

2026. 8. 3 (월)

7월 BOJ: 금리 정상화의 시급성 강조

- 동결 8명, 인상 1명 voting으로 콜금리 목표 1.00%에서 동결
- 일본은행의 물가 상방 위험 적시와 우에다 총재의 금리인상 가속화 발언: Hawkish
- 당사는 다음 BOJ 인상 시점 전망을 12월에서 10월로 변경
- JPY는 미-일 공조 개입 이후 157엔까지 하락. 약달러 환경 속 추가 강세 예상

경제분석

Economist 이승훈
seunghoon.lee@meritz.co.kr

RA 박민서
mspark@meritz.co.kr

일본은행은 지난 6월 금정위에서 무담보 1일 콜금리 목표를 1.00%로 25bp 인상한 바 있었다. 일본은행은 당사와 시장대로 7월 금정위에서는 금리를 동결했지만, 인상 소수의견이 1명 있었고, 우에다 총재가 기자회견에서 금리인상이 빨라질 가능성을 시사하면서 매파적인 금정위로 해석되었다.

이번 BOJ에서는 수정 경제전망이 제시되었다. 경기 하방위험이 우려만큼 크지 않음을 반영하여 FY26~27 GDP성장률 전망이 0.6%와 0.8%로 4월 대비 0.1%p씩 상향 조정되었다. 반면, FY26 Core CPI(신선식품 제외) 전망이 2.8%에서 2.5%로 낮아졌는데, 이는 가계 에너지 부담을 덜기 위한 정부정책 연장/확대에 기인(도매유가 보조, 소매사업자 전기/가스 요금 차감 후 정부보전 등)한다. 일본은행은 10월(FY26의 하반기) 이후 Core CPI가 2%를 명백히 상회할 가능성을 높게 보고 있으며, 1) 중장기 기대인플레이 상승과 2) 잠재성장률 상향 가능성까지 고려하고 있다.

우에다 총재는 일본은행의 경제 진단 대비 매파적인 입장을 취했다. 총재는 1) 기조적인 물가의 안정이 중요하며, 그 물가가 2%에 도달하기 전에 금리를 올릴 수 있다고 했다. 정책 요인을 제외한 Core와 core-core(신선식품, 에너지 제외) CPI가 상당 기간 2%를 상회하면서 고착화될 가능성을 우려하고 있는 것이다. 여기에 더해, 2) 금융환경이 지나치게 완화적이면 금리인상 속도를 가속할 수 있다고 언급했다. 그러면서 다음 회의(9월)부터 인상 논의를 본격화할 것임을 예고했다.

6월 인상을 통해 정책금리가 1%까지 올라왔지만, 정책 요인을 제외한 Core와 Core-core CPI 상승률은 6월 2.7%와 2.0%에 달하여 실질 정책금리가 상당폭 (-)임을 보여 주고 있다. 10월부터는 에너지 보조금 종료로 물가가 크게 높아질 것이고, 일본은행의 경기인식이 여전히 보수적이라는 점까지 고려하면, 향후 금리인상 시점을 앞당길 가능성에 좀 더 무게를 뒀다 할 것으로 보인다.

이를 반영하여, 당사는 BOJ의 다음 금리인상 시점 전망을 12월에서 10월로 앞당긴다. 내년 상반기까지 추가 인상을 단행하여 1.50%까지 정책금리를 인상한다는 견해는 변함이 없다. Terminal rate 전망의 상향 조건은 중장기 잠재성장률 상향 및 중립금리 범위(현행 1.0~2.5%) 상향 공식화일 것이다. 가능성은 열려 있다.

엔화에 대한 견해

엔화에 대한 BOJ의 인식은 과거에 비해 엔화 약세 혹은 엔화 변동(currency fluctuation)이 물가에 미치는 영향이 커졌다는 것이다. 엔화 약세가 AI 수요와 더불어 물가압력을 끌어 올리는 요인인 만큼 BOJ도 외환시장 환경을 예의주시한다는 입장이다. 기자회견을 거치며 엔화가 소폭 강세 압력을 받았던 이유이다.

그러나 이보다는 7월 30일 밤, 미국 재무성 주도의 한-미-일 공조개입의 영향이 엔화 강세 전환의 계기인 것으로 판단한다. 엔화는 개입의 영향으로 159엔까지 급전 직하하였고, 여진이 이어지면서 157.4엔에 31일 거래를 마쳤다. 레버리지 펀드의 엔화 약세 포지션 청산이 이루어졌을 가능성이 높다는 생각이다.

그간 Key-level인 160엔과 162엔을 순차적으로 뛰어 넘는 약세에도 불구하고 개입이 미온적이었던 것은 연준의 연내 금리인상 기대감 잔존에 따른 강달러 압력 때문이었다. 29일(현지시각) FOMC에서 금리인상이 임박하지 않았다는 신호를 보냈고, 달러가 약세 전환하면서 비로소 개입의 문이 열린 것으로 보인다. 하반기 미국 경기둔화가 진행되면서 금리인상 기대가 추가적으로 완화될 가능성이 높을 것으로 엔화의 추가 강세를 전망한다(연말 152엔/달러 예상).

JGB 10년물에 대한 견해

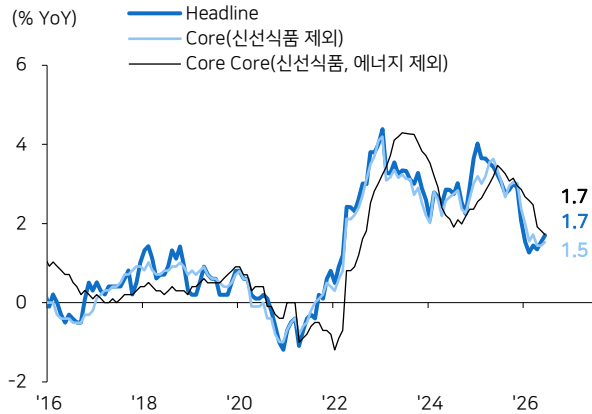
연초 2.1%에 불과했던 JGB 10년물 수익률은 이란 전쟁 발발 이후 인플레이션 기대가 부상하면서 5~6월 중 2.5~2.7% 범위 내에서 등락해 왔다. 7월 들어서는 2.87%까지 오르면서, 예산안 편성 기준으로 삼았던 3%에 근접하는 모습을 보여주었다. 이는 6월 말 공개된 “2026년 경제/재정 운영 및 개혁의 기본 방침(초안)”에서 재정건전화 문구를 삭제하면서, 전략 산업에 대한 장기 투자 로드맵을 제시한 것과 관련이 깊다고 생각한다.

다카이치 정부의 방향은 2040년까지 17개 전략 분야에 대한 민-관 합동투자를 370조엔 규모로 집행하고, 이 중 AI/반도체(102조엔), 디지털기술(48조엔) 등에 투자를 집중, 혁신기술을 실용화하는 동시에 중요소생산성을 향후 10년간에 걸쳐 1.1~1.4%p 끌어올린다는 복안이다. 생산성 제고를 위한 적극재정을 실현하겠다는 것이다. 만약 일본 정부가 의도하는 대로, 성장전략이 실현된다면 국가채무비율은 계속 하락하여 2040년에는 170%를 소폭 웃도는 수준까지 안정화된다고(그림 4).

문제는, 이 과정에서 1) 자금조달 방식이나, 정부의 재정투여분에 대한 불확실성이 부상했고, 2) 최근 논의되었던 소비세 인하 및 국방지출 확대가 재정적자 및 국가채무를 키울 가능성이 제기되면서 일본 국채금리의 추가 상승을 견인했다. 적극재정의 긍정적 취지보다는 재정건전성 이슈가 일본 채권시장에 아직은 영향을 주는 국면이라 판단된다.

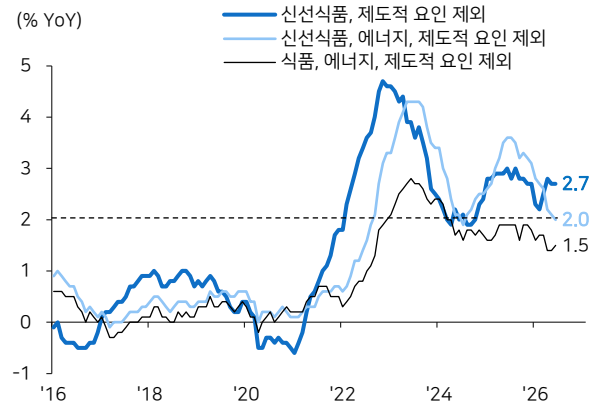
결국 예산 편성과 자원 조달, 여타 적자 확대 프로그램에 대한 구체성이 확보되어야 일본 장기금리도 하향 안정화될 수 있을 것이다. 당장 일본의 장기 국채금리를 떨어뜨릴 촉매제는 국제유가 하락과 같은 기대인플레이션 완화 재료일 것이다.

그림1 일본 소비자물가 상승률 추이



자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림2 정책 요인을 제외한 Core inflation 추이



자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림3 BOJ 수정 경제전망 (2026년 7월)

(Appendix)

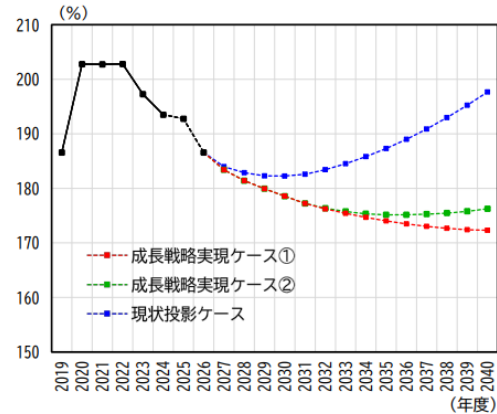
Forecasts of the Majority of the Policy Board Members

yly % chg.

	Real GDP	CPI (all items less fresh food)	(Reference) CPI (all items less fresh food and energy)
Fiscal 2026	+0.6 to +0.7 [+0.6]	+2.3 to +2.7 [+2.5]	+2.3 to +2.6 [+2.5]
Forecasts made in April 2026	+0.4 to +0.7 [+0.5]	+2.8 to +3.0 [+2.8]	+2.5 to +2.7 [+2.6]
Fiscal 2027	+0.7 to +0.8 [+0.8]	+2.2 to +2.5 [+2.4]	+2.2 to +2.7 [+2.6]
Forecasts made in April 2026	+0.6 to +0.8 [+0.7]	+2.3 to +2.4 [+2.3]	+2.6 to +2.7 [+2.6]
Fiscal 2028	+0.7 to +0.8 [+0.8]	+2.0 to +2.2 [+2.0]	+2.1 to +2.3 [+2.2]
Forecasts made in April 2026	+0.7 to +0.8 [+0.8]	+2.0 to +2.2 [+2.0]	+2.1 to +2.4 [+2.2]

자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림4 일본 중앙, 지방정부 채무의 GDP대비 비율



주: 청색=현행 유지, 적색=성장전략 시나리오 1, 녹색=성장전략 시나리오 2

자료: 일본 내각부(6월 24일: 아래 표 1 출처와 동일)

표1 일본 정부의 성장 전략 시나리오 요약

시나리오	내용
성장 전략 시나리오 1	추가 재정지출 효과 발현, 투자 로드맵 효과 발현, 첨단 혁신기술 실용화 본격화 민간투자 대폭 확대, TFP 5년 후 1.1% 개선, 추가 5년 후 1.4%
성장 전략 시나리오 2	추가 재정지출 효과 발현, 투자 로드맵 효과 발현, 첨단 혁신기술 제한적 실용화 민간투자 확대되지만 1에 비해서는 미미. TFP 5년 후 1.1% 개선 후 유지

자료: 일본 내각부(2026년 6월 24일), "日本成長戦略の下での中長期的な経済・財政の姿に関する試算"

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.