외환 한눈에 보는 상상인 자산전략

7 월 BOJ Preview: BOJ 가 원하는 엔화 레벨은?

Analyst 최예찬 | 원자재/외환
02-3779-3519
yc.choi@sangsanginib.com

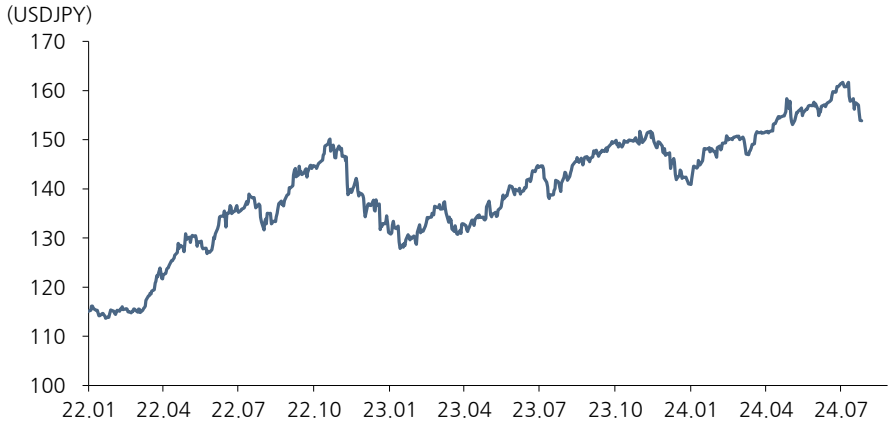
BOJ, 기준금리 동결 및 국채 매입 축소 구체화 전망

7월 31일 예정된 BOJ 금정위에서 기준금리 상단을 0.1%로 동결할 것으로 예상한다. 물가 목표치가 장기간 유지될 것이라는 확신이 아직 부족하기에 정책 효과를 지켜보기 위한 금리 동결이 예상된다. 완화 정책의 가장 큰 부작용이었던 엔저 문제가 상당 폭 해소되는 흐름이 나타나고 있다. 이처럼 금리 인상에 대한 부담이 경감된 점도 금리 동결 결정을 지지한다. 이번 회의에서 국채 매입 축소 규모를 구체화할 것으로 평가된다. 다만 6월 회의에서 이미 예고되었던 바이기에, 금리 인상이 부재하다면 비둘기파적으로 해석될 여지가 있어 보인다. 전반적으로 예상 범위 내에서 비둘기파적 기조가 유지될 회의가 전망된다. 금리 인상 기대감이 반영된 엔달러 환율은 하락 폭을 일부 되돌리는 흐름이 나타날 가능성이 높다.

임금-물가 선순환 구조 개선은 미약

BOJ가 목표로 하는 임금-물가의 선순환 구조를 만들기는 아직 역부족이다. 현재 물가상승률을 반영한 일본의 실질임금은 '22년 4월 이후 마이너스 국면에 고착화되어 있으며 상승 반전의 여지가 불투명하다. 소비자물가는 6월 2.6%로 목표치 2.0%를 상회하고 있으나, 정부 지원금 축소로 인한 공공요금 인상이 주된 원인이 되었다. 즉, BOJ가 목표로 한 수요와 물가의 선순환 구조와는 거리가 멀다는 의미다. 환율 상승에 대한 영향이 수입물가 및 생산자물가 상승으로 파급되었다는 점도 고려해볼 때 현 소비자물가 상승은 공급측에서 주도되고 있는 것으로 판단된다. 이에 따라 실질임금 상승 전환 및 기조적 물가 상승 압력이 확인되는 4분기에야 금리 인상이 가능할 것으로 예상된다. 당사는 10월 금리 인상을 전망한다.

그림 1. 엔달러 환율 추이

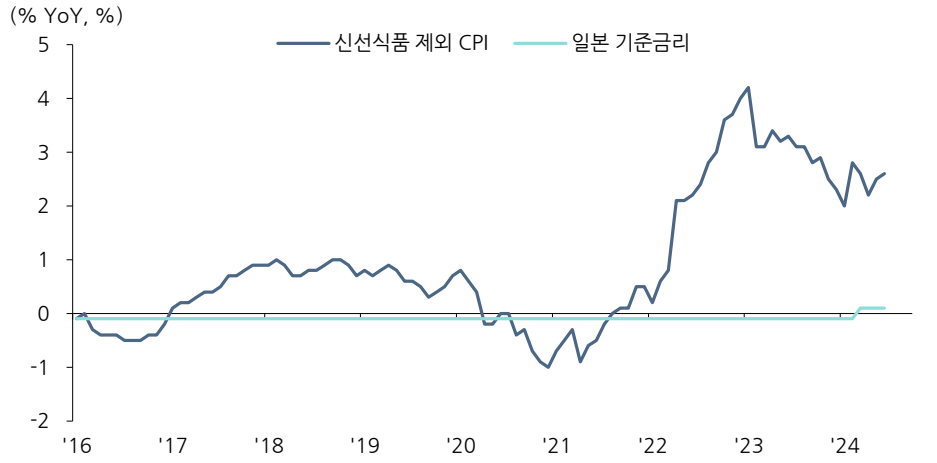


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

QR코드로 간편하게
상상인증권
투자전략팀 채널

근원 물가 상승률이 목표치인 2% 26개월간 상회하였으나 수요측에서의 물가 상방압력 미약. 중장기 물가 목표 유지 판단은 아직 이르기에 신중한 통화정책 결정이 예상됨

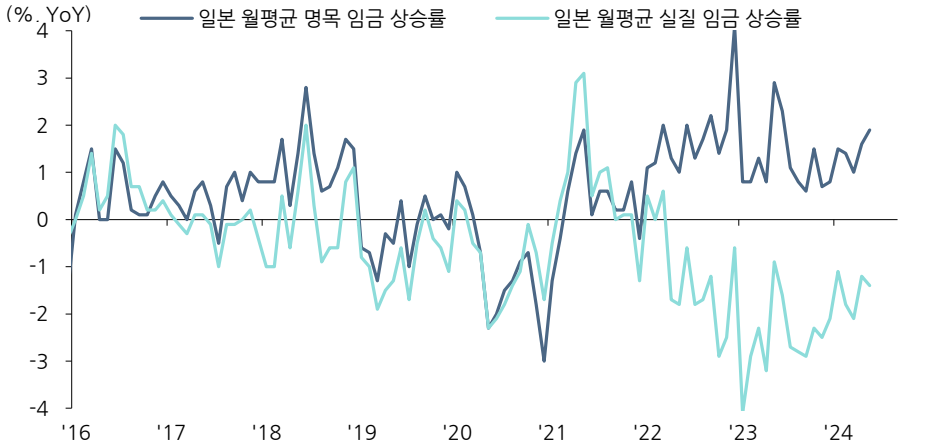
그림 2. 일본 기준금리 및 물가 상승률 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

명목임금 상승률은 개선되는 모습이나, 물가상승률을 반영한 실질 임금은 전년대비 1.4% 역성장. '22년 4월 이후 마이너스 국면이 유지

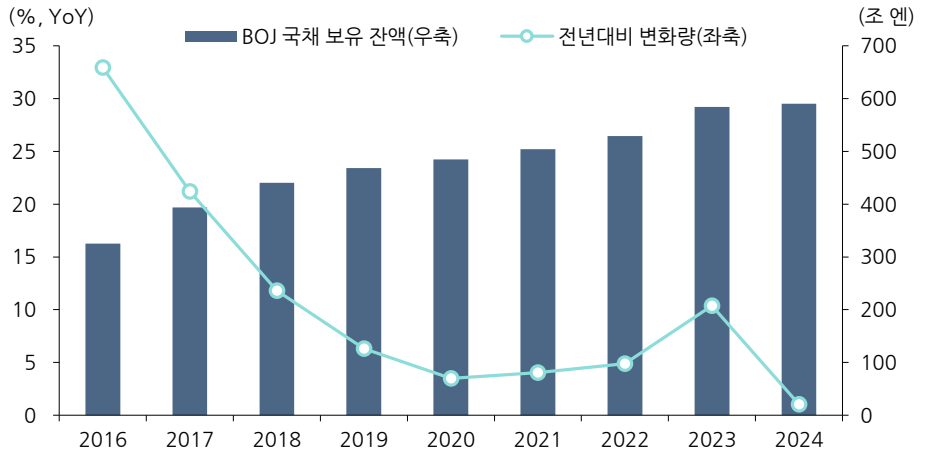
그림 3. 일본 임금 상승률 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

BOJ 국채 매입 규모의 축소는 통화정책 정상화(긴축)로의 방향성을 유지시킬 것

그림 4. BOJ 연평균 국채 보유 잔액 및 전년대비 변화량 추이



자료: BOJ, 상상인증권 리서치센터
주: 2024년은 1~7월 평균 기준

기조적 물가 흐름을 주목해야 할 때

정책금리 인상의 조건, 기조적 물가 상승

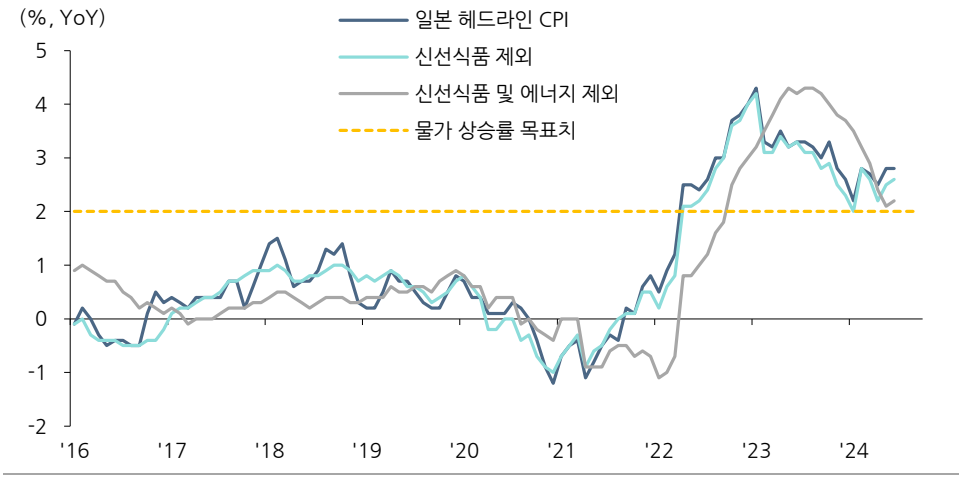
단기 금리 상승의 조건으로 제시한 기조적 물가 상승은 4월 금정위부터 다수 강조되었다. 우에다 총재는 기조적인 물가상승률이 2%를 넘어설 경우 정책금리를 올리고 금융 완화 정도를 조절해 나가겠다고 발언하였다. 현재 일본 내 소비자물가지수는 22년 4월 이후 26개월 간 목표치 2%를 상회하였다. 그럼에도 긴축에 신중한 이유는 물가 상승이 기조적이지 않다고 판단하였기 때문일 것이다. 여기서 기조적 물가 상승은 BOJ가 발표하는 기조적 인플레이션 추세 판단을 위한 세 가지 지표의 2% 목표치 상승을 의미하는 것으로 보인다.

기조적 물가의 상승 확인을 위한 시간이 더 필요

기존 헤드라인 CPI와 신선식품 제외 CPI의 경우 2%대 중반 수준을 유지 중이나, 기조적 물가 현황은 그렇지 못하다. 일시적 교란 요인을 제거하고 기조적 물가 추세를 파악하기 위해 BOJ 통계조사부는 절사평균치, 최빈치, 중앙가중치 CPI를 추가적으로 발표한다. 이중 CPI 품목에서 상승률 상하위 10%를 제거한 절사평균치를 제외하고는 모두 물가목표치인 2%를 하회하고 있다. 6월들어 소폭 반등하는 모습이 나타나고 있으나, 추세 전환 확신을 위한 확인이 필요하다. 금리 인상을 서두를 인상 근거로써 작용하긴 어려울 전망이다.

일본 소비자물가 추세는 목표치 2%를 상회한 추세를 지속 향후 금리 인상에 대한 긍정적 시각

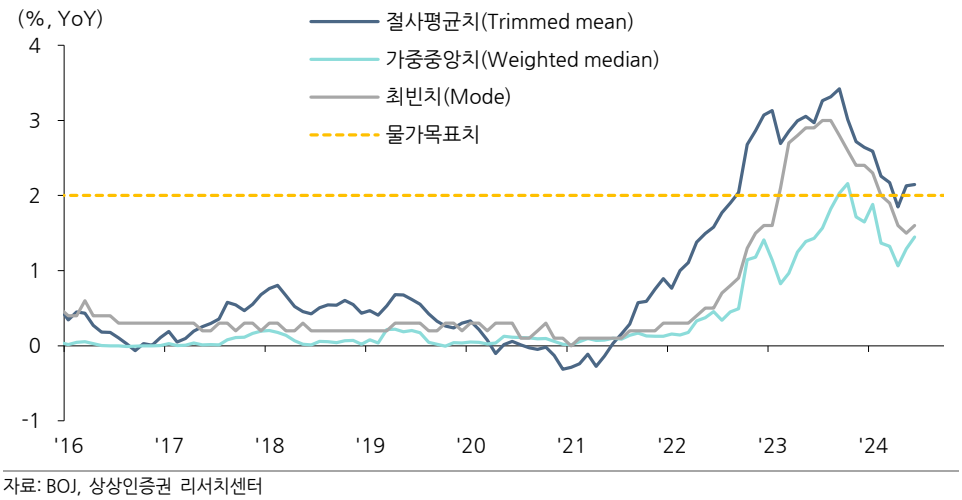
그림 5. 일본 물가상승률 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

다만 기조적 물가 흐름 판단을 위한 지표들이 대부분 2%를 하회. 5월부터 소폭 반등하는 모습이 나타났지만, 추세 확인이 필요

그림 6. BOJ의 기조물가 판단을 위한 물가 지표 추이



자료: BOJ, 상상인증권 리서치센터

BOJ 성장 및 물가 수정 전망, 중장기 물가가 중요

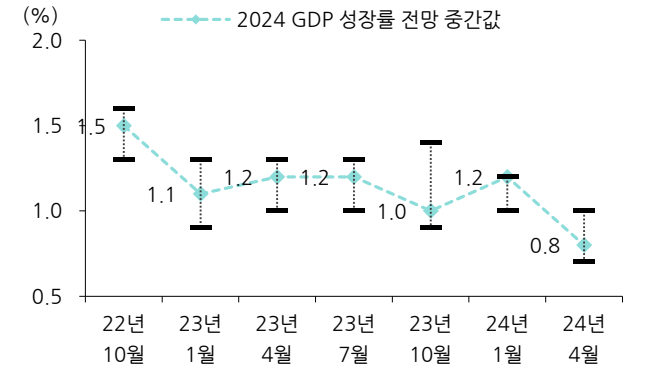
수정 경제 전망, 중장기 물가 상향 조정 어려울 것

이번 금정위에서는 기존(4월) BOJ의 경제 전망에 대한 수정치가 발표된다. 중점이 될 부분은 신선식품제외 소비자물가 상승률의 장기 전망(25,26년)이 목표치인 2.0%를 상회 여부로 귀결된다. 이는 추가 긴축의 명분이 될 중장기적 물가 목표치 도달의 확신을 의미하기 때문이다. 4월 전망 기준, '25년과 '26년 전망 모두 1.9%로 목표치(2.0%)를 하회하고 있다. 7월 수정 전망에서 유의미한 중장기 물가 전망의 개선이 나타나긴 쉽지 않아 보인다. 그 이유는 경제 성장률 전망이 불투명하기 때문이다.

민간소비 위축과 성장 둔화가 뼈아픈 일본

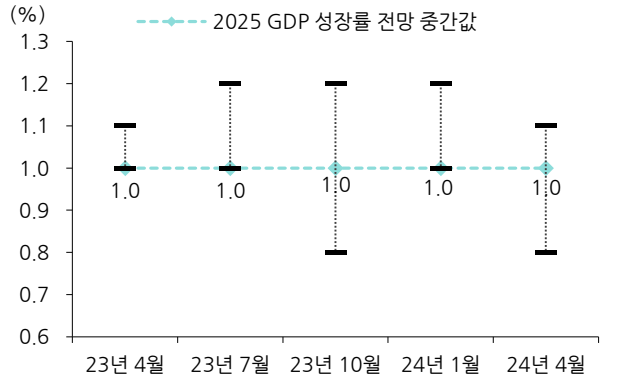
'24년 1분기까지 일본의 성장률이 전분기 대비 연율 -2.9%로 역성장 폭을 키우고 있다. 특히 민간 소비는 4개 분기 연속 감소세를 기록 중이다. 따라서 올해 성장 전망의 경우 하향조정이 불가피해 보인다. 내년과 내후년 전망(4월)은 1.0%로 잠재성장률(0.61%) 수준을 소폭 웃도는 성장을 전망하였으나, 금번 수정 전망에서 개선될 여지가 크지 않다. 즉, 중장기적으로도 수요측 소비자물가 상방압력을 4월 전망보다 긍정적으로 보기는 쉽지 않은 환경이다. 향후 성장에 대한 시각이 잠재성장률 수준에 수렴할 것으로 전망한다. 이에 물가 전망치도 유지되며 금번 금리 동결을 지지할 것으로 판단한다.

그림 7. BOJ 2024년 일본 경제 성장률 전망치 변화 추이



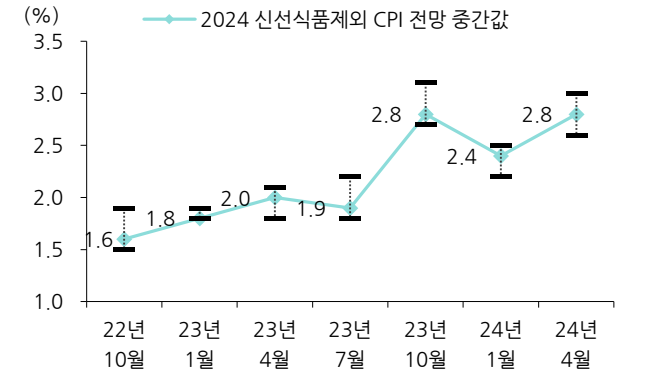
자료: BOJ, 상상인증권 리서치센터

그림 8. BOJ 2025년 일본 경제 성장률 전망치 변화 추이



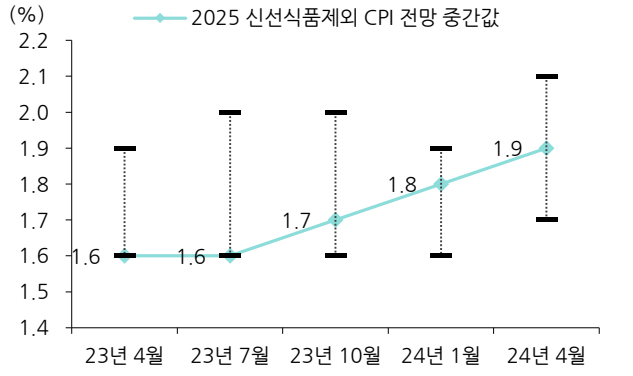
자료: BOJ, 상상인증권 리서치센터

그림 9. BOJ 2024년 일본 근원 물가 전망치 변화 추이



자료: BOJ, 상상인증권 리서치센터

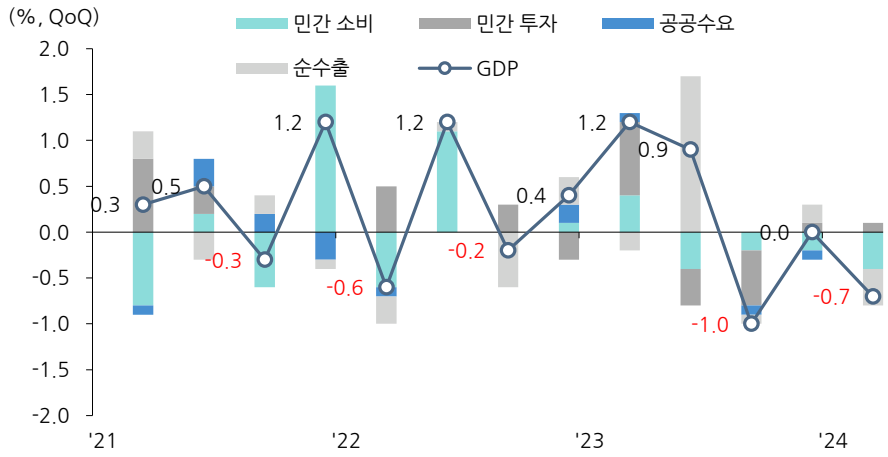
그림 10. BOJ 2025년 일본 근원 물가 전망치 변화 추이



자료: BOJ, 상상인증권 리서치센터

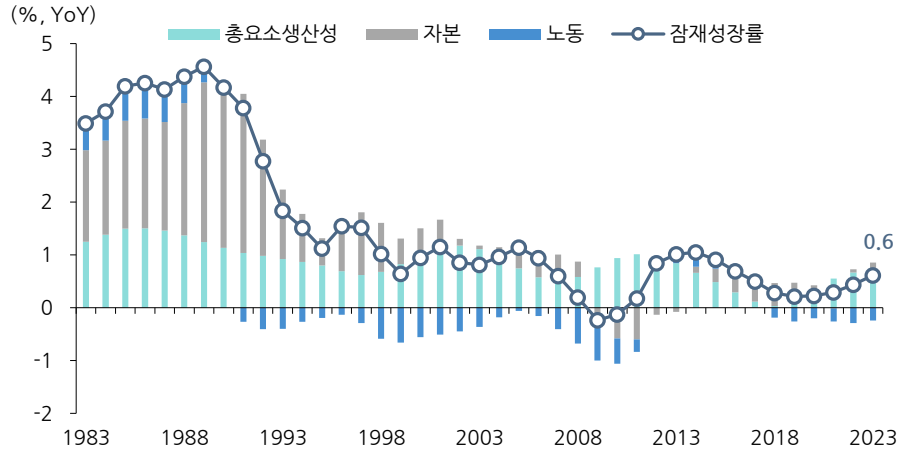
일본 GDP 성장률 QoQ -0.7% 역성장,
민간소비 4개 분기 연속 감소세
중장기 성장 및 물가 전망 개선 어려울 전망

그림 11. 일본 GDP 성장률 및 항목별 기여도 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 12. 일본 잠재성장률



자료: BOJ, 상상인증권 리서치센터

우에다 총재 발언을 통해 유추한 BOJ 선호 엔화 레벨

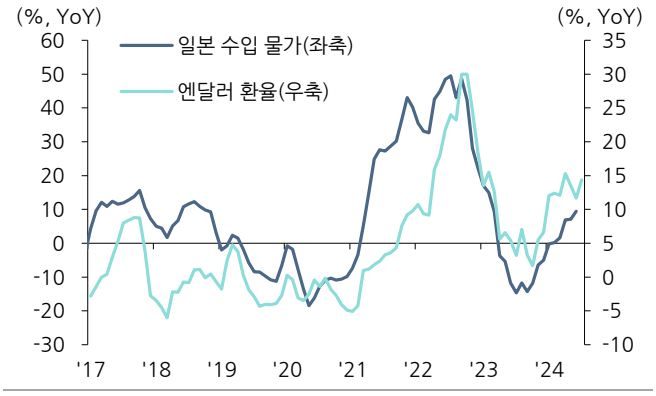
엔화 강세를 원하는 트럼프, 엔고가 불편한 BOJ

트럼프 후보의 약달러를 선호하는 발언으로 엔화 가치는 강세 흐름을 나타내고 있다. 이는 BOJ의 긴축 부담을 줄여주는 요인이다. 다만 BOJ는 트럼프 후보처럼 엔화 급등을 선호하지 않을 것이다. 적정 수준의 엔저는 기업들의 가격 전가와 물가 상방 압력, 나아가 지속적 임금 인상의 명분으로 작용 가능하기 때문이다. 물가-임금의 선순환을 위한 마중물이 될 수 있다는 의미다. 우에다 총재가 강조한 두 가지 물가 상승 힘 중 제 1의 힘인 수입물가 상승을 유지함과 동시에, 제 2의 힘인 임금-소비의 선순환을 기다릴 것으로 보인다.

우에다 총재의 발언을 통해 유추한 BOJ 목표 환율은 150엔 초중반, 상단 160엔 추정

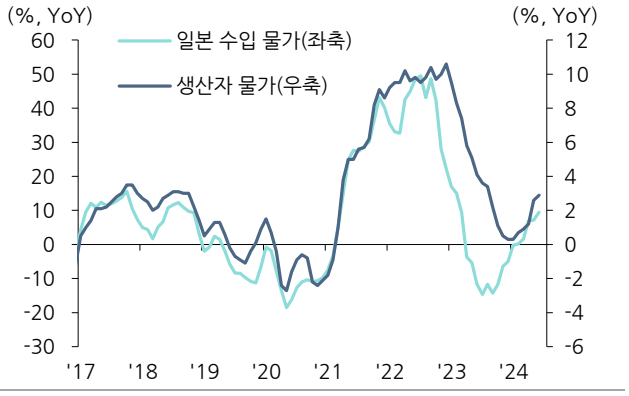
용인 가능한 엔저의 적정 수준 판단은 어렵지만, 우에다 총재의 발언을 통해 유추해 보자면 150엔 초중반 수준으로 파악되며 상단은 160엔으로 추정된다. 2023년 9월부터 7번의 BOJ 금정위는 엔화 레벨에 무관하게 모두 시장 기대보다 비둘기파적인 결정이 이어졌다. 이에 따른 엔달러 환율 급등도 여러 차례 나타났는데, 이는 환율을 타겟으로 통화정책을 운용하지 않을 것임을 시사한다. 실제로 엔저에 대한 부정적 태도는 일본 정부측 입장이며, 우에다 총재는 중립적 발언을 이어왔다. 다만 155엔 이상 레벨에서는 비둘기파적인 발언(환율 상승 요인)들이 중화되는 모습이 나타났고, 160엔 전후 레벨에서는 실제 달러 매도 개입이 나타난 점을 고려할 때 150엔 초중반 수준을 적정 수준으로 판단하며 상단은 160엔이 될 것으로 예상한다

그림 13. 엔달러 환율 상승은 수입물가를 상승을 견인



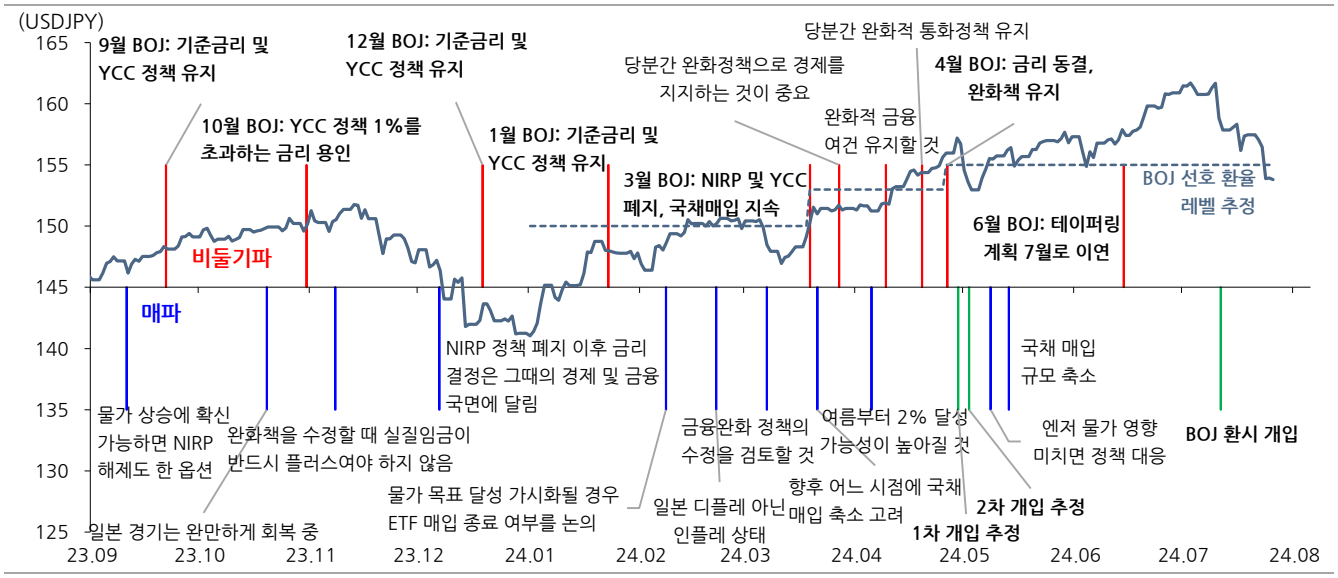
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 14. 수입물가 상방 압력은 생산자물가의 상승으로 이어짐



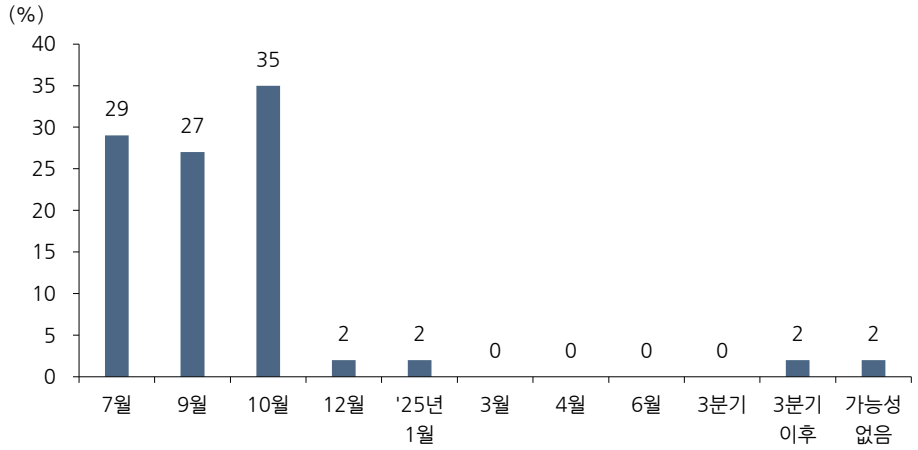
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 15. 우에다 총재 발언 & 환시 개입 시점과 엔달러 환율



자료: Bloomberg, 언론보도 종합, 상상인증권 리서치센터

그림 16. Bloomberg BOJ 정책 금리 인상 시점 서베이(7월17~22일)



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최예찬)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.