Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

해외채권 Analyst 허성우
deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터



# 해외채권

## BOJ의 JGB 매입은 언제까지 지속될까

- **올해 6월에 발표될 '2027년 4월 이후 BOJ의 JGB 매입 가이드라인'에 주목할 필요**
- **BOJ의 JGB 매입 종료 시점은 2029년 3분기로 추정. 수십 년간 이어온 비전통적 통화정책의 종지부를 찍는 데드라인**
- **BOJ의 JGB 매입 규모 축소는 시장에 부담 요인이지만, 금리 수준이 매력적이라 JGB에 대한 국내외 수요는 점차 늘어날 것**

### 일본 채권시장: BOJ 중심에서 민간 중심으로

BOJ는 2024년 8월부터 JGB 매입 규모를 분기 당 0.4조엔 씩 축소하기로 발표했다. 이후 2025년 6월에는 기존에 발표했던 수치를 그대로 유지하되 2026년 4월(2분기)부터는 분기 당 JGB 매입 축소폭을 0.4조엔에서 0.2조엔으로 변경했다. BOJ가 발표한 가이드라인에 따른 JGB 매입 시점은 2027년 3월(1분기)까지로, 월 2.1조 엔 규모이다.

BOJ의 실제 JGB 매입 규모와 계획을 비교해보면, 2024년 9월 한 차례(자민당 총재 선거에 따른 금리 변동성 대응)를 제외하고는 매월 기존 계획보다 JGB 매입 규모가 적었던 특징이 있었다.

기존 계획보다 BOJ의 실제 매입 규모가 적었던 이유는 크게 세 가지로 추정할 수 있다. ① 2024년 3월 YCC 정책 폐기 후에도 채권시장이 BOJ의 도움 없이도 잘 돌아가는지 확인하고 싶었을 가능성과 ② JGB 매입 규모를 소폭 줄여 장기 금리에 상승 압력을 가해 미-일 금리차 축소에 따른 엔저 방어 목적도 있었을 것이다. ③ 마지막으로 BOJ가 보유 중인 채권이 전체 국채 발행 잔액의 약 50%를 차지했기에 채권 시장의 유동성이 부족했을 수도 있다.

앞으로 채권시장은 올해 6월에 발표될 '2027년 4월 이후 BOJ의 JGB 매입 가이드라인'에 주목할 필요가 있다. 분기 당 0.2조엔 씩 꾸준히 축소되는 그림을 유지할 지, JGB 매입 규모 축소(QT)를 멈추고 매월 약 2조엔 매입 규모를 유지할 지는 불확실하다. 이에 시나리오 별로 JGB 매입 규모 추정치와 만기 상환액을 감안한 BOJ가 보유하게 될 JGB 규모를 추정했다.

**시나리오 ① 분기 당 0.2조엔 씩 JGB 매입 규모 축소 유지:** 현재까지 발표된 BOJ 계획을 참고하면 2027년 2분기 1.9조엔 → 3분기 1.7조엔 순으로 매입 규모가 순차적으로 줄어들 수 있음을 예상할 수 있다. 여기에 보유한 JGB의 만기 상환액까지 감안하면, 올해 6월에 발표될 가이드라인의 마지막 시점인 2028년 3월까지 BOJ의 JGB 보유액은 약 437조엔으로 현재 BOJ가 보유한 JGB 잔액 545조엔 대비 약 20%가 감소하게 된다.

이와 관계없이 분기 당 JGB 매입 규모 0.2조엔 감소가 계속 적용된다고 가정해보면, BOJ가 JGB 매입을 종료하게 되는 시점은 2029년 9월(3분기)로 추정된다. 이 때 BOJ의 JGB 보유액은 367조 엔으로 약 30% 이상 감소하게 된다.

**시나리오 ② 2027년 4월부터 월 2.1조엔 씩 매입 유지할 경우:** 2025년 6월에 발표한 가이드라인의 마지막 시점인 2026년 3월(1분기) 이후에도 BOJ가 JGB를 월 2.1조엔 씩 매입한다는 가정이다. 이번에 발표될 가이드라인의 마지막 시점인 2028년 3월까지의 JGB 보유액은 만기 상환액까지 감안하면 약 443조엔으로 19%가 감소하게 된다.

시나리오 ①에서 추정한 JGB 매입 종료 시점(2029년 3분기)까지 BOJ가 매월 2.1조엔을 꾸준히 매입한다고 가정하면 JGB 보유액은 약 400조엔으로 27%가 감소하게 된다.

물론 BOJ는 매월 2.1조엔 매입을 2029년 3분기 이후에도 계속할 수 있다. 하지만 BOJ가 JGB 매입을 지속할 수 있는 최대 기한은 2032년 전후라고 판단한다. BOJ가 보유한 JGB 가중평균만기(WAM) 6.27년을 감안한 만기일이 2032년 6월로 산출되기 때문이다. 즉, 월 2.1조엔 JGB 매입 규모를 2032년 이후에도 적용한다면 만기 상환액보다 JGB 매입 규모가 커져 BOJ가 보유한 JGB 규모가 오히려 증가하게 된다. 가능성은 낮지만, 최대 기한으로 추정되는 2032년까지 JGB를 2.1조엔 씩 매입한다고 가정하면 BOJ의 JGB 보유액은 약 355조엔으로 추정된다.

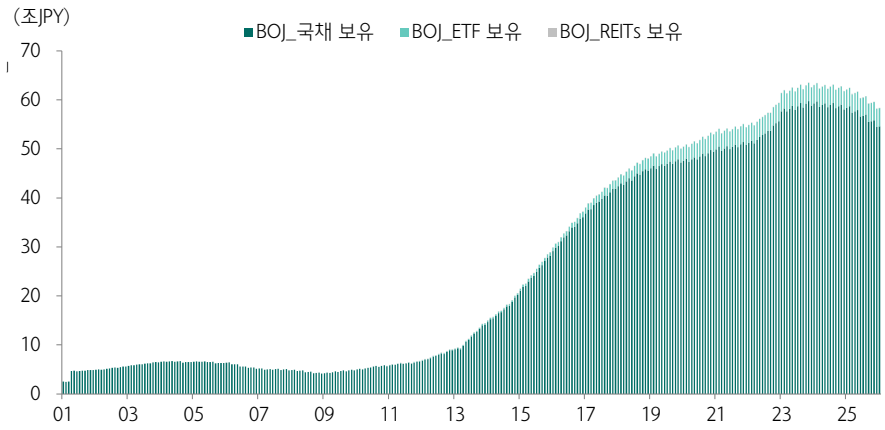
정리해보면, BOJ의 JGB 매입 종료 시점은 2029년 3분기로 추정한다. 이는 일본이 수십 년간 이어온 비전통적 통화정책(양적 완화)의 종지부를 찍는 데드라인이 될 수 있음을 시사한다.

BOJ가 발행 잔액 대비 국채 보유 비중을 현 수준인 45%에서 20~30% 수준으로 낮추는 과정에서 민간 금융기관이 이를 충분히 받아내지 못할 경우, 채권 시장의 유동성 경색이 발생할 가능성이 있다. 다만, 가능성은 낮다고 판단한다. 일본 국채금리가 점차 매력적인 수준에 도달하고 있어 해외 투자자 뿐만 아니라 일본 국채 매수를 꺼려했던 생명보험사, 그리고 GPIF의 자금 본국 송환 가능성도 점진적으로 기대해볼 수 있겠다.

결론적으로, 다가올 6월 가이드라인 발표에서 BOJ는 시나리오 ①에 가깝게 '점진적 감액 유지'를 선택할 가능성이 높다. 2024년 JGB 매입 축소 발표 시점부터 이미 계획보다 적은 금액을 매입하며 시장의 내성을 확인해온 만큼, 2029년 전후로 JGB 매입 종료를 가시화하며 민간 중심의 채권 시장을 재건하려 할 것이다.

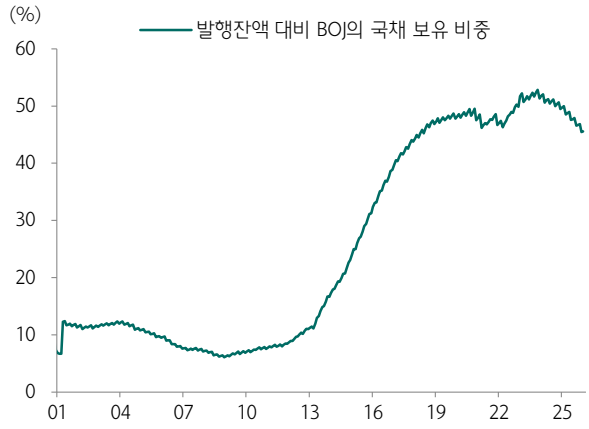
BOJ가 보유한 JGB가
대차대조표 자산 항목에서
가장 큰 비중을 차지

**도표 1. BOJ가 보유한 JGB 규모는 약 545조 엔**



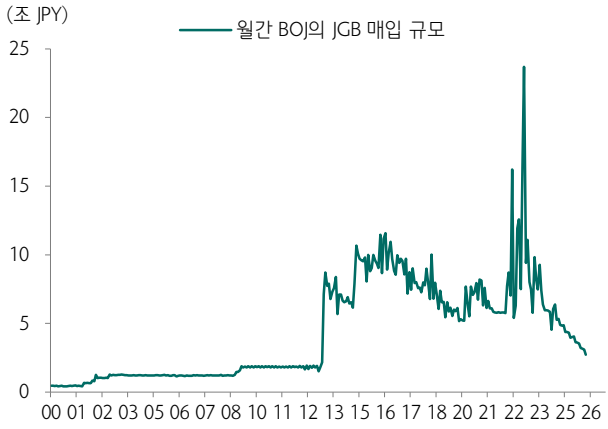

자료: BOJ, 하나증권

**도표 2. BOJ는 전체 JGB 발행 잔액의 약 45%를 보유 중**




자료: BOJ, 하나증권

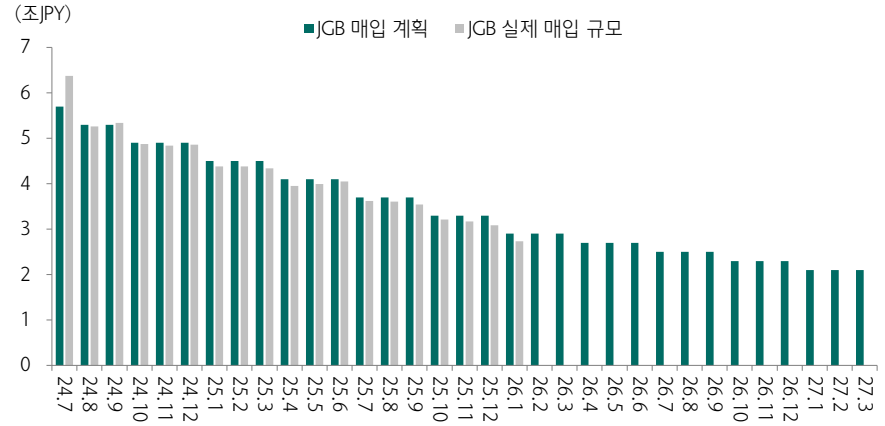
**도표 3. 2013년 QQE 이후 JGB 대규모 매입**




자료: BOJ, 하나증권
주: QQE란 양적/질적 금융완화를 의미

2024년 9월 제외하고
매월 기존 계획보다
JGB 매입 규모가 적었던 특징

**도표 4. 2024년 8월부터 BOJ는 JGB 매입 규모를 축소하기 시작(QT)**

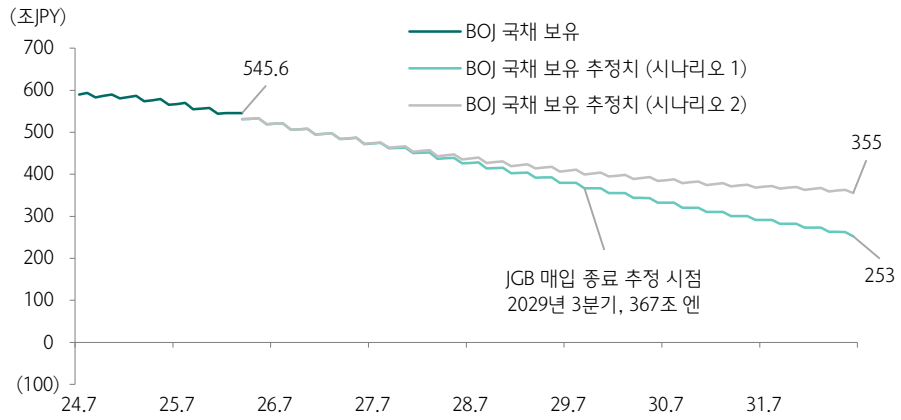



자료: BOJ, 하나증권

**6월 가이드라인 발표에서 시나리오 ①에 가깝게 '점진적 감액 유지'를 선택할 가능성**

**시나리오 ①에 따르면 JGB 매입 종료 시점은 2029년 3분기. BOJ의 JGB 보유액은 367조 엔으로 추정**

**도표 5. 시나리오 별 BOJ 국채 보유 추정치**




자료: BOJ, 하나증권