

Strategy Idea

미-일 외환시장 공조 개입의 여러 논점들



경제분석

Economist 이승훈

seunghoon.lee@meritz.co.kr

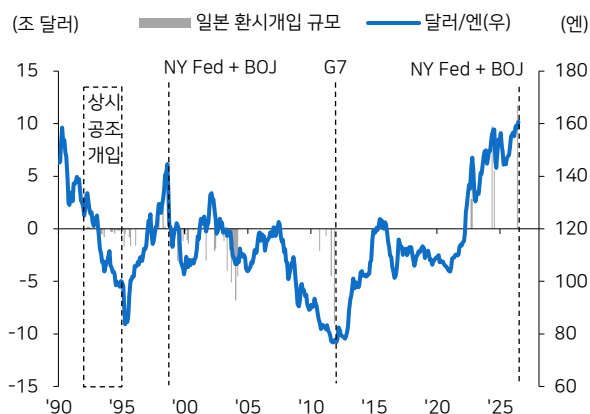
- ✓ 15년 만의 미-일 환시 공조개입, 28년 만의 엔화 매수 공조 개입이 명문화됨
- ✓ 미 국제금리 상승 압력을 제어하며 개입: Sell EUR-Buy JPY, 일본의 보유외환 소진도 방어
- ✓ 4가지 추가 논점: 1) 엔 캐리의 대규모 청산 없었고, 미국 계산에서는 있어서도 안됨, 2) 공조 개입으로 엔화 추세적 강세 전환 어려움, 3) 엔 약세/JGB 상승세 완화는 국내 재정건전성 문제가 선결되어야 할 것, 4) 원화 입장에서는 향후 엔화 강세 추가 진전 여부가 중요

15년 만의 미-일 공조 개입, 28년 만의 엔화 매수 공조 개입: 배경은?

지난 7월 31일, 미국-일본 양국은 2011년 동일본 대지진 이후 15년 만에 처음으로 “명시적인” 공동 외환시장 개입을 단행했다. 작년 9월 11일, 미국-일본 재무장관의 공동성명에 따르면, 양국은 외환시장 변동성이 극심해지거나, 질서 없는 통화 가치 절상/절하(excessively volatile or disorderly depreciation or appreciation)가 발생한 경우, 이에 맞서기 위한 개입 가능성을 열어 둔 바 있었다. 9월 30일 한국과도 거의 동일한 환율 공동성명 발표가 있었다.

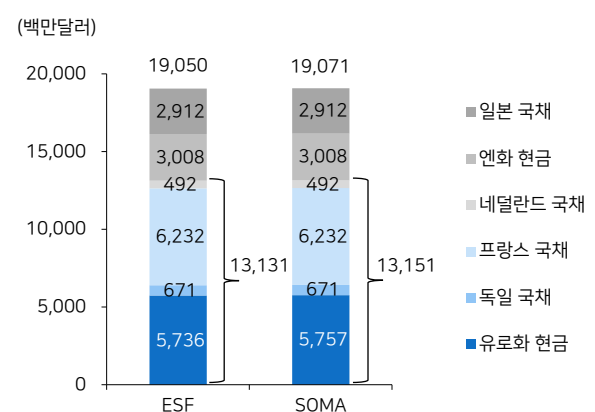
9월 공동성명 이후 미국 뉴욕 연은의 개입 가능성으로 해석되었던 “Rate check”이 2026년 1월 23일에 있었지만, 사후적으로 뉴욕 연은과 재무부 공히 실제 개입하지 않았다고 언급했다. 이번 개입은 양국의 공동 개입 사실이 명시화된 것이다.

그림1 일본 환시개입규모와 달러/엔



자료: FRED, 일본 재무성, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 ESF와 SOMA 보유 외환 규모(26년 3월말 기준)



자료: NY Fed, "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations, Jan-Mar 2026"

이번 개입의 특이점은 미국 외환당국이 달러 매도-엔화 매수 방식을 택한 것이 아니라, 보유한 유로화를 매도하면서 엔화를 매수했다는 것에 있다. 외환안정기금과 연준이 보유한 유로화 표시 자산은 총 260억 달러에 달한다. 공개된 베센트 재무장관 메모에 따르면, 개입 규모는 50~100억 달러로 추산된다. 아울러, 일본도 외환시장 개입시 미 국채를 시장에 매도하는 것이 아니라, 코로나19 당시 대외부문 상설 달러조달 창구로 신설된 FIMA(Foreign and International Monetary Authorities) Repo Facility를 사용, 보유한 국채를 '미 연준의 공개시장 조작 창구(open market account)에 매각'하여 달러를 조달한 이후 7일 이내에 되사주는 조건으로 시장 개입에 나설 가능성을 밝히고 있다(7월 30일 개입의 FIMA 활용 여부는 아직 불분명). FIMA를 통한 달러 조달도 통상적인 환시 개입 형태와 다르다.

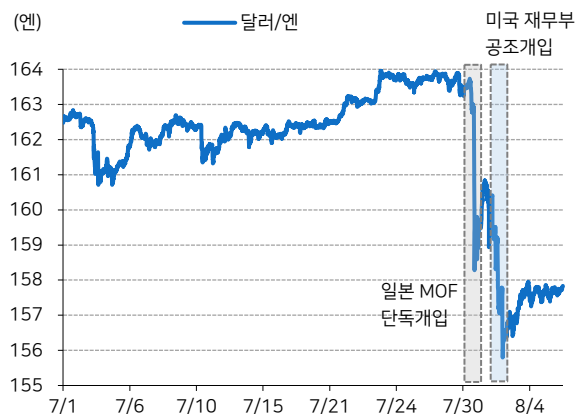
이 같은 창의적인 대안들이 나왔던 이유는, 현재 경제 및 금융시장 전반에 걸쳐 미국 장기금리 상승 민감도가 높아져 있는 상태이기 때문이다. 미국 이외 지역의 외환당국이 미 국채를 매각하면서 달러화를 조달할 경우, 이미 높아진 미국 장기금리의 추가 상승 요인으로 작용할 가능성이 있다. 가장 최근월인 2026년 5월 말 기준, 해외부문의 미 국채 보유잔액은 9.37조 달러이며, 이 중 일본이 1.14조 달러로 1위를 점하고 있어, 외환시장 개입을 위한 달러 매도일 경우 다른 나라가 같은 행동을 취하는 것에 비해 충격이 클 소지가 발생한다.

표1 2025년 9월 미-일, 한-미 재무부 공동성명 비교: 환율 관련 조항들

비교 항목	미-일 재무장관 공동성명 (링크)	미 재무부-한 재정부 공동성명 (링크)
발표일	2025년 9월 11일	2025년 9월 30일
시장결정 환율 원칙	명시적으로 포함	별도 문장으로는 포함되지 않음
과도한 변동성의 부작용	경제·금융안정에 부정적이라고 명시	독립된 문장으로는 없음
거시건전성·자본이동 조치	경쟁적 환율목적 사용 금지	동일
외환개입 조건	과도한 변동성과 무질서한 움직임에 한정	동일
절하·절상 대칭성	동일하게 개입 가능	동일하게 개입 가능
개입 내역 공개	최소 월 단위로 대외 공개	양국 당국 간 월 단위로 정보 교환
외환보유액·선물환	매월 공개	매월 공개
외환보유액 통화구성	매년 공개	매년 공개

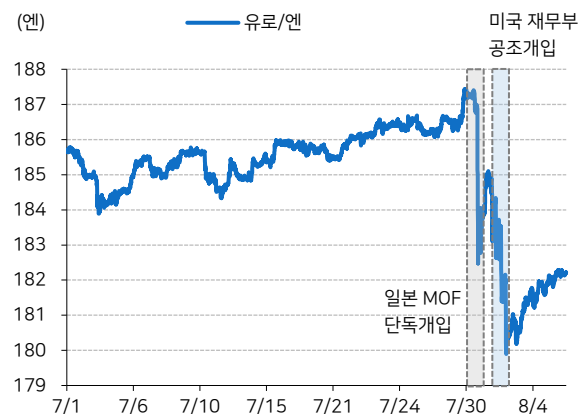
자료: U.S. Department of Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림3 7월 이후 달러/엔 (10분봉)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 7월 이후 유로/엔 (10분봉)



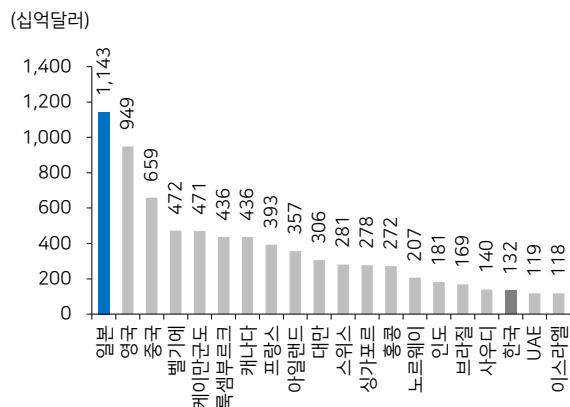
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

다른 한편에서 미국 스스로 개입하여 엔화를 지지해줄 경우, 선진국 금리의 바닥(floor) 역할을 해주었던 일본 국채(JGB) 금리 안정을 유발하면서, 간접적으로 미국 장기금리 하향 안정화를 유발할 수 있을 것이라는 계산도 있었다.

이 밖에 아시아 국가들의 통화가치가 안정화되어야 약속한 대미투자를 원활히 이행할 수 있다. 따라서 엔화를 건드리면, 엔화에 동조화되어 움직이는 아시아 통화의 절하 추세를 멈출 수 있다는 기대도 작용했다(한국은 외환시장 불안시 대미투자를 지연시킬 수 있다는 조항이 있음).

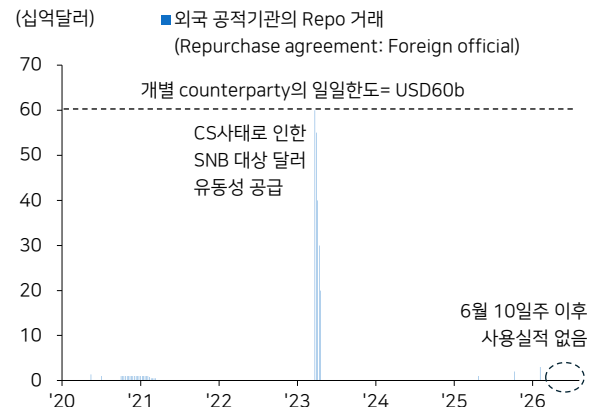
표 2의 주요 통화간 상관계수를 보면, 2026년 들어 달러 강세는 곧 엔화 약세였고, 엔화와 아시아 통화간 계수는 0.6을 일제히 상회하며, 2020년대 전구간에서도 엔-원 0.94, 엔-대만달러 0.85, 엔-인도 루피 0.91 등 높은 계수가 유지되었다는 사실(위안화는 엔화 대비 아시아 통화와 동조화 약화)도 이번에 미국이 특히 엔화에 대한 적극적인 환율정책(currency activism)에 나선 배경이었을 것으로 추정된다.

그림5 국가별 미 국채 보유잔액 (2026년 5월)



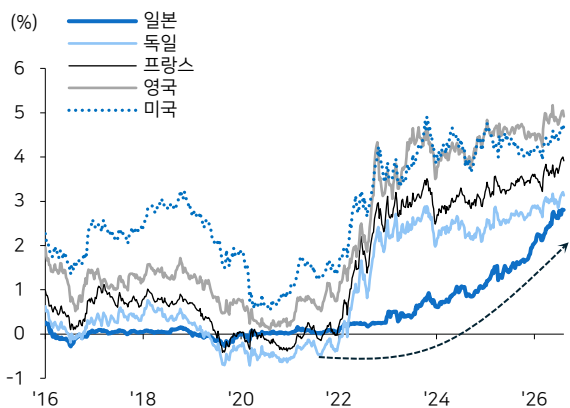
자료: U.S. Department of Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림6 연준 FIMA Repo Facility 잔액



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림7 주요 선진국 국채 10년물 수익률 추이 (주봉)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 연도별 주요 통화와 아시아 통화간의 상관계수

(상관계수)		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026*	전구간**
DXY	JPY	0.82	0.84	0.97	0.57	0.79	0.43	0.91	0.69
	CNY	0.85	-0.44	0.91	0.46	0.83	0.70	-0.55	0.68
	KRW	0.83	0.89	0.97	0.54	0.82	0.55	0.63	0.65
	TWD	0.89	-0.22	0.95	0.60	0.55	0.80	0.70	0.77
	INR	0.20	0.72	0.86	0.62	0.39	-0.26	0.63	0.47
	MYR	0.72	0.71	0.95	0.52	0.38	0.82	0.77	0.75
JPY	PHP	0.93	0.82	0.94	0.63	0.68	0.28	0.68	0.71
	KRW	0.64	0.84	0.95	0.59	0.66	0.73	0.64	0.94
	TWD	0.84	-0.29	0.96	0.93	0.61	0.41	0.60	0.85
	INR	-0.19	0.69	0.89	0.74	0.13	0.60	0.69	0.91
CNY	MYR	0.37	0.76	0.95	0.94	0.47	-0.06	0.67	0.38
	PHP	0.82	0.72	0.93	0.73	0.76	0.88	0.74	0.97
	KRW	0.95	-0.46	0.92	0.58	0.62	0.10	-0.42	0.65
	TWD	0.90	0.76	0.97	0.91	0.48	0.54	-0.36	0.84
	INR	0.36	-0.33	0.94	0.64	0.10	-0.76	-0.87	0.54
	MYR	0.80	-0.25	0.95	0.94	0.66	0.94	-0.33	0.62
	PHP	0.81	-0.33	0.93	0.73	0.56	-0.32	-0.77	0.64

주: * 2026. 1.1 ~ 8.7, ** 2020.1.1 ~ 2026.8.7

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

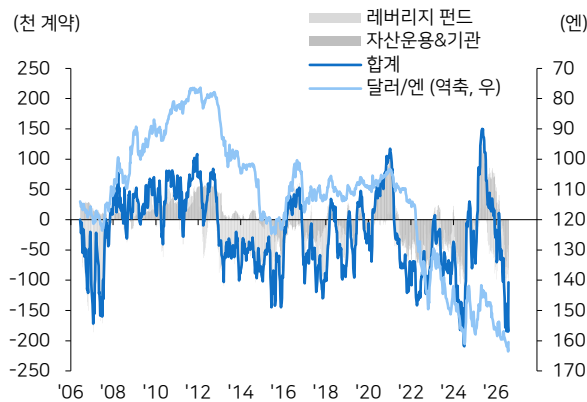
4가지 추가 논점들: 엔 캐리 청산 여부와 추세적 엔화 강세 전환 여부

15년 만의 공조 개입이자, 28년 만의 엔화 매수 개입이라는 특이점을 넘어, 채권/외환시장은 향후 다음의 4가지 논점에 관심을 기울일 것으로 판단한다: 1) 이번 공조 개입을 계기로 엔 캐리가 청산될까, 2) 이번 공조 개입이 1998년과 같은 추세적 엔화 강세의 신호탄일까, 3) 엔 약세와 JGB 상승세는 진정될 수 있는 문제인가, 그리고 4) 한국 원화 시사점은 무엇인가. 각각을 살펴보기로 한다.

1) 엔 캐리는 청산인가: 일부 포지션 되돌림 있었으나, 대규모 청산은 없었음

이번 개입 직전, 레버리지 펀드 중심의 엔화 비상업용 선물 순매도 포지션이 크게 누적되었다(레버리지 펀드 순매도 포지션: 개입 직전 10,199, 6월 말 11,540 계약). 개입 후 숏포지션의 되돌림이 있었으나, 여전히 순매도 6,082 계약이며, 2024년처럼 순매도가 순매수로 급격히 전환되는 청산은 아니었다. 한편, 엔화 FX 마진 거래 순매도 포지션도 올해 6월 중 2010년 이후 최고치인 2.6조엔이었다. 이 역시 포지션이 일부 되돌려졌을 것이다. 해외증권투자 flow가 바뀌었을 가능성은 낮다.

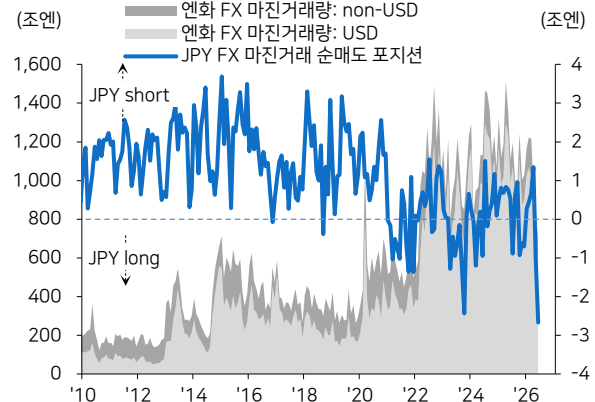
그림8 엔화 CFTC 비상업용 선물 순매수 포지션



주: 8월 첫째주까지의 데이터임

자료: Commodity Futures Trading Commission, 메리츠증권 리서치센터

그림9 엔화 FX 마진거래량 및 FX 마진거래 순매도 포지션



주: USD, EUR, GBP, AUD, CHF, CAD, NZD, ZAR. 6월까지 데이터임

자료: 일본금융선물협회, 메리츠증권 리서치센터

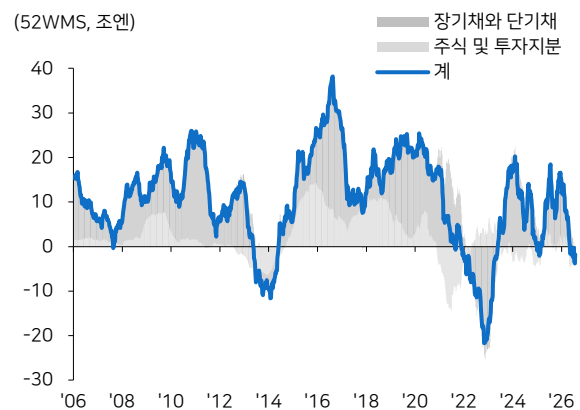
그림10 외국은행 일본지점의 외국본점 송금액



주: 6월까지 데이터임

자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림11 일본 투자자의 해외증권투자 누적 flow



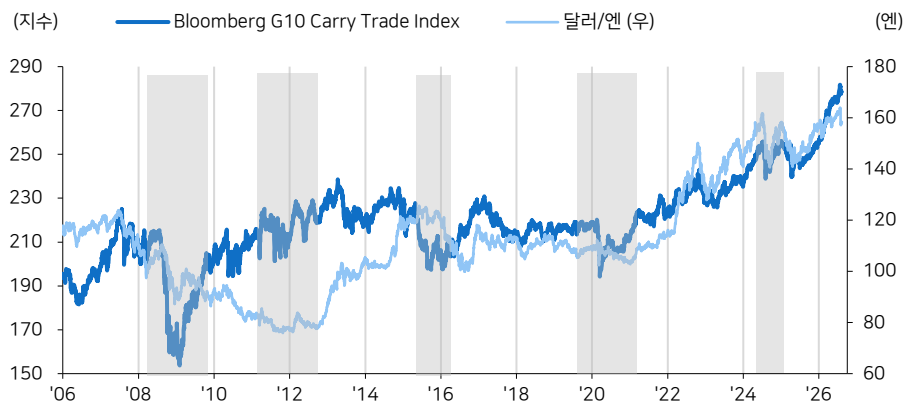
주: 7월 마지막주까지의 데이터임

자료: 일본 재무성, 메리츠증권 리서치센터

캐리 트레이드 전반의 전방위적 “청산” 이 부재했다는 신호는 Bloomberg가 집계하는 G10 Carry trade index의 흐름을 통해서도 재확인된다. 캐리 트레이드의 성과는 금리차에서 비롯되는 차익과 환율의 변화로 계산된다. 이번 개입으로 달러/엔은 163엔에서 157엔까지 내려왔으나, 일본 장기금리 하락이 동반되지 않았다. 이것을 보는 이유는, 해외에 투자한 자금들의 환류가 이루어졌을 경우 상대적으로 일본 엔화 표시 자산의 매력이 증대되었을 가능성 때문이다. 과거의 청산 사례에서는 Carry trade index의 하락과 더불어 일본 장기금리 하락이 동반되었다.

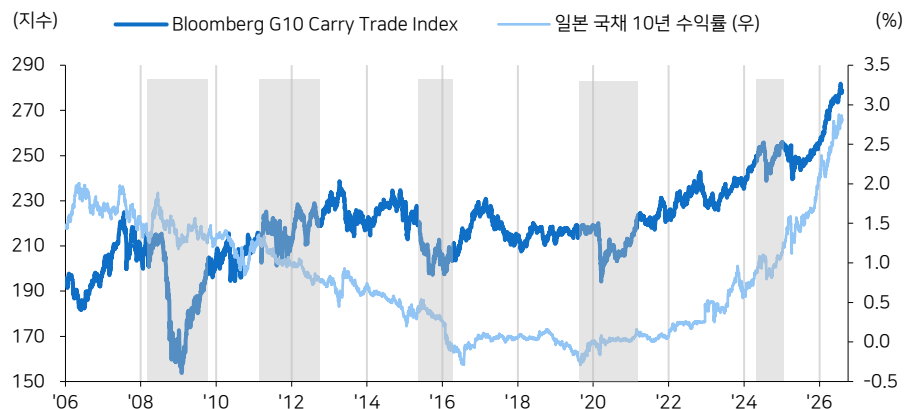
더욱이, 미국 재무부가 개입했을 때도, 과격한 엔 캐리 청산이 수반되지 않는 것에 목적을 두었을 가능성이 크다. 일본이 외환보유액을 소진하면서 미 국채에 매도압력을 가할 것을 우려해 직접 개입을 한 것인데, 민간 자금이 움직여 같은 압력이 부여된다면 공조 개입의 의미가 없기 때문이다. 공조 개입을 통해 추세적 엔화 강세를 만들고자 한다면, 매우 점진적인 방향을 도모할 가능성이 크다는 생각이다. 달러/엔이 158엔으로 반등했음에도 추가 움직임이 부재한 이유일 것이다.

그림12 Bloomberg G10 Carry Trade Index와 달러/엔



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 Bloomberg G10 Carry Trade Index와 JGB 10년 수익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2) 이번 공조 개입이 1998년과 같은 추세적 엔화 강세의 신호탄일까?

Fatum & Hutchison(2003)는 한 달 미만의 단기 구간에서 환율에 유의한 영향을 미치고, Ito(2002)는 추정에 따라 효과가 20~50배까지 클 수 있다고 분석한다.¹ 미국의 공조가 가세하며 신호 효과(signaling effect)가 강화되기 때문이다.

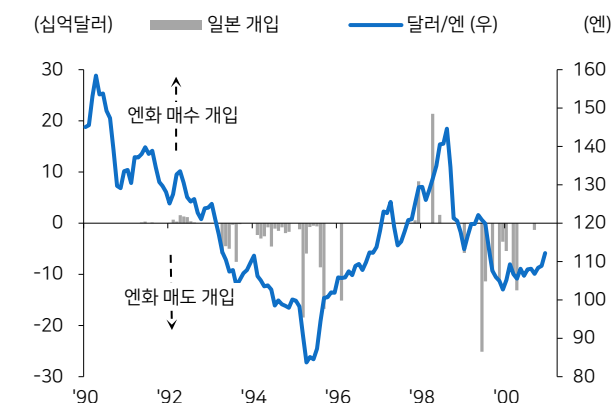
그러나 공조개입과 추세 반전과는 거리가 있다. 1998년의 경우도 뉴욕 연은과 일본 은행이 6월에 개입했지만, 엔화 강세 전환은 1) 러시아 모라토리엄과 2) LTCM 파산과 같은 매크로 리스크 표면화가 계기였다. 당시 엔화는 금, 스위스 프랑과 함께 안전자산으로 취급받았던 것도 한 몫 했다. 1995년과 같이 미국의 달러 약세 용인 기조 전환과 반복적인 국제 공조개입 (독일 마르크화 포함) 정도의 변화가 수반된 이후에야 엔화 추세가 반전되었다는 점을 상기해야 한다.

그림14 1998년 달러/엔 환율 추이



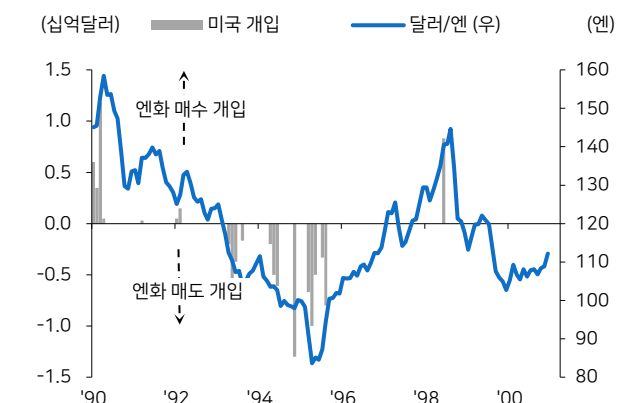
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 1990년대 일본 환시개입과 달러/엔



자료: 일본 재무성, 메리츠증권 리서치센터

그림16 1990년대 미국 환시개입과 달러/엔



자료: FRED, 메리츠증권 리서치센터

¹ Rasmus Fatum and Michael M. Hutchison, "Effectiveness of Official Daily Foreign Exchange Market Intervention Operations in Japan" NBER Working Paper No. 9648 April 2003
Takatoshi Ito, "Is Foreign Exchange Intervention Effective?": The Japanese Experiences in the 1990s", NBER Working Paper No. 8914 April 2002

3) 엔 약세와 JGB 상승세는 진정될 수 있는 문제인가?

외환시장 개입은 시장의 과도한 엔화 숏포지션을 되돌리고, 속도와 변동성을 바꾸는 데에는 효과적일 수 있다. 반복적인 개입이라면 선진국 환율 정책의 변화로 읽히며 추세를 바꿀 수도 있다.

그러나, 최근 엔화에 영향을 미쳤던 요인들을 생각해 본다면 개입만으로 해결될 수 없는 고질적인 문제들이 있는 것 같다. 이들을 열거해보면, 1) 미국과 일본의 금리차가 200bp가량 벌어져 있는 상태에서 2) 일본 재정위험과 BOJ의 독립성 훼손 이슈가 공존한다. 더불어 3) 일본의 대외투자 확대 역시 중기 엔화 약세 요인이라는 지적도 있다. JGB 금리 상승과 엔화 약세가 궤를 같이 한 것은 2)의 문제가 다카이치 총리 취임 이후 불거졌고, 최근 들어 1) 식료품 소비세 감세 영구화 우려, 2) 국방지출 확대 자원 문제와 더불어 3) 2040년까지 370조엔 전략투자 자원 배분 문제 등이 복합적으로 얹히면서 심화되었다.

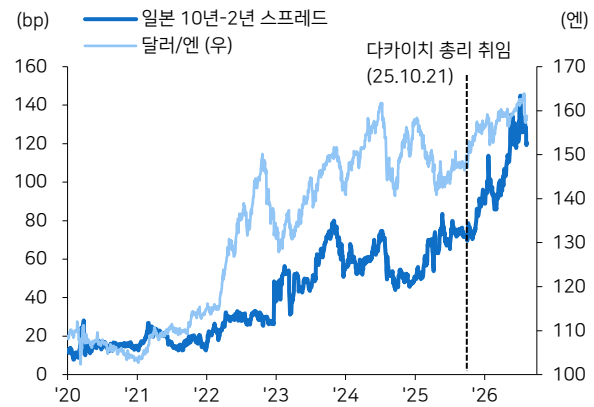
따라서 국내 문제에 따른 장기금리 상승 및 엔화 약세 압력을 방어하려면, 1) 식료품 소비세가 2년 한정으로 인하된다는 약속과 더불어, 2) 국방지출 증액과 370조엔 전략투자 집행시의 자원 마련 방안을 구체화해야 할 것이다.

그림17 미-일 금리차와 달러/엔



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 일본 10-2년 스프레드와 달러/엔



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 일본의 재정건전성 문제를 유발하는 국내 요인들

	정책	내용	성격
감세	식료품 소비세	8% → 1%, 2027년 4월부터 2년	■ 시한부 감세 (연 5조원 세수 감소) ■ 2028년 선거 앞두고 소비세 인하 영구화될 가능성 우려
	휘발유 잠정세율 폐지: 경유 잠정세율 폐지:	기존 추가세율 25.1엔/L 폐지, 2025년 말부터 2026년 4월 1일 폐지	■ 영구적 감세 (연 1조원 세수 감소)
(참고)	전기·가스 지원: 유류가격 보조:	전기·가스 요금 보조 (전쟁 충격 대응) 세율 폐지 전후 가격충격 완화를 위한 보조	■ 재정지출도 감세도 아님 ■ 한시적 재정지출
재정지출	국방비 확대	2022년 기시다 정부가 수립한 계획 2023~27년 5년간 방위력정비계획에 43조엔 지출	■ 추가재원 연 4조원 중 3조원은 세출조정 및 방위력강화기금 충당. 1조원은 증세로 충당 ■ 중세 항목으로 방위특별소득세 1% 신설. 대신 부흥특별소비세 2.1 → 1.1%로 인하 및 부흥세 종료시점 10년 연장 ■ 다카이치 정부 안보3문서 재검토 → 추후 증액 가능성
	전략투자	17개 전략분야, 62개 제품/기술에 대한 370조엔 규모 중장기 공공/민간투자 로드맵	■ 정부 지출 비율 및 자금조달 방식 등 구체적 내용 명시되어 있지 않고 자원 논의 부족하다는 지적

자료: 일본 내각부, 재무성 등의 자료를 참고하여 메리츠증권 리서치센터 정리

다른 한편에서, 다카이치 일본 총리는 지난 5월에 이어 8월 초에도 일본은행에 장기금리 급등을 억제하기 위한 일본 국채매입을 주문했다. BOJ는 6월 회의에서 2027년 4월부터 월간 JGB매입액을 2조엔으로 고정하여 시중금리에 구조적으로 대응하고, 무질서한 금리 급등시에만 한시적으로 매입액을 늘리는 방침을 정했는데, 정치권에서 국채매입 압력이 꾸준히 들어오고 있는 것이다.

상기한 일본은행의 독립성 훼손 우려는 당연히게도 장기금리 상승 요인(기간 프리미엄 확대)이자, 엔화 약세 요인이다. 일본은행은 기초적 물가압력이 2%를 넘을 환경에 대비하여 금리인상 기조를 이어갈 필요가 더욱 커진 것으로 판단한다. 따라서 상기한 1), 2) 조건 외에 일본은행의 역할은 **3) 늦어도 10월에는 금리인상을 단행하는 것이다**. 현재 선물시장이 9월 인상 확률을 63%, 10월 인상 확률을 100%로 반영하고 있기 때문이다. 조건들이 충족되지 않는다면 미국 금리인상 우려 후퇴에 따른 달러 약세분 만큼의 되돌림 (혹은 그 이하)만 가능할 것이다.

4) 원화 시사점은?

원화에는 이번 조치가 의미 있는 것이다. 엔화가 아시아 통화의 약세 기준점을 추가적으로 낮출 위험을 줄였기 때문이다. 미국 입장의 경우, 아시아 역내 통화가 지나치게 평가절하되었을 경우 대미투자를 저해할 수 있기에 추가 개입 여지도 열어 놓았다. 따라서 이는 달러/원 상방을 방어하는 재료로도 해석할 수 있다.

한편, Reuters 보도에 따르면, 한국 외환당국도 미-일 공조개입 시점인 7월 30일에 이례적인 개입을 단행한 것으로 알려졌다. 정책공조 차원이다. 향후 원화는 당국이 미-일 공조개입에 동참하는 지 여부보다는, 1) 국내 외화자금 유출입, 2) 연준 연내 금리인상 기대 변화 여부, 그리고 3) 아시아 통화 중 코로나19 이후 상관계수가 계속 높았던 엔화 시장가격 움직임에 연동될 전망이다. 향후 엔화의 점진적 강세가 진행될 경우 원화 강세의 추가 진전 요인이 될 것이다.

당사는 달러 대비 원화 가치가 재차 약세로 전환하기 보다는 중기적으로 1,400원 혹은 그 이하 수준에 수렴할 가능성을 여전히 높게 본다. 연내 기대할 수 있는 강세 요인으로서는 1) 연준 인하 기대 후퇴, 2) 주요 수출기업의 경상흑자 recycling (국내투자, 성과급 지급, 주주환원), 그리고 3) 상기한 엔화 약세 방어 요인 중 일부 혹은 전부 현실화에 따른 엔화의 점진적 강세 시현 등을 들 수 있을 것이다.

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.