BoJ와 BoK가 다른 이유

- 12월 BoJ 인상은 통화완화 강도 조절, 한국은 중립 수준 부합 상태
- 엇갈린 잠재 성장률 추이, 한일 통화정책 방향성이 같을 수 없는 이유
- 기준금리 대비 50bp 확대된 국고 3년 레벨은 가격 매력 존재 영역

채권 Note

2025. 12. 24

한일 확장 재정 기조는 같아도, 통화정책 방향까지 같을 수 없다

일본 중앙은행은 19일 통화정책회의에서 만장일치로 기준금리 25bp 인상을 결정했다. 대미 관세 불확실성 완화 속 물가 상승률이 높아진 것에 대한 대응이다. 총재는 기자회견에서 0.75%의 기준금리 수준은 중립금리 하한과 거리가 있다고 밝히며 추가 금리 인상 여력이 존재함을 시사했다. 다만 경제 및 물가 데이터를 면밀하게 살펴보며 향후 움직임을 신중하게 결정하겠다는 뜻도 덧붙였다. 예상됐던 금리 인상으로 엔화는 제한된 움직임을 보이다 기자회견 직후 약세폭을 확대했다.

다카이치 총리 당선 이후 12월 BoJ 회의까지 국내 채권시장은 일본 채권시장 흐름에 주목했다. 특히 다카이치 총리의 추경 예산안이 공개된 11월말부터 살펴보면 장기 국고채 금리는 미국보다 일본 장기채 금리에 보다 연동하는 흐름이 확인된다. 일본 정부의 확장 재정 기조 전환이 현재 한국 정부의 움직임과 비슷한 점이 있기 때문이다. 약 18.3조엔의 일본 추경안은 명목 GDP 대비 3%에 달하는 대규모 확장 지출안이다. 지난 6월 출범한 이재명 정부는 30.5조원의 추경을 시행했고, 내년 예산안은 올해 추경 포함 예산안 대비 24.6조원을 늘렸다. 현 정부의 추가 지출 규모는 명목 GDP 대비 2.2%에 달한다. 경제 성장에 관해 정부가 주도권을 쥐고 있다는 점에서 일본과 한국은 유사한 모습이다.

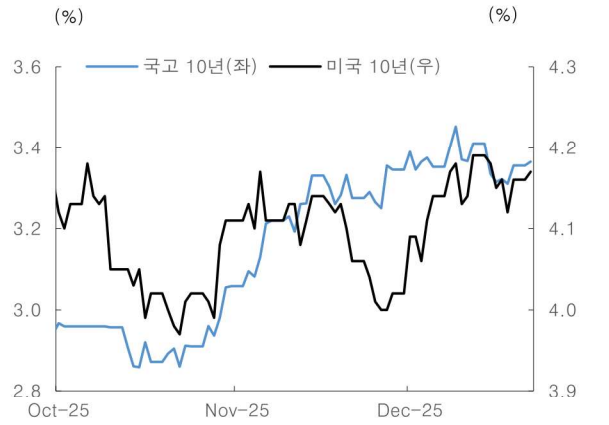
정부의 확장 재정 기조 속 향후 물가 상승 우려가 부각되는 점도 비슷하다. 한국은 민생지원금 지급 등으로 M1 통화량 증가율이 상승했고, M2 통화량 증가율도 재반등했다. 일본의 M1 통화량 증가율은 올해 4월부터 마이너스지만, 향후 보조금 지급 등으로 반등할 가능성이 높다. 정부의 확장 지출이 빠르게 집행될 경우 M1 통화량이 먼저 늘어나고, 그 다음 M2 통화량 증가가 나타난다. M2 통화량 증가는 추세적 인플레이션 상승을 견인하는 요인이다. 이번 BoJ 기준금리 인상 요인에도 정부 지출 증대에 의한 물가 상승 우려가 포함됐을 공산이 크다.

경제 성장은 정부가 주도하고, 향후 물가 안정 위해 중앙은행은 통화긴축 기조를 보인다는 것이 이번 일본의 행보라고 요약할 수 있다. 이러한 움직임이 한국에서도 펼쳐질 수 있다는 우려가 11월말 이후 한일 채권금리 연관성을 높인 요인으로 판단한다. 다만 한국과 일본의 펀더멘탈 흐름이 다르기 때문에 한국은행이 일본은행처럼 기준금리 인상을 가져가긴 어렵다. 그렇기 때문에 일본 국채 금리 상승 흐름에 국고채 금리가 연동될 필요가 없다는 시각이다.

안재균
jkahn@koreainvestment.com

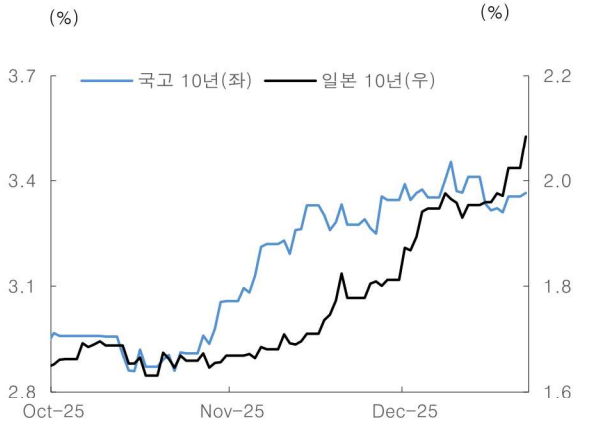
한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

[그림 1] 국고 10년 및 미국 국채 10년 금리



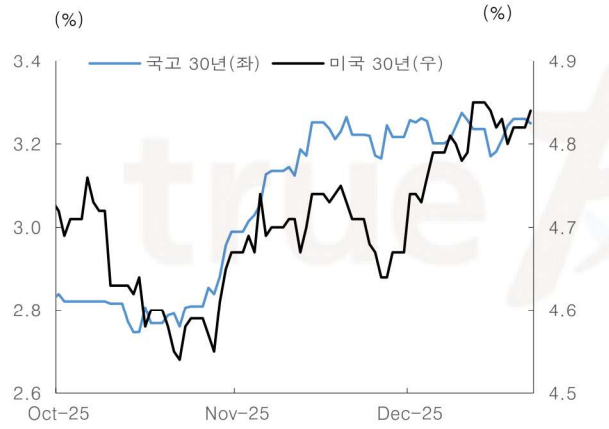
자료: 인포맥스, 한국투자증권

[그림 2] 국고 30년 및 일본 국채 10년 금리



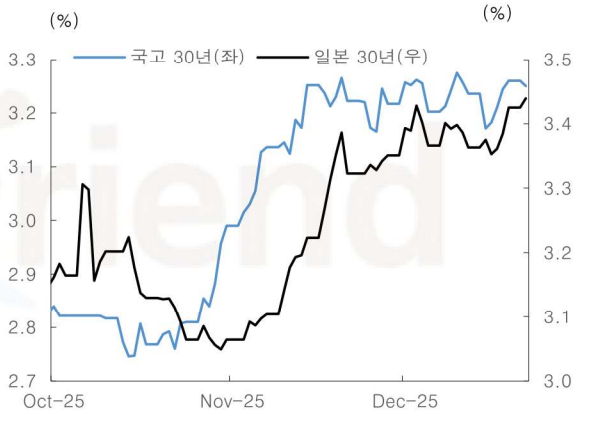
자료: 인포맥스, 한국투자증권

[그림 3] 국고 30년 및 미국 국채 30년 금리



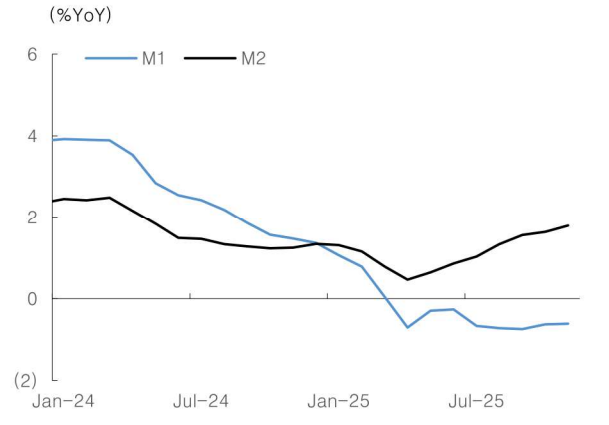
자료: 인포맥스, 한국투자증권

[그림 4] 국고 30년 및 일본 국채 30년 금리



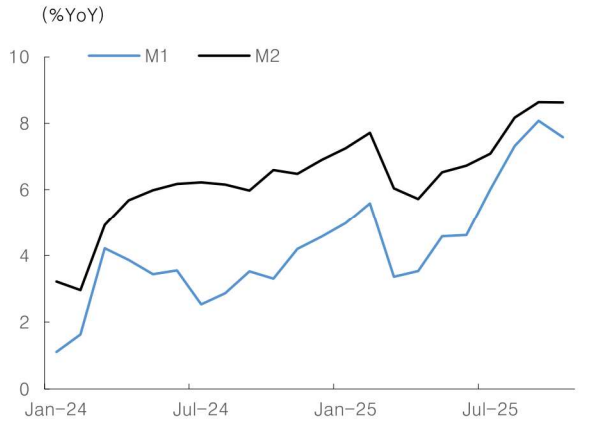
자료: 인포맥스, 한국투자증권

[그림 5] 일본 M1 및 M2 통화량 증가율



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 6] 한국 M1 및 M2 통화량 증가율



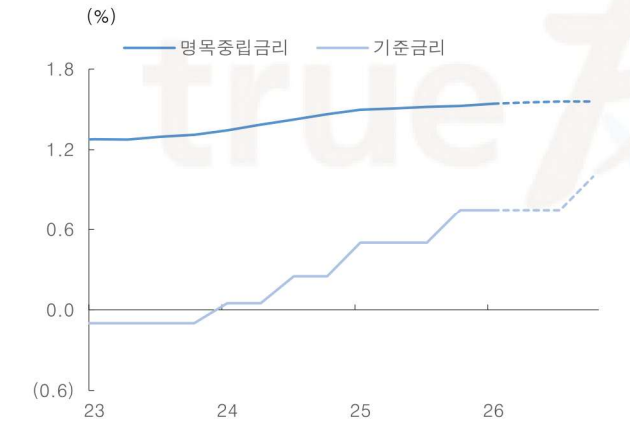
자료: CEIC, 한국투자증권

엇갈린 한일 잠재 성장률 추이, 통화정책 방향성을 다르게 하는 요인

현재 0.75%인 일본 기준금리는 여전히 중립 수준을 하회한다. 당사 추정 일본 실질중립금리(r*) 수준은 -0.47%이며, 물가 목표치 2%를 가산하면 1.5% 내외로 명목중립금리를 계산할 수 있다. 이번 인상에도 일본 통화정책은 완화 상태에 있으며, 향후 성장 및 물가 경로에 따라 추가 금리 인상에 나설 수 있는 환경이다. 반면 2.50%의 한국 기준금리는 중립 수준 상단에 부합한다. 일본과 달리 한국의 통화정책은 중립 상태에 있다고 판단할 수 있다.

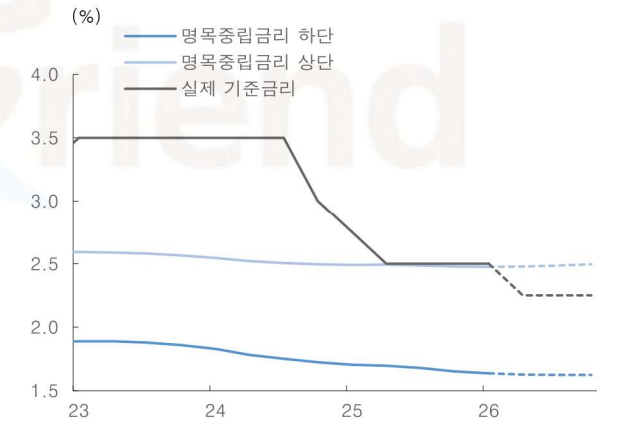
[그림 9]에서처럼 일본과 한국의 잠재 성장률 흐름이 다르다. 2023년 0.46%이었던 일본 잠재 성장률은 올해 3분기 기준 0.64%로 상승한 것으로 추정되며, 2026년말까지 0.67%로 추가 상승 경로가 예상된다. 2023년 2.05%였던 한국 잠재 성장률은 올해 3분기 기준 1.66%으로 낮아졌고, 2026년 1분기 1.64%까지 추가 하락이 전망된다. 엇갈린 한일 잠재 성장률 추이 속 향후 통화정책 운영이 다르게 전개될 가능성이 존재한다. 이번 일본은행의 기준금리 인상은 통화완화 강도 조절 성격이 보다 강하다고 판단한다. 통화완화 상태에 있지 않은 한국이 이러한 움직임에 동참할 필요성은 없다는 시각이다.

[그림 7] 일본 기준금리는 여전히 중립 수준 하회



주: 명목중립금리 = 실질중립금리(r*) + 물가 목표치 2%
자료: 한국투자증권 추정

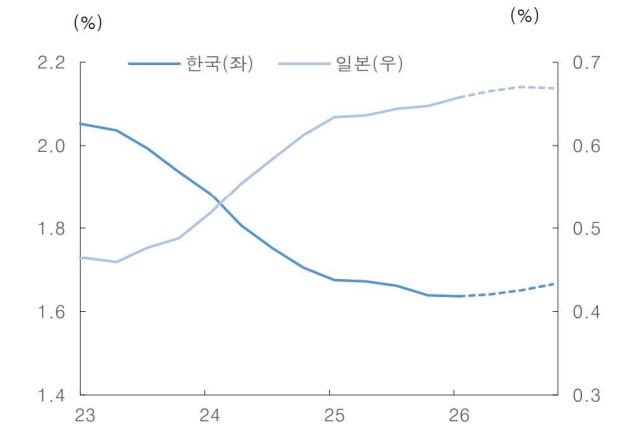
[그림 8] 한국 기준금리는 중립 수준 상단 부합



주: 명목중립금리 = 실질중립금리(r*) + 물가 목표치 2%
자료: 한국투자증권 추정

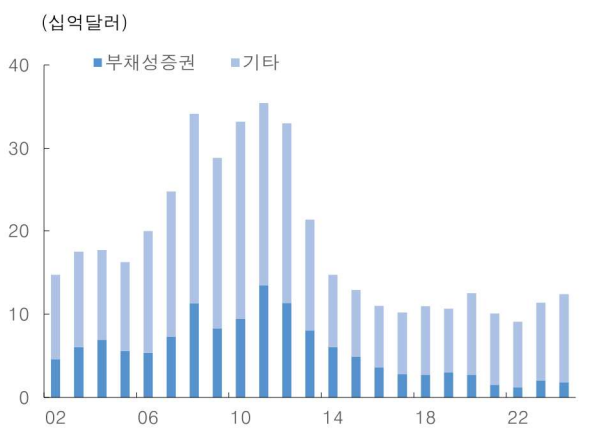
일본의 기준금리 인상에 대한 또다른 우려 시각은 엔화 투자자들의 이탈 여부일 것이다. 국고채 포함 해외 투자에 나섰던 엔화 투자자들이 BoJ의 기준금리 인상으로 다시 자국으로 복귀한다는 예상에서 비롯된다. 다만 12월 금리 인상에도 엔화 강세는 전개되지 않았다. 추가적으로 한국의 총 대외부채 내 엔화 비중이 낮아진 점도 고려해야 한다. 2008~12년 연평균 329억달러였던 엔화 표시 부채는 현재 124억달러로 낮아졌다. 전체 부채성증권 내에서도 엔화 조달 비중은 0.5% 미만이다. 예상과 달리 한국에 투자된 엔화가 본국으로 귀환하더라도 과거보다 적은 규모의 자금 이탈이 발생한다는 뜻이다. BoJ의 기준금리 인상이 예상보다 앞당겨진 것은 사실이지만 시장의 우려도 과도했다는 판단이다.

[그림 9] 잠재 성장률 추이: 일본 ↑ vs. 한국 ↓



자료: 한국투자증권 추정

[그림 10] 한국 대외금융부채 내 엔화 규모



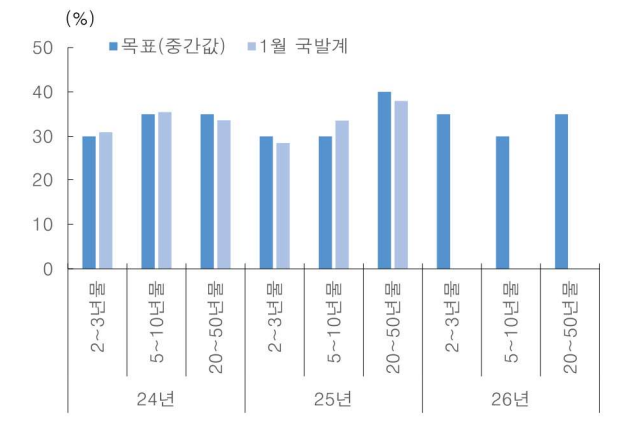
자료: 한국은행, 한국투자증권

연말까지 중단기 국고채의 상대적 강세 가능 구간으로 판단

한국은행의 통화정책 전망 변화를 시작으로 FOMC와 BoJ 등 대외 통화정책 흐름까지 소화됐다. 그 과정에서 한국은행의 기준금리 인상까지 우려하는 시각이 부각됐지만, 현재의 펀더멘탈 전망 경로 상 금리 인상을 판단하긴 이르다. 빠르면 2026년 2월, 늦어도 5월 수정경제전망에서의 한은 경기 판단 변화가 금리 인상 여부를 판단해 줄 전망이다. 2026년 성장과 물가 전망치가 상향 조정되어 금리 인하 명분은 약화됐지만, 금리 인상까지 걱정할 단계도 아니다. 국고 3년이 기준금리 대비 40bp 이상 확대된 수준은 가격 매력이 존재하는 구간으로 판단한다.

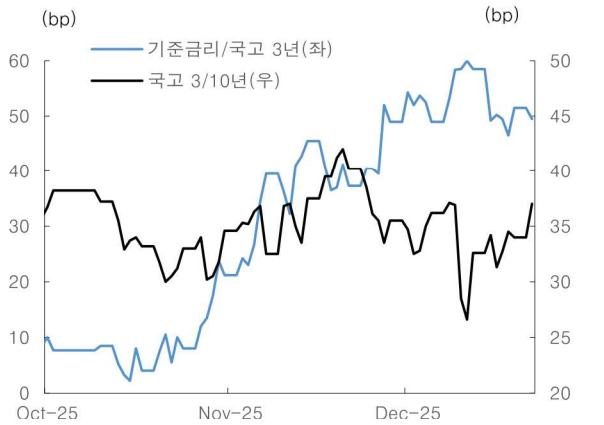
단기적으로는 중단기 국고채의 상대적 강세가 가능할 것으로 예상한다. 10년 이상 장기채의 경우 내년 1월 및 연간 발행계획 내 장기물 비중 확인이 필요하다. 지난 2년간 1월 발행계획 내 만기별 비중을 살펴보면 연간 목표 대비 초장기채 비중이 낮게 제시된 바 있다. 올해도 비슷한 상황이 전개될 경우 플래트닝 시도가 나타날 여지가 생길 수 있다. 40bp 가까이 확대된 국고 3/10년 스프레드는 국고채 발행계획 확인 후 35bp 이하 축소세 시도를 예상한다.

[그림 11] 1월 및 연간 발행계획 내 장기물 비중 확인 필요



자료: 기획재정부, 한국투자증권

[그림 12] 중단기 국고채 상대적 강세 가능 구간



자료: 인포맥스, 한국투자증권

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.