, 규모와 영향은?

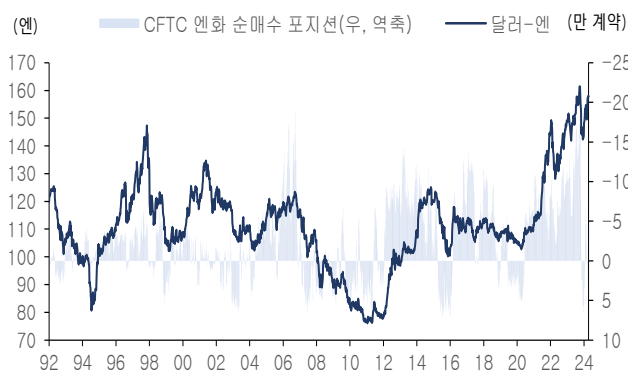
캐리 트레이딩은 금리가 낮은 국가에서 자금을 조달해, 금리가 높은 국가 자산에 투자하는 것을 말한다. 일본은 2000년도 이후 양적완화와 동시에 기준금리를 1% 이하로 유지하며 캐리 트레이딩의 유인이 확대됐다. 일본 국내 투자자들 뿐만 아니라 해외투자자 또한 엔화를 대출해 다양한 해외자산에 투자하며 캐리 자금이 현재까지 꽤 많이 축적됐을 것으로 추정된다. 하지만 거꾸로 일본의 금리가 인상된다면 엔화 차입비용이 증가하고, 이에 따라 캐리 트레이딩 자금이 점진적으로 청산될 가능성이 있다.

그림11: 내외 금리차 확대 + 자국 통화 약세 전망시 캐리 유인 증가



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터
 주: 캐리수익률 = [(미국채 10Y - 일본채 10Y) / 달러-엔 내재변동성 3M]

그림12: 엔 캐리 추정 자금 1)엔화 선물 매도 (+타국 통화선물 매



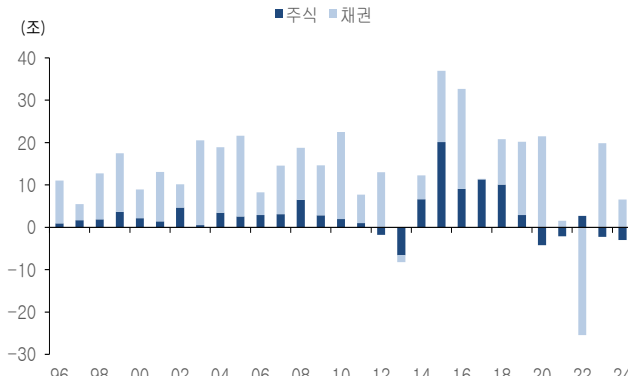
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림13: 엔 캐리 추정 자금2) 글로벌 은행의 엔화 대출



자료: 일본은행, NH선물 리서치센터

그림14: 엔 캐리 추정 자금 3) 거주자 해외증권투자



자료: 일본 재무성, NH선물 리서치센터

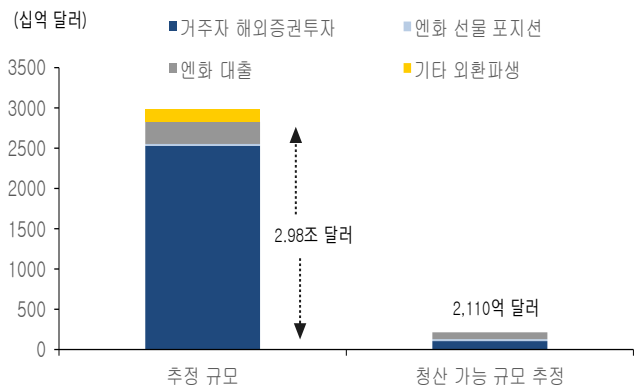
엔 캐리 트레이딩 잔액은 3조 달러로 추정

엔 캐리 트레이딩 자금의 잔액은 분류에 따라, 기관에 따라 추정치가 상이하다. 가장 폭넓게 본다면 1) 엔화 선물 순매도 포지션 2) 글로벌 은행의 엔화 대출, 3) 일본 거주자의 해외증권투자자와 4) 기타 개인 FX 마진 거래 등이 있다. 가장 최근에 발표된 데이터를 기준으로 당사가 추정한 엔 캐리 자금의 규모는 약 2.98조 달러 수준이다. 이는 2023년 일본 GDP인 4.2조 달러에 조금 못 미치는 큰 규모다. 따라서 해당 자금이 시장에 일시적으로 출회될 경우 작년 8월 아시아 주식시장 폭락과 같은 혼란이 발생할 수 있다.

일시적 청산(Unwinding)은 규모가 작고 예측 불가

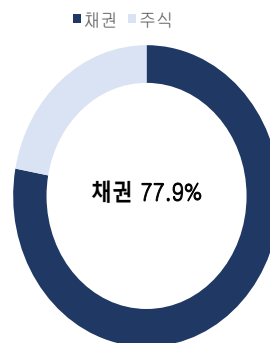
다만 당사는 엔 캐리 자금이 시장에 충격을 줄 만큼 급격하게 청산될 가능성은 낮다고 판단한다. 엔 캐리 자금의 청산은 1) 시장 변동성 확대시 따라 일시적으로 청산(Unwinding)되는 부분과, 2) 해외 자산 수익률 변화에 따른 완만한 투자 자금 회수 등 두 가지로 나누어 이해할 필요가 있다. 시장 변동성은 과거 글로벌 금융시장 변동성 확대(금융위기 등), 혹은 자연재해 발생 이후 일본 보험사의 보험료 지급을 위한 해외자산 청산(고베 대지진과 동일본 대지진 등) 사례가 있다. 다만 이러한 변동성은 현 시점에서 예측하기 어려울 뿐 아니라, 청산이 되더라도 그 규모가 상대적으로 작고 일시적일 가능성이 있다. 한국은행은 과거 청산 사례를 감안해 이러한 일시적 청산이 일어날 경우 청산 규모는 전체 트레이딩 잔액의 6.5%로 추정했다. 유형별 일시적 청산 규모를 동일하게 당사 추정치에 적용한다면 약 2,110억 달러 수준이다.

그림15: 엔 캐리 트레이딩 자금 규모 추정: 3조 달러 수준



자료: 한국은행, NH선물 리서치센터

그림16: 거주자 해외증권투자의 78%는 채권시장에 집중



자료: 일본 재무성, NH선물 리서치센터

완만한 청산이 중요, 시점은?

반대로 주목해야 할 부분은 해외자산 수익률 변화에 따른 완만한 청산이다. 엔 캐리 트레이딩의 청산은 주식시장이 아닌 글로벌 채권시장을 중심으로 진행될 가능성이 높으며, 청산의 시작은 일본 국채 30년물 금리가 2.5%를 상향 돌파하는 시점이 될 것이다. 엔 캐리 트레이딩 자금의 84%는 일본 거주자의 해외증권 투자이며, 해외증권투자의 78%는 채권시장에 집중되어 있다. 또한 채권자산의 대부분은 일본의 생명보험사 혹은 연기금(GPIF)과 같은 기관투자자가 보유하고 있다. 이런 상황 속 다이이치 생명, 닛본 생명과 같은 대형 보험사들은 작년부터 꾸준히 “일본 국채 30년물 수익률이 2.5%를 상회하면 일본 국채(JGB) 매입을 확대할 것”이라 언급한 바 있다.

다만 일본 국채 30년물 금리의 2.5% 상향 돌파보다 더욱 빠르게 캐리 자금 청산(해외채권 매각)이 이뤄질 가능성이 있다. 일본 보험사들은 22년 주요국 인상 사이클 이후 환헤지 비용이 급증한 영향에 환노출 형태로 해외채권에 투자했다. 하지만 올해 4월 시행 예정인 일본 당국의 보험사 대상 자산건전성 규제 강화(ESR)는 환헤지 비율 인상을 간접적으로 유도할 가능성이 있다. 이는 해외채권의 매력도를 떨어뜨리고 해외채권 매각 + JGB 매입 형태로 엔 캐리 자금의 청산을 유발할 수 있다.

환헤지 비용 상승,
JGB 매력 부각

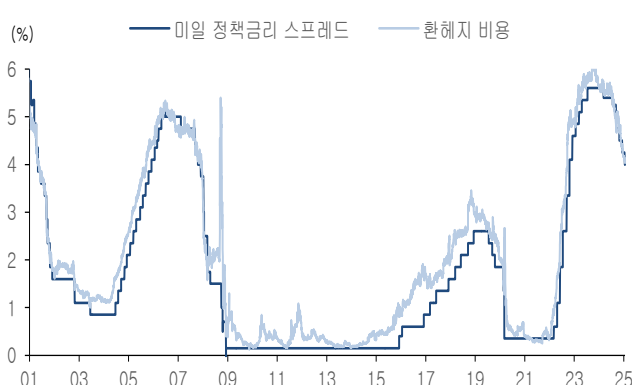
환헤지 비용은 내외금리차를 중심으로 움직인다. 미국의 금리가 높을수록, 일본의 금리가 낮을수록 헤지 비용이 커지는 구조다. 일본의 금리가 올해 연말 1.00%까지 인상되어도 미국이 강한 경기를 기반으로 고금리 기조를 길게 가져가면 환헤지 비용은 크게 줄어들지 않는다. 1월 말 기준 일본 투자자 입장에서 환헤지를 시행할 경우 수익률은 일본 JGB 1.2%, 프랑스 0.97%, 호주 0.50%, 미국 0.49%, 영국 0.45% 순으로 JGB 매력도가 가장 높다. 최근 프랑스에 대한 재정적자 우려, 정치 불확실성이 프랑스 국채 금리 급등으로 이어진 점을 감안하면 해외채권 대비 JGB의 상대적 매력도는 더욱 높다. 4월에 시행될 일본 보험사에 대한 자산건전성 규제 강화는 환헤지 비율에 구체적인 명시가 없으나, 새로운 자본 요건을 준수하고 재무 안정성을 유지하기 위해 보다 보수적인 투자방식을 채택하도록 유도하고 있다. 일본 국채 30년물 금리 수준(2.5%)과 더불어 보험사 규제(ESR) 강도도 엔 캐리 자금 청산을 자극할 수 있다.

그림17: 보험사 JGB 매입 확대 시점: 일본 국채 30년물 2.5%



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림18: 미일 금리차와 환헤지 비용



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터
주: 환헤지 비용은 JPYUSD 3개월물 스왑레이트의 연환산 수익률

그림19: 일본 투자자의 환헤지 비용을 감안한 주요국 국채금리 10년물 수익률: JGB 우위



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터
주: 환헤지 비용은 동일하게 FX 스왑계약 (현물환 시장 JPY 매도 / 선물환시장 JPY 매수) 3개월 단위 롤오버 가정

IV. 결국 중요한 것은 달러(\$)

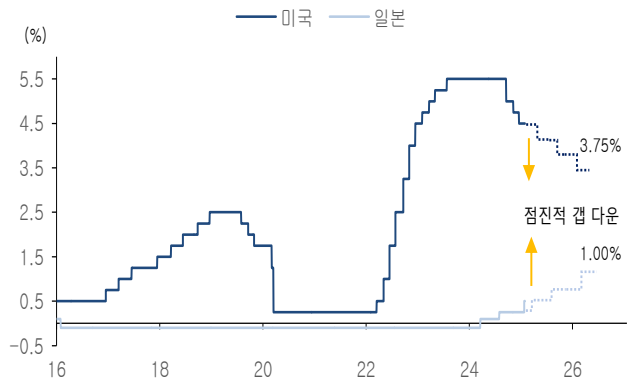
일본의 기준금리와 엔 캐리 트레이딩 청산은 모두 완만한 엔화 강세 흐름을 지지하고 있다. 결국 변수는 미국 달러화의 방향이다. 엔화가 강세 압력을 받아도 달러화가 현 수준에서 추가로 강세를 보일 경우 엔화는 작년과 같이 강세가 제한되거나 오히려 약세를 보일 수 있다. 다만 최근 달러화 강세가 과도하다는 점을 감안하면, 달러화가 현 수준에서 추가 강세를 보이기는 어렵다고 판단한다. 달러화는 불확실성 국면이 상반기내 지속되며 하방 제약적 흐름을 보이겠지만, 하반기에는 고용시장의 완만한 둔화와 미국 기준금리 인하를 소화하며 제한적 약세를 보일 전망이다.

그림20: 달러-엔 / 달러인덱스 : 결국은 달러가 중요



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림21: 연내 미국 3회 인하 + 일본 3회 인상 -> 미일 금리차 축소



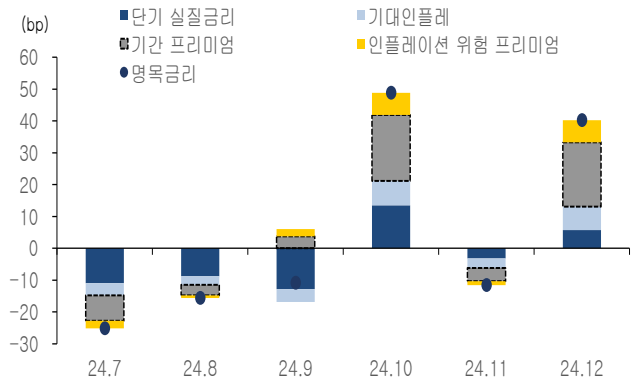
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림22: 최근 연동이 강한 미국채 금리와 달러인덱스



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림23: DKW모형을 통해 분해한 미국채 금리 상승 요인은 불확실성



자료: FRB, NH선물 리서치센터

최근 달러화 강세는 정책 불확실성이 주도

최근 달러화는 미국채 금리와 강하게 연동되는 흐름을 보이며 상승했다. 미국채 금리는 1) 미국 경제 예외주의에 따른 고금리 장기화와 2) 트럼프 당선으로 인한 정책 불확실성이 동시에 작용했다. 대선을 앞둔 10월과 마찬가지로 지난 12월 또한 정책 불확실성이 텀프리미엄을 증가시키며 미국채 금리 상승을 주도했다(그림23). 트럼프의 관세 정책이 물가 상승을 일으켜 기준금리 인하 속도를 늦추고, 감세 정책을 충당하기 위해 국채 발행을 늘릴 것이란 우려가 미국채 금리 상승 압력으로 작용한 것이다.

트럼프 발언의 이면

당분간 트럼프 행정부의 정책 불확실성은 지속될 전망이다. 트럼프는 취임 이후 보름도 지나지 않아 1) 캐나다와 멕시코에 대해 2월 1일부로 관세를 부과하겠다고 언급했고 2) 미국에서 제품을 생산하지 않는 기업들에게 관세로 대응하겠다고 했다. 나아가 최근에는 3) 미국에서 출발한 불법 이민자 수송기가 콜롬비아에 착륙하지 못했다는 소식에 즉각 25% 관세를 부과하겠다고 발표했다. 물론 1)번을 제외하면 이러한 조치가 실제로 시행되지는 않았으나, 관세에 대한 시장의 우려를 지속적으로 자극하고 있다.

다만 주목해야 할 부분은 트럼프 발언의 이면이다. 캐나다와 멕시코에 대해 2월부터 관세를 부과한 것은 펜타닐 반입과 국경 보안 문제를 해결하기 위해서였다. 같은 의미에서 트럼프는 미국 내 생산기지 확대와 이민자 추방이라는 목적 달성을 위해 관세를 협상 도구로 사용하고 있다. 반면 미국 제조업 회복을 위해서는 약달러가 필요하다는 점과, 이민정책이 실현되면 노동자 유입이 줄어 경기에 하방 압력으로 작용할 여지가 있다는 점을 감안해 하반기 내 달러화는 약세로 방향을 전환할 것이다.

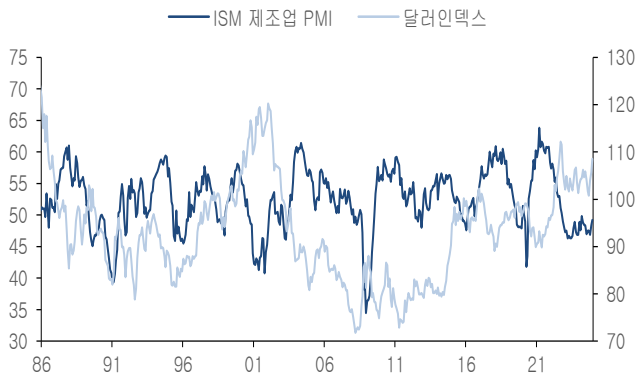
제조업 회복을 위해서는 달러 약세가 필요

트럼프의 관세 정책은 그 자체가 목적이 아니라 결국 미국 제조업 회복을 위한 수단이다. 다만 관세보다 약달러 정책이 제조업 회복에 더욱 직접적이고 빠른 효과를 나타낼 가능성이 높다. 미국 제조업은 70년대 이후 대부분의 기간동안 달러화와 역의 관계를 보여왔다. 달러화가 약세를 보인 기간 수출물가 하락에 힘입어 미국 제조업이 성장했다. 반대로 2018년도 대중국 관세 부과 사례를 감안하면, 관세 부과는 중국의 보복관세를 불러오고 수출과 수입이 동시에 줄어들며 불황형 흑자(무역수지 적자 축소)로 이어졌다. 게다가 관세를 미국 수입업체가 흡수하며 기업들의 수익성과 투자가 감소했고, 미국 내에서 대체재를 찾기보다 오히려 공급망 다변화를 통해 중국을 제외한 국가에서 수입을 확대하는 등 부작용이 더욱 많았다.

관세에 비해 주목 받지 못한 이민정책

트럼프의 이민정책 또한 약달러 재료다. 트럼프는 당선 전부터 불법이민자 1,500만~2,000만 명 가량을 강제 추방할 것이라 공약했다. 다만 실제 불법 이민자수가 1,100만명 수준이고, 과도한 추방 비용과 트럼프 행정부 1기 당시 연간 최대 35만명 가량을 추방했던 사례를 감안해 실제 추방될 이민자는 최대 300만~750만명 수준일 것으로 추정된다. 다만 300만~750만명도 현재 미국 노동가능 인구의 1.8%~4.6% 수준이며 이는 고용시장에 충격을 줄 재료다. 특히 최근 미국의 강한 소비력을 기반으로 한 경기 확장에 있어 이민자 기여도가 높았던 만큼, 이민자 추방은 장기적으로 고용시장과 경기 전반에 하방 압력으로 소화될 것이다. 다만 이민자 추방과 동시에 고용 창출이 줄어들면 실업률에는 반영되지 않는다. 실업률은 노동가능인구 중 실업자의 비율로 산출되는데, 노동가능인구에서 추방된 이민자가 집계되지 않기 때문이다. 실업률이 현 4.2%~4.3% 수준에서 안정되어도 실제 미국 고용시장은 더욱 나쁠 수 있다는 말이다. 이는 연준의 경제 전망을 교란시켜 하반기 추가적인 금리 인하를 유도할 수 있다.

그림24: 미국 제조업 업황은 달러화와 역의 상관관계



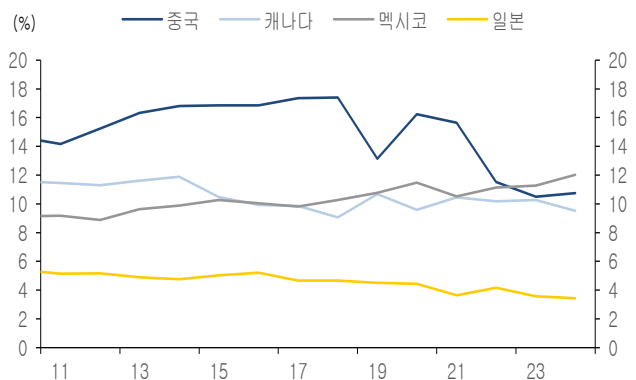
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림25: 관세 인상으로 인한 수출입 감소는 오히려 제조업에 악재



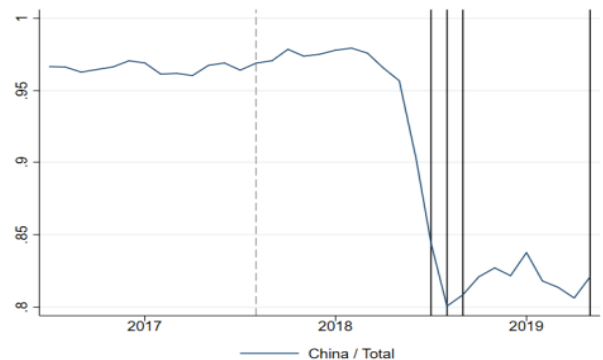
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림26: 미국 수입국 비중 변화: 중국의 캐나다 멕시코 우회 수출



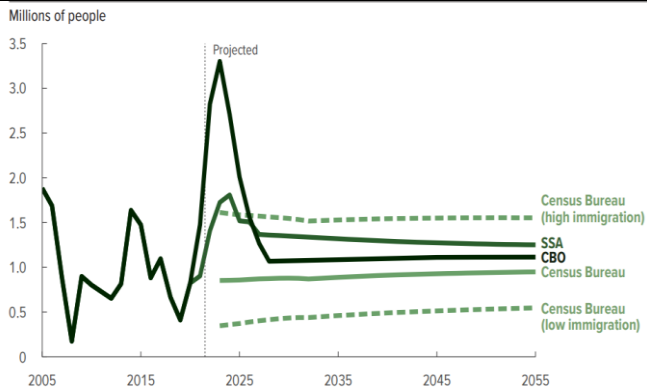
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림27: 수입업체는 2018년도 이후 중국 비중을 96%→80%로 축소



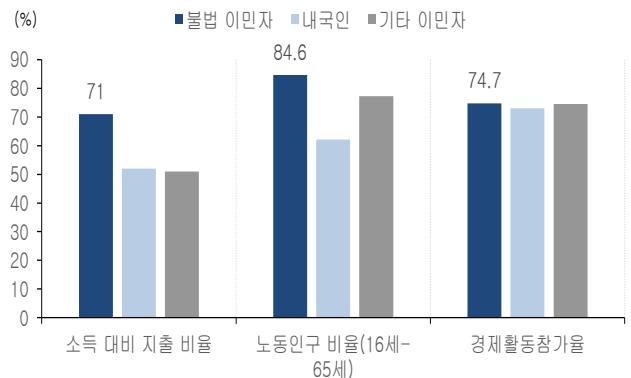
자료: NBER, NH선물 리서치센터

그림28: 코로나 이후 급격히 증가했던 이민자, 25년 이후 감소 전망



자료: CBO, NH선물 리서치센터

그림29: 최근 미국 경제는 불법 이민자의 노동력과 소비력이 기여



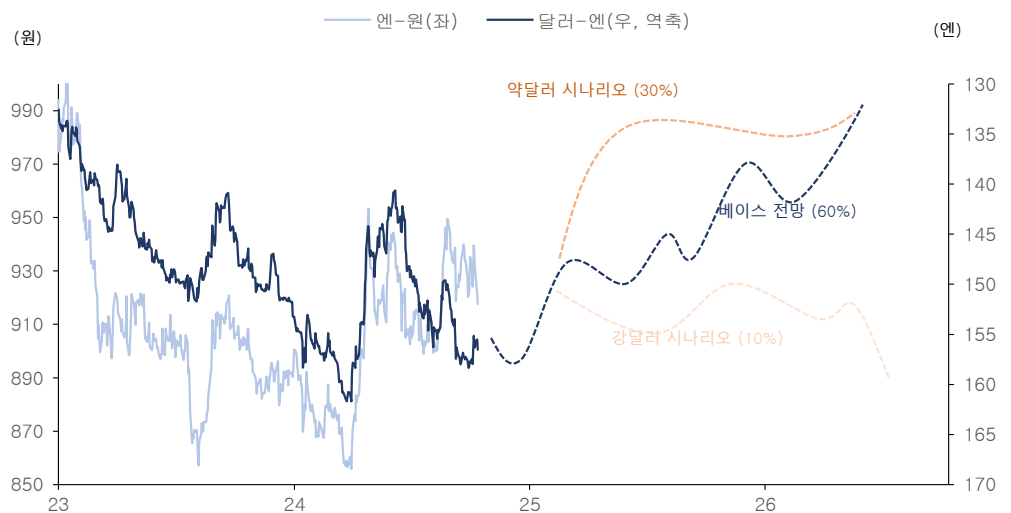
자료: Federal Reserve Bank of Dallas, NH선물 리서치센터

V. Conclusion

결론적으로 엔화는 연내 완만하게 강세 흐름을 보일 것이다. 올해 3월-7월간 진행될 춘투 임금 협상에서는 중소기업 중심 임금 인상이 이뤄질 것으로 보인다. 이는 BOJ가 연말 1.00% 수준까지 금리를 올릴 수 있는 환경을 제공한다. 또한 BOJ의 금리 인상은 엔 캐리 트레이딩 자금의 청산을 유도할 수 있다. 다만 캐리 자금의 특성을 고려하면 채권시장 중심으로 완만하게 청산될 가능성이 높다. 4월에 시행 예정인 보험사 자본건정성 규제 강화 또한 일본 국채 매력도를 높여 엔 캐리 트레이딩 청산 속도를 높일 수 있다. 따라서 해외자산이 국내로 복귀하며 엔화는 강한 모습을 보일 전망이다.

다만 일본 국내 상황과 별개로 달러화 흐름은 변수로 작용할 것이다. 최근 정책 불확실성이 달러화 강세를 주도하고 있는 만큼, 당분간 트럼프 정책 행보에 따라 달러화는 강세 흐름이 유지될 수 있다. 하지만 미국 중심의 제조업 회복이 트럼프 정책의 주안점이라는 점을 감안하면 달러화는 연내 약세로 방향이 전환될 수 있다. 게다가 관세정책에 비해 주목 받지 못했던 이민 정책은 연준의 정책 경로를 교란시켜 하반기에 예상보다 빠른 금리 인하가 이뤄질 가능성을 시사한다. 달러화가 하반기에 약세로 전환되면 엔화의 강세 속도는 더욱 빨라질 수 있다.

그림30: 엔화 환율 전망 - 연말 달러당 135-145엔 수준으로 완만한 강세



자료: NH선물 리서치센터

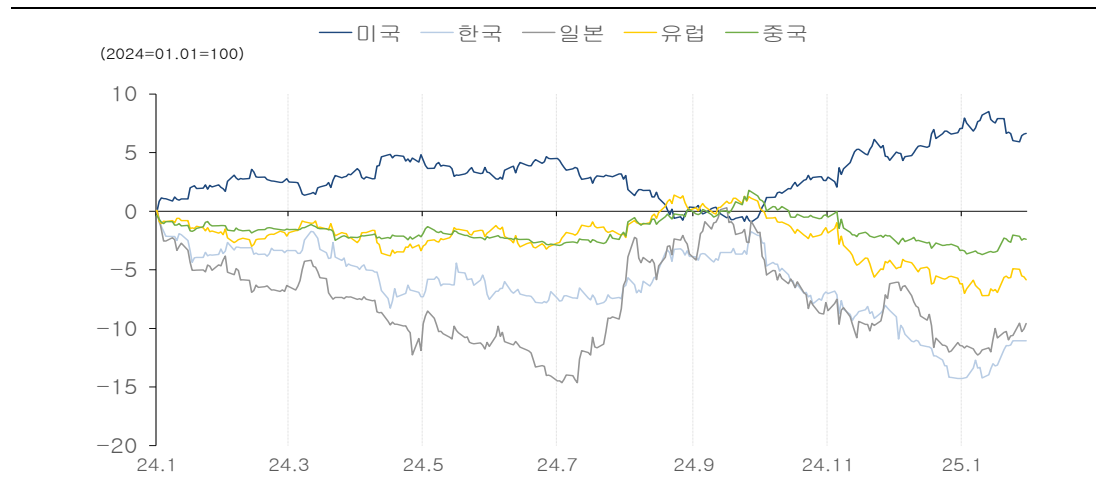
VI. Appendix

표1 : 25FY FX 시장 전망

	1Q	2Q	3Q	4Q	2025
KRW/USD	1,420~1,470	1,400~1,450	1,380~1,430	1,360~1,410	1,360~1,470
DXY	105~113	102~110	98~106	95~103	98~113
USD/EUR	1.00~1.06	1.04~1.10	1.05~1.11	1.06~1.12	1.00~1.12
JPY/USD	150~165	145~160	140~155	135~150	135~165
CNY/USD	7.20~7.45	7.15~7.40	7.05~7.30	7.00~7.25	7.00~7.45

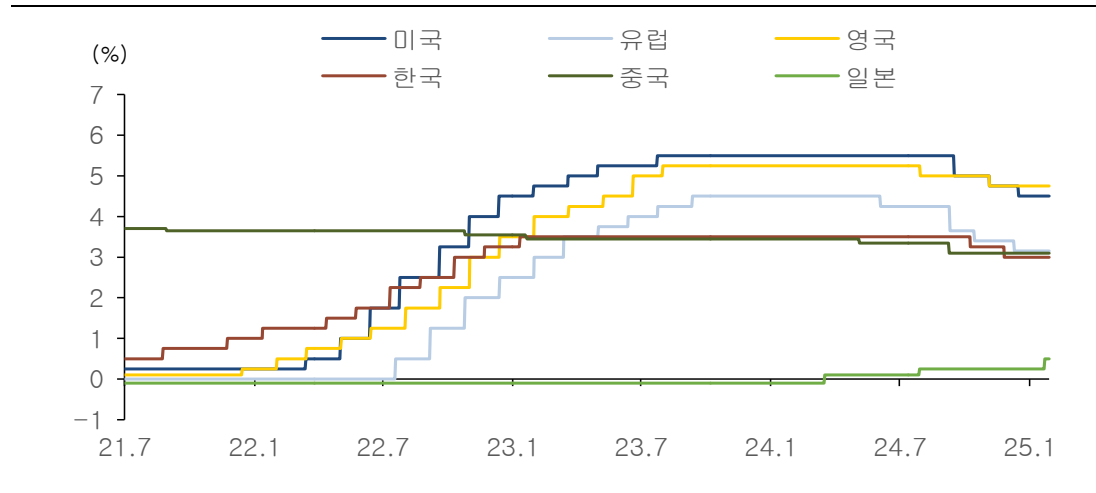
자료: NH선물 리서치센터

그림31: 2024년도 이후 주요국 통화가치 변동



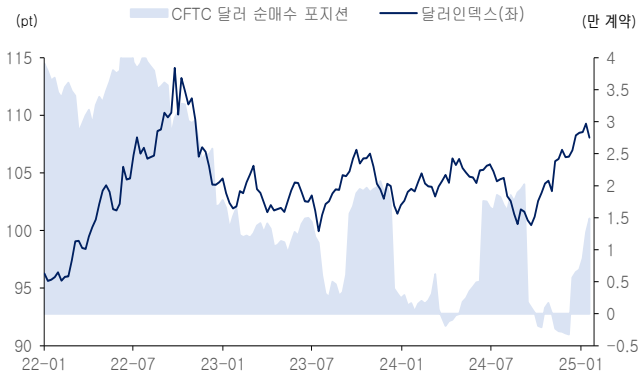
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림32: 주요국 중앙은행 기준금리



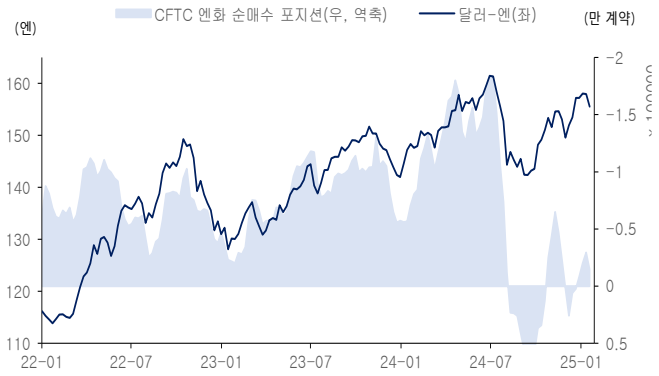
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림33: CFTC 비상업적 달러 순매수 포지션



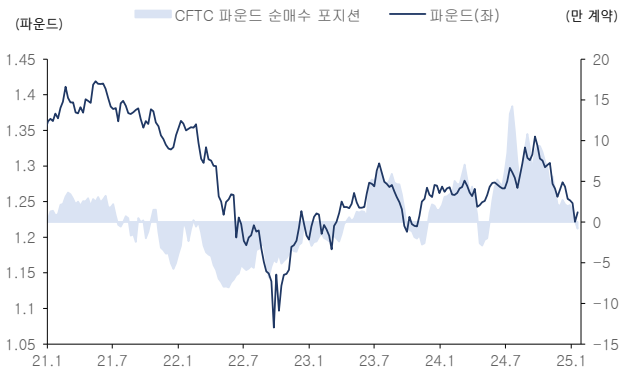
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림34 : CFTC 비상업적 엔 순매수 포지션



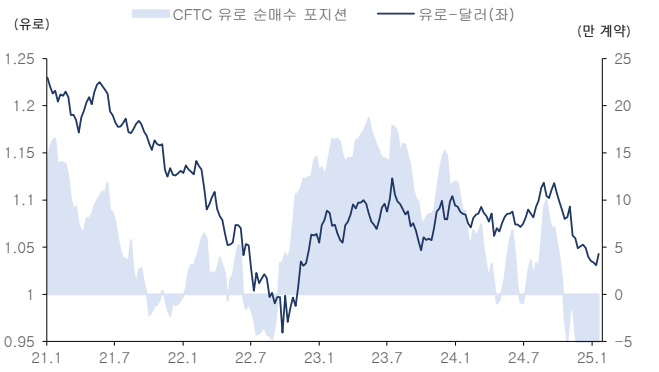
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림35 : CFTC 비상업적 파운드 순매수 포지션



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림36: CFTC 비상업적 유로 순매수 포지션



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

Compliance Notice: 본 자료는 투자의 이해를 돕기 위해 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 작성되었습니다. 당사 고객들에게 배포되는 자료로서 본 조사자료의 내용은 당사의 리서치센터에서 신뢰할 수 있는 자료와 정보를 이용하여 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 투자자는 자신의 판단과 책임하에 투자를 하여야 하며, 본 자료는 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 그리고 해외파생상품은 예금자보호법에 따라 보호되지 않음을 알려드리며, 자산가격 변동, 환율 변동 등에 따라 투자원금의 초과손실이 발생할 경우 손실은 투자자에게 귀속됩니다. 본 자료는 당사 홈페이지에서도 이용하실 수 있습니다. (www.futures.co.kr)