IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

IBKS Economy Monitor

Focus on Week: 2026년 1분기 체크포인트 II ➡ 미 연준과 일본은행 통화정책

올해는 미국 연준과 일본은행의 행보를 주목해서 볼 필요 ➡ 원화 환율과 연동되어 있고 우리 수출과 연동된 경기 흐름에 영향을 미칠 뿐 아니라 우리가 투자하는 글로벌 금융시장에 중요한 영향을 미치는 변수

지난 2025년만큼 올해 대외환경 역시 불확실성이 높을 것으로 보인다. 연초부터 베네수엘라 사태를 시작으로 지정학적 긴장이 높아지는 모습이고 트럼프 관세 조치에 대한 연방대법원의 판결은 관세 관련 불확실성을 다시 자극할 수도 있다. 또한 우리나라처럼 일본이나 미국 등도 주요 선거를 앞두고 있는 만큼 정치적 변수도 체크해야 할 변수다. 검토해야할 여러 변수들이 나열되지만 우선 살펴볼 필요가 있는 것은 우리 경제와 연동된 주요 중앙은행들의 통화정책 결정에 대한 부분이다. 특히 올해는 미국 연준과 일본은행의 행보를 주목해서 볼 필요가 있다. 지금 가장 예민하게 주시하고 있는 변수인 우리나라 원화 환율의 움직임과 연동되어 있고 우리나라 수출과 연동된 경기 흐름에 영향을 미칠 뿐 아니라 우리가 투자하는 글로벌 금융시장에 중요한 영향을 미치는 변수들이기 때문이다.

미국과 일본 두 중앙은행은 2024년 이후 금리인하와 금리인상 기조라는 상반된 행보 중에 있지만 두 중앙은행 모두 올해는 지난해보다 훨씬 신중한 통화정책 행보를 보일 전망이다. 금리 조정은 1번 (많아야 2번) 정도로 제한될 가능성이 높아 보인다. 하지만 이런 행보에 대한 금융시장 참여자 및 이해관계자들의 갑론을박은 더 심해질 가능성이 높다. 즉, 정책 결정과 관련한 불확실성은 높아질 것으로 보고 있다.

먼저 일본은행의 행보를 살펴보면, 현재 시장 분위기는 향후 1~3회 인상을 기대하는 쪽으로 모아지고 있다. 금리 인상이 지난해 12월에 마무리되는 것이 아니라 추가 금리 인상을 통해 1% 대의 일본은행 기준금리를 염두에 두고 있는 모습이다. 우리는 추가로 1번 정도 더 올려서 상징적으로 1%대 금리를 기록할 수 있겠지만 그 이상의 금리 인상은 어려울 것으로 판단한다. 이유는 일본 경제와 정부가 추가적인 금리 인상 부담을 견디기 어려울 것으로 보이고 이 부담이 결국 일본은행의 발목을 잡을 것으로 보기 때문이다.

우선 일본 경제는 둔화되고 있다. 지난해 3분기 일본 경제성장률은 마이너스로 하락하기도 했다. 경기 둔화의 이유가 관세 부담 여파로 순수출 기여도가 마이너스로 전환된 것이나 최근 크게 확대되고 있는 중국과의 마찰 등 수출 부문에 주로 초점이 맞춰지지만 우리가 주목하는 것은 투자가 급격하게 위축되고 있다는 점이다. 건설투자와 설비투자 모두 큰 폭으로 기여도가 하락했다. 특히 반도체와 자동차 투자감소가 두드러진다. 관세 영향에 따른 수출 부담도 있었겠지만 아무래도 미국과의 관세 협상을 통해 나타났듯이 향후 주요 산업의 투자가 미국에서 이루어질 수 밖에 없는 상황이 영향을 미치고 있는 것으로 볼 수 있다.

Economist
정 용 택
02) 6915-5701
ytjeong0815@ibks.com

김 예 슬
02)6915-5526
chchu93@ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

일본은행, 추가로 1번 정도 더 올려서 상징적으로 1%대 금리를 기록할 수 있겠지만 그 이상의 금리 인상은 어려울 것으로 판단 ➡ 엔화 약세 흐름이 쉽게 진정되지 못할 것으로 판단

투자를 주목하는 것은 경제의 선행 지표 역할을 하기 때문이다. 일본 소비는 미지근한 상황이다. 명목임금 상승률은 높지만 실질임금 상승률이 부진해 실질적인 소비여력 증가가 없기 때문이다. 이런 상황에서 투자부진은 노동시장에 부담으로 작용해서 소비 활력을 더 떨어뜨리는 역할을 할 가능성이 있다. 이를 반영해 일본 경제성장률에 대한 전망 컨센서스는 2025년 1.3%에서 2026년 0.7%로 하락했다. 일본은행 금리 인상은 명목소득과 실질소득의 큰 차이의 원인인 물가를 잡기 위한 명분이지만 투자나 소비 주체들이 증가하는 부담을 견딜 수 있는지가 관건일 것이다.

향후 투자에 대한 우려는 일본 정부의 경기부양 의지에 기름을 붓는 역할을 하고 있다. 애초부터 이번 다카이치 내각은 예전 '아베노믹스'를 추종하는 적극적인 재정정책 노선을 천명하고 있는데 지난해 3분기 GDP 부진을 계기로 코로나 팬데믹 이후 최대 규모인 18조 3천억 엔 규모의 추경안을 제출했고 투자활성화를 위한 대대적인 감세 정책을 발표했다. 문제는 이미 일본정부는 일본 GDP의 180% 수준의 부채를 짊어지고 있고 GDP 대비 -4.6%의 재정적자를 기록하고 있다는 점이다. 지금 일본은행의 정책은 다카이치 정부의 확장 기조와는 손발이 맞지 않고 정부 부담을 지우는 정책일 수 밖에 없다. 높아진 금리만큼 정부의 부담은 커지고 정책의 구축효과도 커질 수 밖에 없다. 따라서 실제 일본 정부의 재정정책이 시행되고 시간이 지나며 일본 정부의 부담이 커질수록 그만큼 일본은행 통화정책에 대한 압박도 그만큼 커질 가능성이 높다.

최근 일본은행의 금리 인상 기조와 이로 인한 일본 시장금리의 상승으로 미국과 일본의 금리차는 크게 줄어들고 있음에도 불구하고 일본 엔화 가치가 절상되기보다는 절하되고 있는 상황은 일본은행과 일본 정부의 정책 엇박자를 반영하고 있는 것으로 볼 수 있다. 일본은행은 추가적인 금리 인상을 통해 엔화 약세가 잡힐 것으로 기대하는 분위기지만 정부의 재정확대가 지속된다면 지금의 엔화 약세가 바뀌기는 어렵고 오히려 수입 물가를 지극해 국내 인플레를 낮추려는 시도도 방해 받을 가능성이 높다. 일본 정부가 정책을 바꿀 가능성보다는 일본은행이 정부 기조에 발을 맞출 가능성이 더 높다는 판단이다. 이런 일본은행의 행보는 엔화 약세 흐름이 쉽게 진정되지 못하고 오히려 더 강화되는 결과로 이어질 가능성이 높음을 의미한다. 그리고 이런 일본 엔화의 행보는 최근 흐름에서 볼 수 있듯 우리나라 원화에도 당연히 영향을 미칠 수 밖에 없다.

연준 금리 결정에 대한 압박 심해졌지만 불확실성은 여전히 큰 모습 ➡ 연준의 경제전망은 통화정책 측면에서 보면 향후 정책을 결정하기 상당히 어려운 전망치 ➡ 쉽게 조정되지 않는 GDP gap, 성장과 고용의 괴리

다음으로 미 연준 행보에 대한 판단이다. 올해 연준 통화정책에 대한 불확실성은 더 높아진 모습이다. 미 법무부가 연준 의장에 대해 의회에서 허위증언을 했다는 혐의로 수사에 착수한 것은 연준 금리 결정(또는 금리 인하)에 대한 압박이 그만큼 더 높아졌다는 점을 시사한다. 파월 현 의장의 임기가 얼마 남지 않았고 새로운 의장이 곧 결정될 것임에도 불구하고 이런 압박을 가하는 것은 의장에서 물러난 이후에도 파월 의장은 여전히 연

준 이사로 의결권을 행사하는 만큼 이를 봉쇄하려는 목적으로 보이지만 의도대로 될지는 미지수다. 경제지표들 역시 연이은 금리 인하를 단언하기 어렵게 하고 있다. 고용지표는 둔화된 것으로 나오고 있지만 급격한 악화는 아니고 여전히 셧다운 영향도 반영되어 있고 소비자물가지표는 시장 기대치 내에서 완만한 상승세 유지했으나 주거비 등의 오름세 확대되며 연준에 인플레이션 안정에 대한 확신을 주기는 부족했기 때문이다.

현재 연준 금리에 대한 시장 기대치를 보면, 이번 1월 FOMC에서 금리 동결을 예상하는 의견이 많지만 1분기 중에는 금리 인하가 단행될 것이라는 의견이 지배적이다. 올해 연간으로 보면 선물시장에 반영된 올 연말 연준기준금리는 3.0~3.1% 수준으로 연간 2회(또는 3회) 정도 인하를 반영하고 있고 주요 IB들의 전망은 3.25%로 2회정도의 금리 인하를 전망하고 있다. 하지만 우리가 보기에 미 연준 금리 인하는 시장에서 기대하는 것보다 덜 이루어질 가능성이 높아 보인다. 이번 1분기 중 또는 2분기 초반에 1번 정도 추가 금리 인하가 있을 가능성은 높지만 이후 연준 금리는 동결을 유지할 것으로 보이고 올해 연말 연준 금리는 3.5% 수준을 예상하고 있다. 이렇게 보는 이유는 통화 정책을 결정하는 미 연준이 시장의 기대보다는 매파적인 시각을 가지고 있다고 보기 때문이며 연준의 이런 시각은 지난해 12월 FOMC를 통해 발표된 수정 경제전망과 점도표를 통해 확인해 볼 수 있다.

먼저 미국 경제에 대한 전망이 상당히 낙관적이다. 지난해 12월 발표된 수정 경제전망에서 가장 눈에 띄는 것은 2026년 미 경제성장률 전망치가 9월 대비 0.5%pt나 상향 조정된 2.3%로 제시된 것이다. 2025년과 2027년 성장률 전망치도 각각 0.1%pt씩 상향 조정되었다. 2025년과 2026년 실업률 전망치는 유지된 반면 물가전망치는 하향 조정되었다. 경기 흐름으로 보면 상당히 긍정적인 전망으로 보여진다. 하지만 통화정책 측면에서 보면 향후 정책을 결정하기 상당히 어려운 전망치다. 우선 성장률 자체가 계속 높게 유지되고 있다는 것은 인플레이션 압력이 지속되고 있고 지금의 높은 물가가 쉽게 목표치로 조정되기 어려움을 의미한다. 대표적으로 실제 GDP와 잠재GDP의 차이인 GDP gap을 통화정책의 명분으로 자주 인용하는데 이는 이 GDP gap이 그 경제의 본질적인 수요 인플레 압력을 보여준다고 보기 때문이다. 성장률이 상향 조정됨으로써 GDP gap은 하향 조정되기 보다는 상향 조정되고 이는 인플레 압력이 조정되기보다 상승할 수 있고 통화당국 입장에서는 금리인하 명분이 약화됨을 의미한다. 또 하나 주목할 필요가 있는 것은 경제성장률이 크게 상승했음에도 불구하고 실업률은 하향조정되지 않았고 물가전망치는 하향 조정되었다는 점이다. 통상적으로 보면 성장률이 상향 조정되면 실업률은 하향조정되고 물가는 같이 상향 조정되는 것이 자연스럽다. 이런 이례적인 조정은 팬데믹 이후 미국 경제의 구조 변화를 반영한다. 이전 자료(12월 5일 IBKS Econ Monitor '아직 뜨거운 미국 주식시장과 식어가는 미국 소비, 무엇이 변했나?' 참조)에서 언급했던 것처럼 미국 경제는 노동보다는 자본 투입이 주도하는 경제성장이 가속화 됨으로써 소득을 분배하는 과정에서 자본의 분배 비중이 늘고 노동의 분배 소득은 상대적으로 적어지게 되었고 이로 인해 부가가치의 합(GDP)과 소비 및 노동시장과의 관계도 과거와는 다르게 틀어지게 되었다. 경제 성장률이 높고 주식시장은 최고치를 경신 하지만 소비는 신중해지고 고용시장은 위축되는 흐름인 것이다.

연준 통화정책 더 신중해질 것으로 판단 ➡ 신중해진 결정에 시장금리 어떻게 반응하는가?도 중요 ➡ 경기와 금융시장 모두 점점 더 금리에 민감해지는 상황

이런 상황에서 통화당국은 어디에 초점을 맞춰야 할까? 단순히 부진한 고용에만 집중할 수도 없고 경제성장률은 여러 현금 흐름과 맞물려 인플레에 영향을 주는 만큼 이를 도외시 할 수도 없을 것이다. 미 경제 구조 변화가 통화정책 경로에 대한 불확실성을 키우는 요인으로 작용하고 있는 것이다.

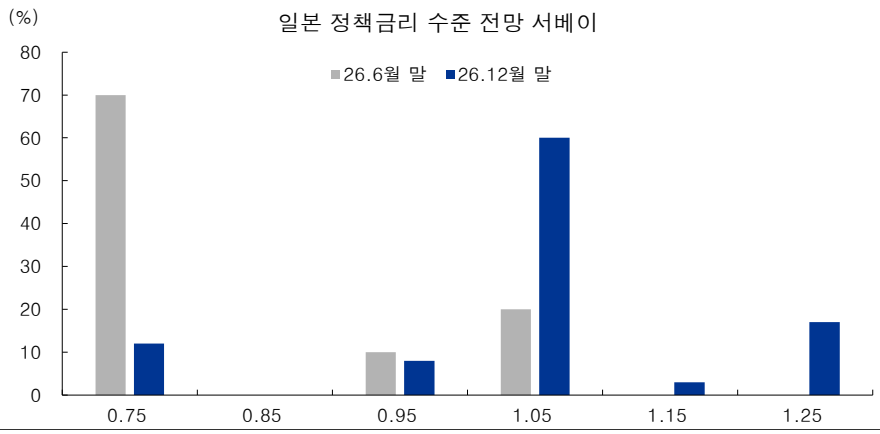
이런 경제 전망치를 반영해 통화정책에 대한 연준 위원들의 시선은 더 신중해지는 모습이다. 지난해 12월 금리 인하가 단행되었지만 동결을 주장하는 의견도 1/3은 있는 것으로 나타났다. 2026년 말 전망 역시 19명의 위원 중 7명은 금리인하가 불필요하다는 의견을 제시하고 있고 3% 이하를 주장하는 위원수는 크게 줄었다. 그리고 또 하나 주목해봐야 할 것은 금리 인하가 지속되고 있음에도 불구하고 미국 시장금리(장기국채금리)는 하방 경직성을 보이고 있다는 점이다. 여러 의견이 분분하지만 앞서 높은 성장률 지속에서 언급한 것처럼 인플레이션 압력에 대한 우려가 여전히 크다는 점이 반영되고 있으며 투자자들이 금리인하 기대를 점점 더 낮춰가고 있기 때문으로 볼 수 있다.

올해 연준 금리 인하가 완만하고 신중해질 때 시장 금리가 어떻게 반응하는 지도 주목해서 볼 필요가 있는 변수다. 이번 경기 사이클에서 미국 경기는 소비 보다는 투자가 이끌고 있고 자본의 투입이 편중되게 작동함으로써 경제주체간 그리고 산업간 양극화가 심화되고 있는 상황에서는 금리에 대한 민감도가 높을 수 밖에 없다. 금융시장 역시 마찬가지로 대규모 유동성에 기반한 랠리가 장기화 되며 자산 가격에 대한 부담이 크게 늘어난 상황 역시 금리에 대한 민감도가 높을 수 밖에 없는 상황이다. 올해 연준의 금리 결정과 이에 반응하는 시장 금리의 반응을 주목할 수 밖에 없는 이유다.

그림 1. 2024년 이후 가파른 금리 인상 기조 지속중인 일본은행과 이를 반영한 시장금리 상승, 올해도 이 기울기가 이어질까?

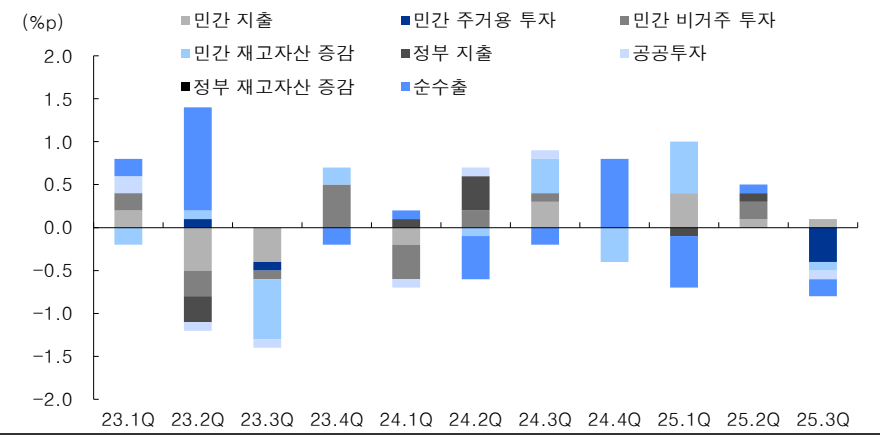
자료: Bloomberg, BoJ, IBK투자증권

그림 2. 일본 금융시장 참여자들은 1번 이상의 추가 금리 인상을 전망하는 분위기



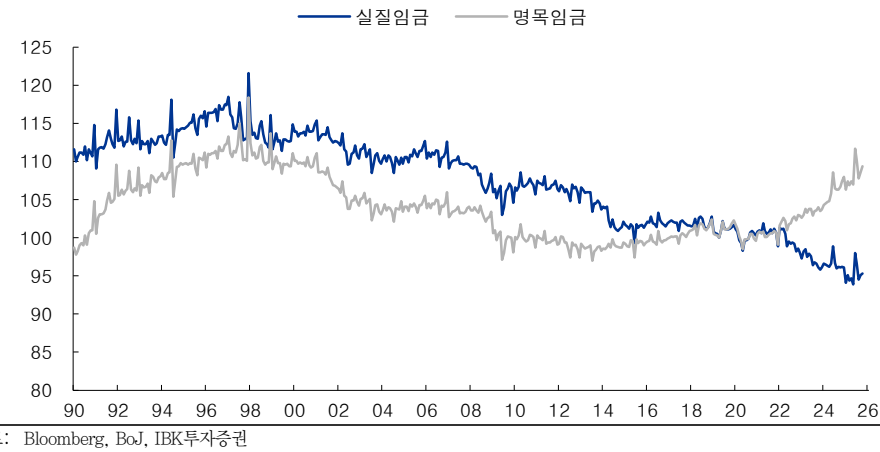
자료: Bloomberg, 일본경제연구센터, IBK투자증권

그림 3. 일본 경제는 지난해 중반 이후 둔화되는 흐름. 순수출 기여도 하락에 주로 초점을 맞추지만 우리가 주목하는 것은 투자가 급격하게 위축되고 있다는 점



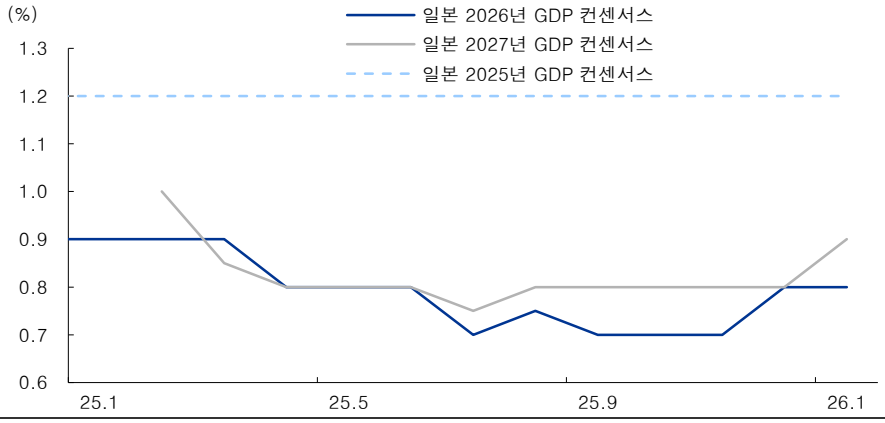
자료: Bloomberg, BoJ, IBK투자증권

그림 4. 실질임금 상승률이 부진해 소비경기는 미지근한 상황



자료: Bloomberg, BoJ, IBK투자증권

그림 5. 부진한 투자와 소비 반영해 일본 경제성장률에 대한 전망 컨센서스는 2025년 1.2%에서 2026년 0.8%로 하락



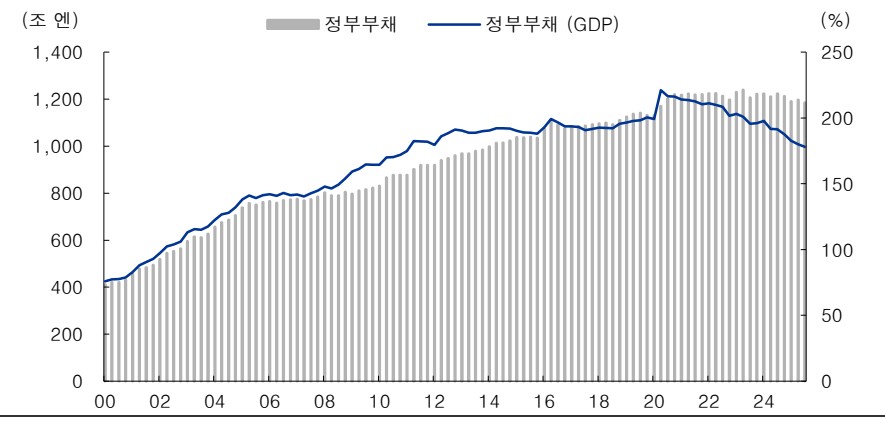
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 6. 부진한 3분기 경제성적표를 명분으로 공격적인 재정정책에 나서는 다카이치 정부

주요 경제대책별 규모			
주요 대책	재정지출		사업규모
생활안정보장 및 고물가 대응	11.7조 엔	일반회계: 8.9조 엔 감세: 2.7조 엔 특별회계: 0.1조 엔	16.2조 엔
위기관리 투자 및 성장투자에 따른 강한 경제 실현	7.2조 엔	일반회계: 6.4조 엔 특별회계: 0.8조 엔	17.5조 엔
방위력 및 외교력 약화	1.7조 엔 (일반회계)		8.4조 엔
예비비 확보	0.7조 엔 (일반회계)		0.7조 엔
합계	21.3조 엔		42.8조 엔

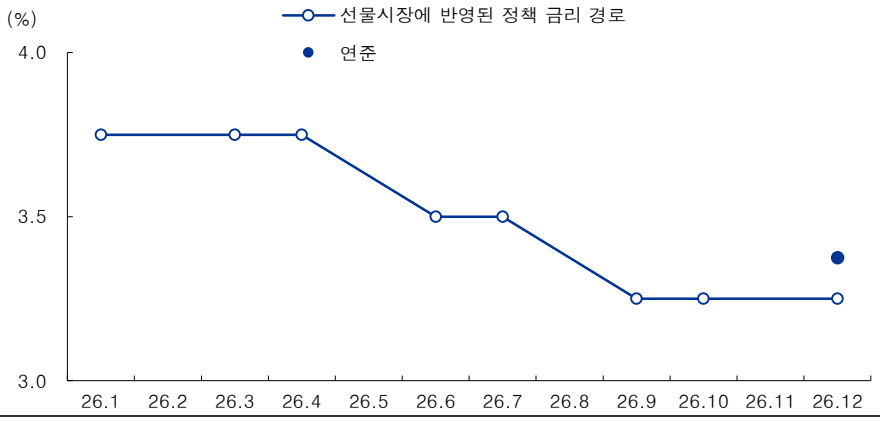
자료: 한국은행, 기획재정부, IBK투자증권

그림 7. 하지만 이미 막대한 규모의 부채를 안고 있는 일본 정부 ➡ 일본 경제와 정부가 계속되는 금리 인상 부담을 견딜 수 있을까?



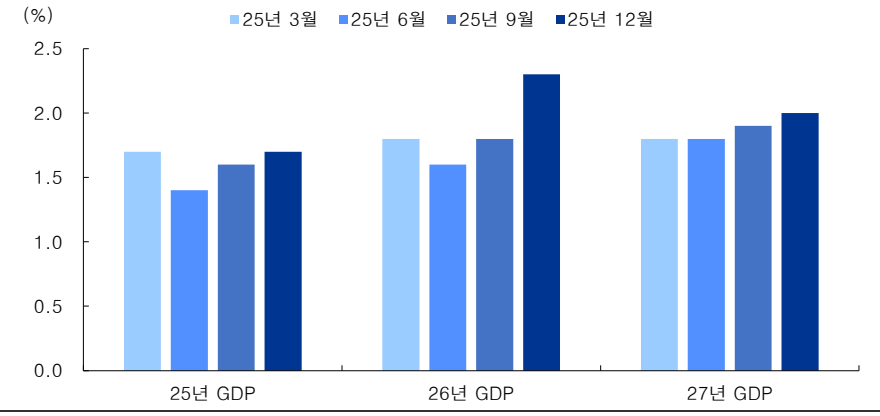
자료: Bloomberg, BoJ, IBK투자증권

그림 8. 금융시장은 여전히 2~3회 정도의 미 연준 금리 인하를 기대하고 있는 분위기



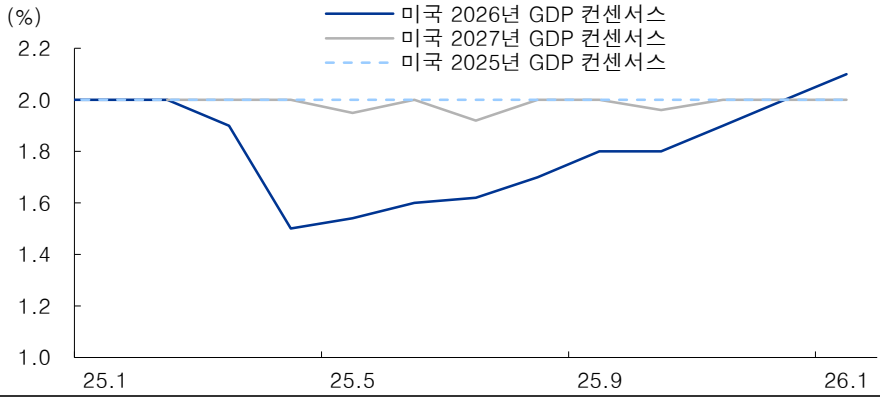
자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권

그림 9. 최근 미 연준이 큰 폭으로 상향 조정한 미국 GDP 성장률 전망치를 주목 ➡ 경제 여전히 좋지만 통화정책 측면에서 보면 향후 정책을 결정하기 상당히 어려운 전망치



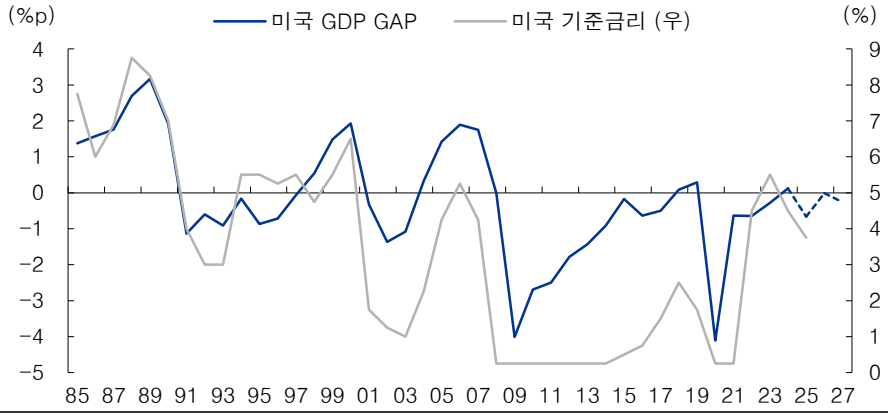
자료: Fed, IBK투자증권

그림 10. 미 연준 전망치 뿐 아니라 미국 경제성장률에 대한 시장의 컨센서스도 가파르게 상향 조정되는 흐름



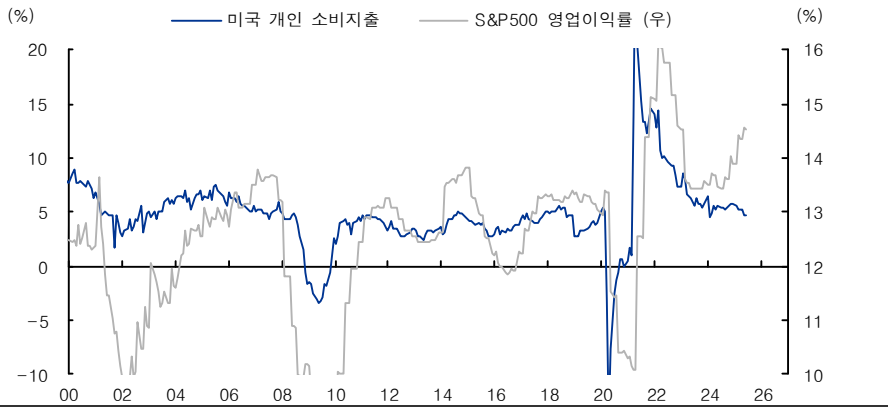
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 11. 상향 조정된 성장률을 기반으로 보면, 미국 금리 인하 명분은 오히려 후퇴



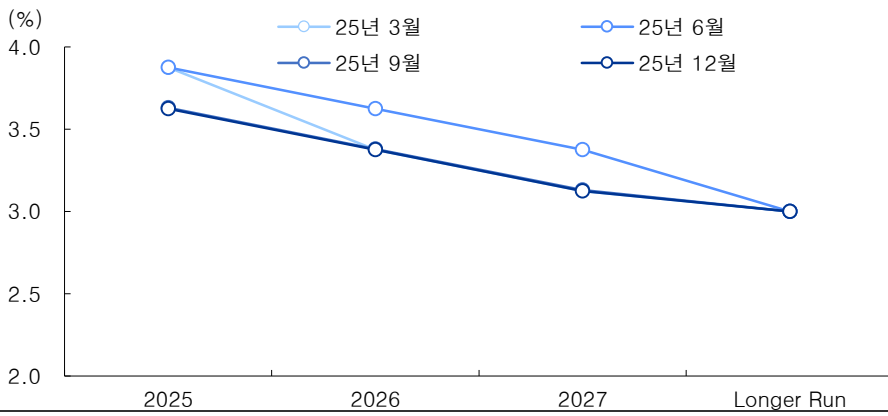
자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권

그림 12. 노동과 경제부가가치의 괴리가 커짐에 따라 과거와 달리 기업이익과 소비와 같은 경제지표와의 관계도 약화. 경제성장률과 괴리되는 고용시장과 소비 흐름 ➡ 통화정책 결정이 어려운 이유



자료: US BEA, Bloomberg, IBK투자증권

그림 13. 경제 성장률 상향 조정과 미국 경제 구조 변화에 따라 연준 통화정책은 신중해질 수 밖에 없음 ➡ 연준 점도표 분포 전반적으로 상향 이동



자료: Bloomberg, Fed, IBK투자증권

그림 14. 연준 금리 인하가 완만하고 신중해질 때 시장 금리가 어떻게 반응하는 지도 주목해 볼 필요
➡ 대규모 유동성에 기반한 랠리가 장기화 되며 자산 가격에 대한 부담이 크게 늘어난 상황 역시 금리에 대한 민감도가 높을 수 밖에 없는 상황

자료: Bloomberg, NY FED, IBK투자증권