



리서치센터 리포트
바로가기

BOJ, 엔화 약세로 조기 금리 인상

물가 상방 리스크 인식 확대와 미-일 공조 지원을 반영

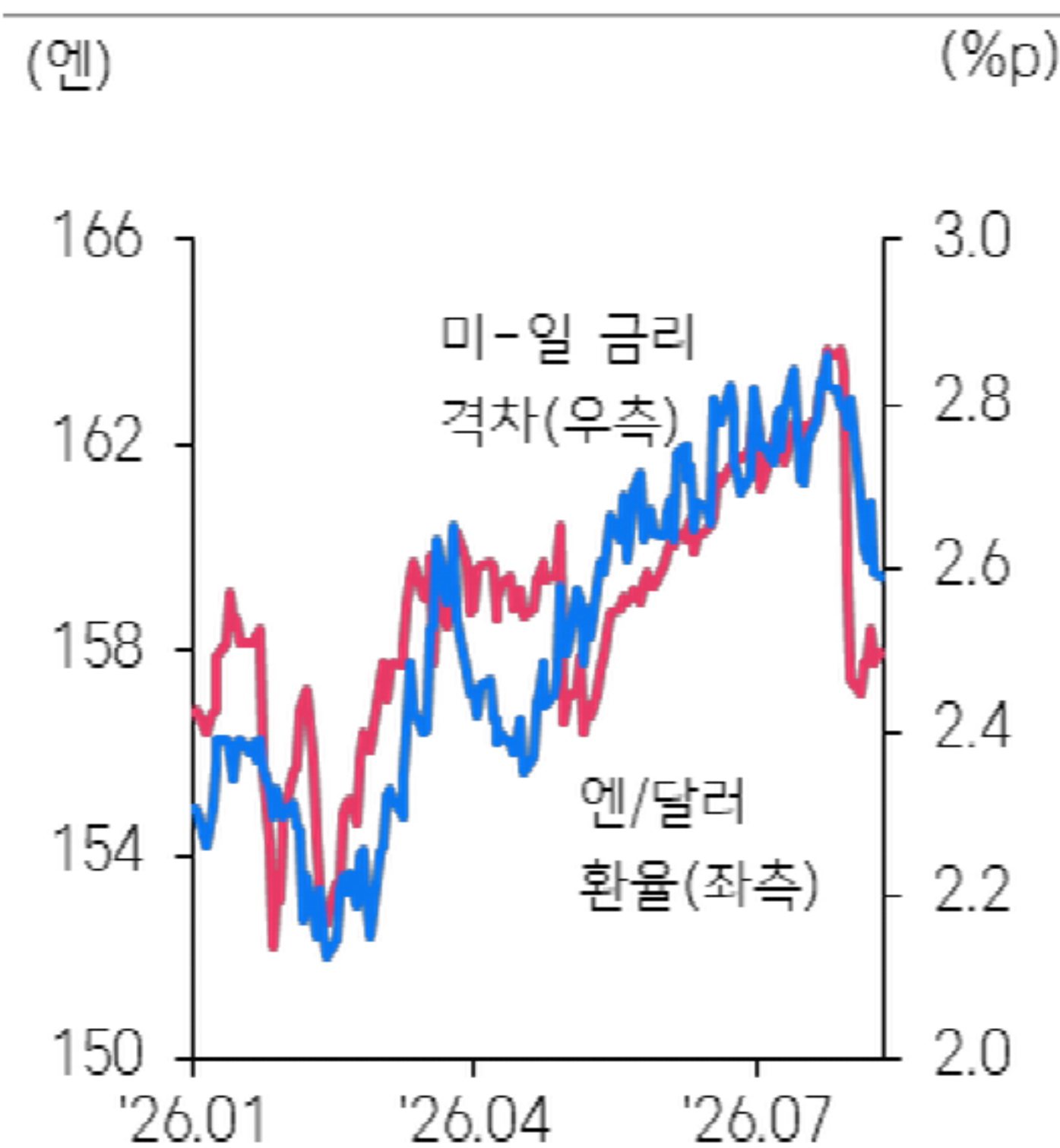
- 미-일 양국 정부의 개입에도 엔/달러 환율은 158엔 유지. 추가 개입 가능성이 없었다면 160엔까지 상승했을 것. 이는 양국 경제의 fundamental 차이를 반영
- 7월 의사록에서 물가 상방 리스크 언급이 증가. 미-일 양국의 엔화 안정 의지도 감안하여, BOJ 추가 금리 인상 시점을 기존 12월에서 9~10월로 수정

지난달 30~31일 이후의 미-일 양국 외환시장 개입이 효과를 거두지 못하고 있다. 개입 전 엔/달러 환율은 163엔에서 이후 157엔까지 하락했으나, 더 이상 하락하지 않고 오히려 8월 10일에는 158엔으로 소폭 상승했다. 당사는 미-일 양국의 외환시장 개입만으로 엔화의 추세적인 강세를 이끌기에는 역부족이며, 베센트 미국 재무장관, 카타야마 일본 재무장관 등의 추가 개입 가능성 언급이 추가적인 엔/달러 환율의 상승을 저지하고 있다고 판단한다.

이는 최근의 엔화 약세는 '11년 동일본 대지진, '20년 팬데믹 등과 같은 일시적인 충격의 결과가 아니기 때문이다. 미국과 일본의 잠재 성장률 격차는 1%pts 이상이고, 올해 성장률 격차도 최소한 그만큼으로 추정된다. 특히, 미국은 노동생산성이 꾸준히 상승하고 있으나, 일본은 2005년 이후 줄곧 정체 상태이다. 환율이 생산성 차이에 대한 기대의 영향을 받는다는 점을 감안할 때, 엔화의 약세는 일시적인 요인이 아니라 양국의 근본적인 경제적 성과 차이를 반영한다고 볼 수 있다.

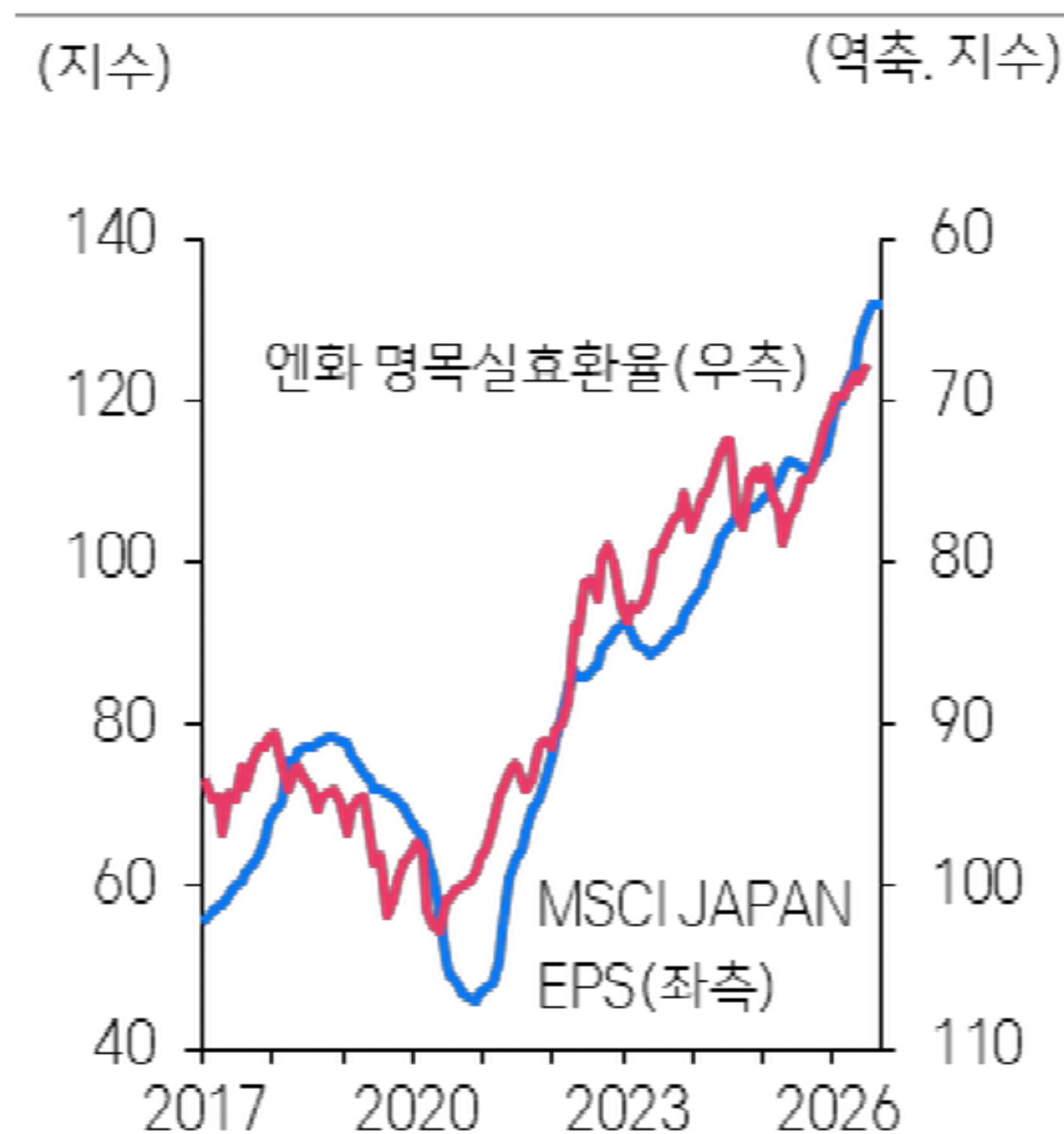
그에 따라 엔/달러 환율의 안정에는 BOJ의 지원(조기 금리 인상)이 필요한 상황이다. 8월 10일 공개된 7월 BOJ의 금융정책 결정회의 의사록에서 상당수의 정책위원들이 금융 여건이 완화적이며, 핵심 소비자물가(신선식품과 에너지 제외) 상승률은 2%에 근접하고 있다는 점을 언급했다. 의사록에 따르면 BOJ 내부에서 물가의 상방 리스크에 대한 경계감이 금리 인상이 시작된 '24년 3월 이후 가장 높은 수준이다. 그에 따라 당사는 미-일 양국의 엔화 약세 저지 공조와 BOJ의 물가 인식을 반영하여, 다음 금리 인상 시점을 기존의 12월에서 9~10월 중 한 차례로 수정한다.

엔/달러 환율과 미-일 금리 격차



참고: 국채 2년 기준 자료: Bloomberg, 삼성증권

엔화 약세는 기업 이익 증가로 이어져



참고: EPS는 12개월 Trailing, 자료: BIS, LSEG, 삼성증권

Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙 자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

다만, BOJ의 최종금리 수준(terminal rate) 전망은 기존의 1.5%를 유지한다. 이는 무엇보다 일본 경제가 물가-임금의 선순환에 접어들 수 있었던 요인 중에서 엔화 약세의 영향도 크다고 판단하기 때문이다. 팬데믹 이전 엔/달러 환율은 110엔 내외였으나, 이후 160엔 대까지 치솟으며 대기업을 중심으로 수출 기업의 이익을 확대시켰다. 그리고 대기업들은 개선된 수익성을 바탕으로 3년 연속 5%대 춘투 임금 인상을 수용할 수 있었다. 또한, 엔화 약세는 '22년 이후 소비자물가 상승 폭 중 1/4를 설명하는 것으로 추정되며, BOJ의 분석에 따르면 일본 정부의 에너지 보조금 확대, 무상교육 등의 정책적인 효과를 제외한 핵심물가 상승률은 '25년 이후 줄곧 2% 하회하고 '26년 들어서는 그나마도 소폭 낮아졌다.

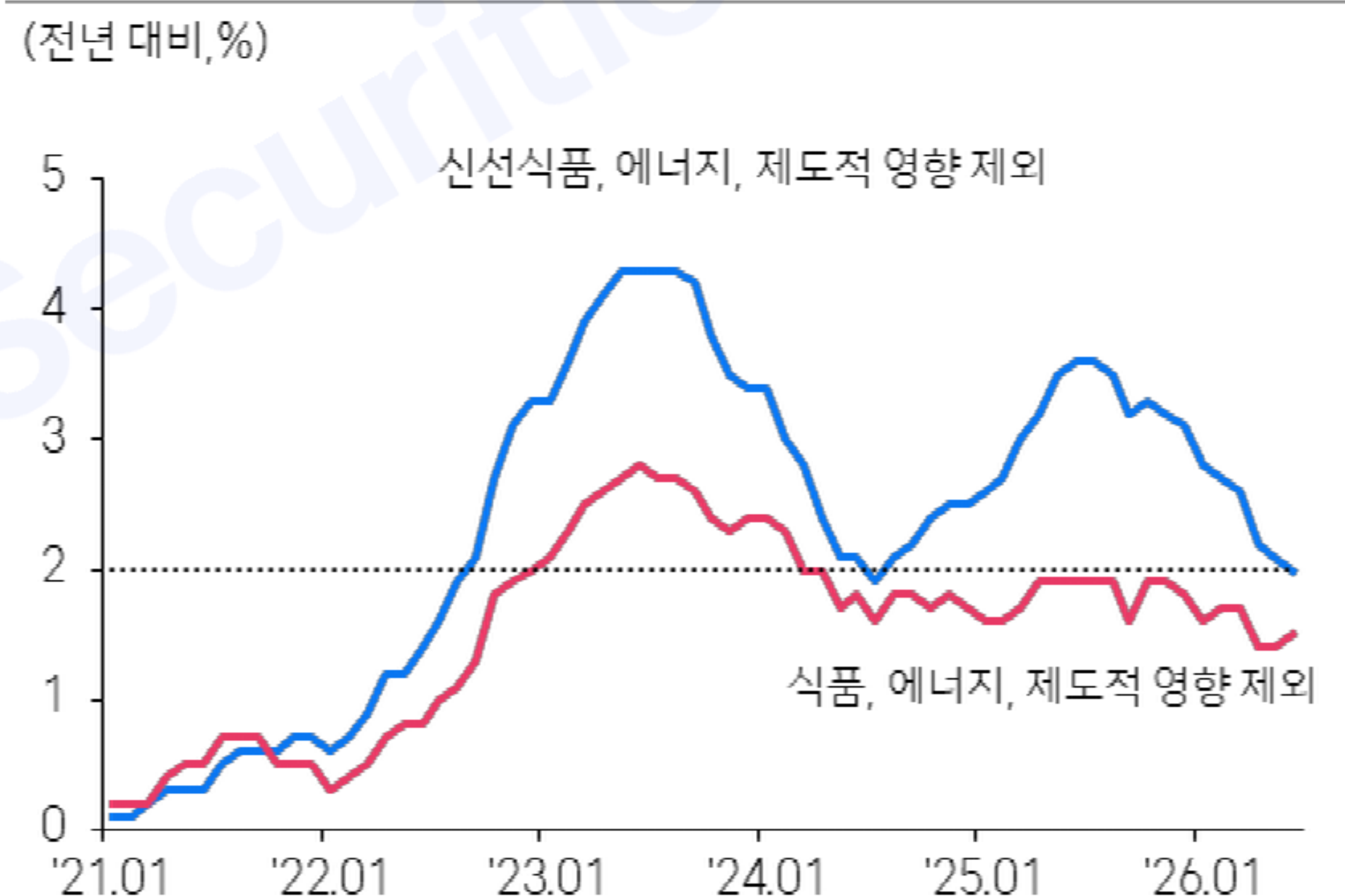
한편, 미-일 양국의 외환시장 개입으로 금융시장 일각에서는 엔캐리 트레이드의 급격한 청산을 우려한다. 통계만 본다면 CFTC의 투기적 엔화 숏포지션은 '24년 7월의 급격한 청산 직전 수준까지 확대되었고, 외국계 은행의 본점에서의 자금대여도 꾸준히 증가했다. 그렇지만 당사는 과거 사례를 감안할 때, 엔캐리 트레이드의 청산은 외환시장 개입보다는 더욱 큰 수준의 경제적인 충격에 따라 파생되는 결과로 판단한다. 특히, 금융시장에서 앞서 언급한 양국간 경제적 성과 차이, BOJ 통화정책의 제약조건 등을 인식하고 있다는 점을 감안하면 더욱 그러하다. 그에 따라, 연말 엔/달러 전망은 기존 155엔으로 유지한다.

일본의 소비자물가와 엔화의 명목 실효환율 추이



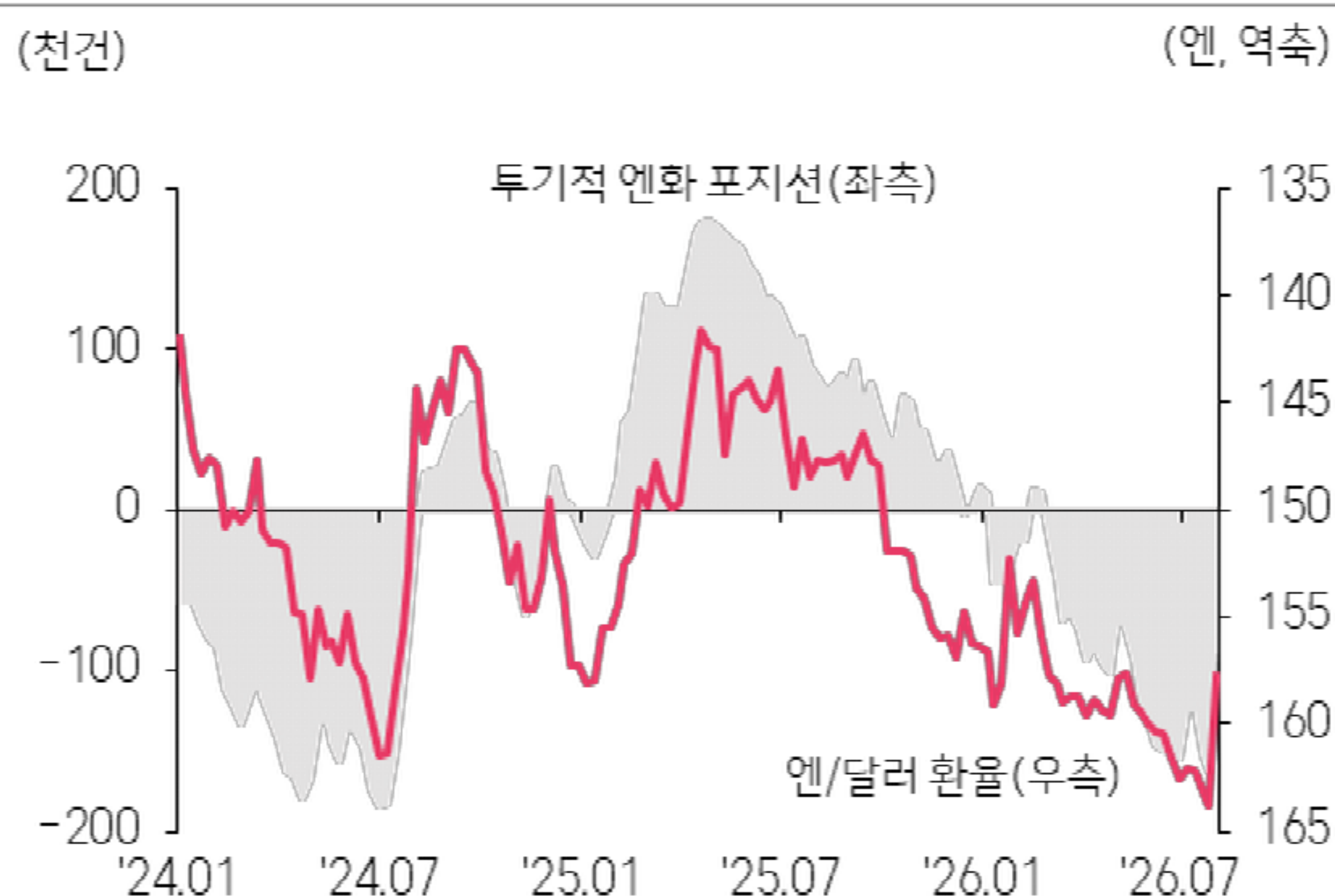
자료: 일본 통계국, BIS, 삼성증권

BOJ의 기초적인 물가상승률 추정



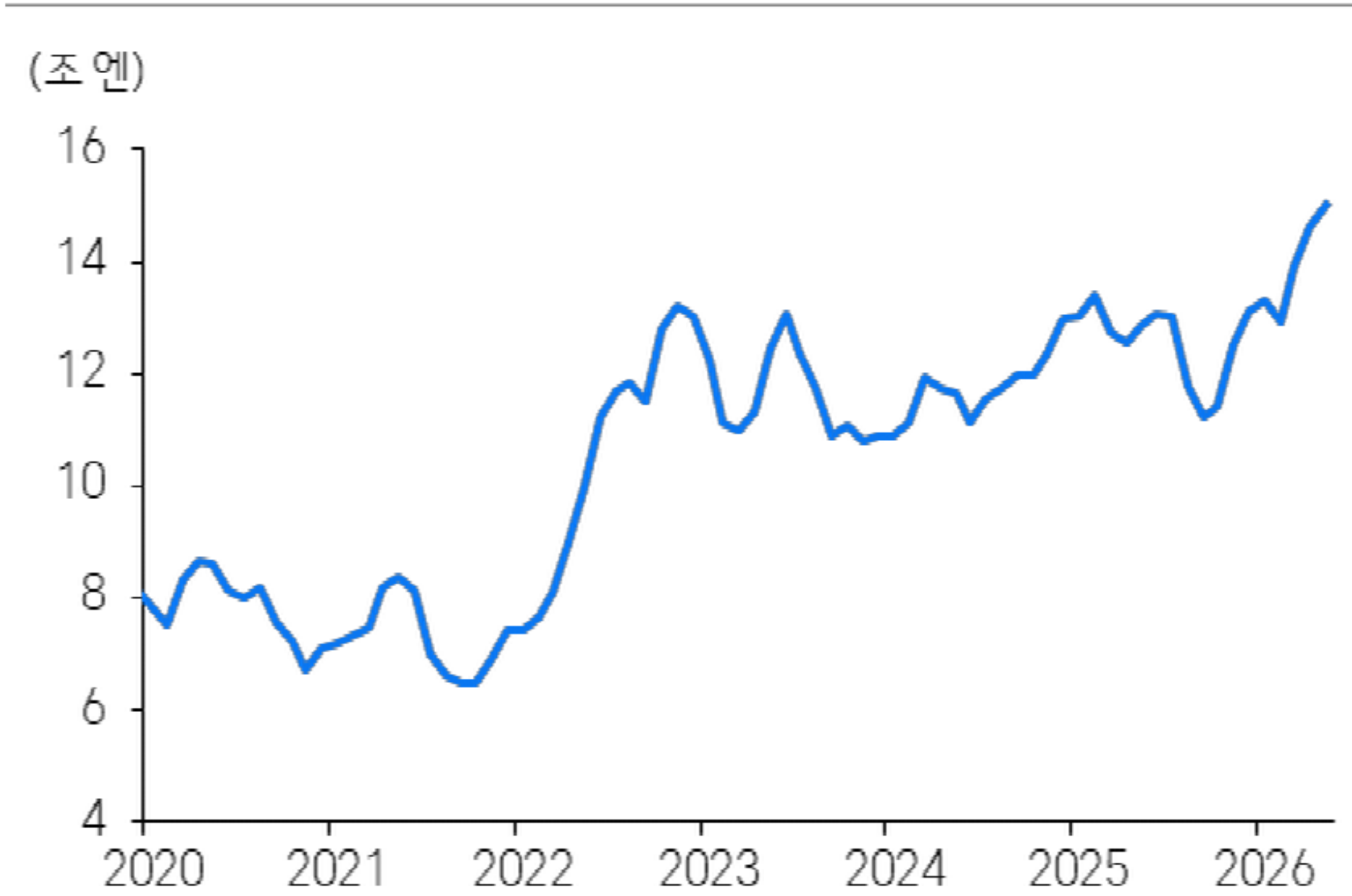
자료: 일본은행, 삼성증권

투기적 엔화 포지션(엔화 약세 전망) 추이



자료: CME, Bloomberg, 삼성증권

외국계 은행의 본-지점간 거래 추이



참고: 3개월 이동평균

자료: 일본은행, 삼성증권

Samsung Securities

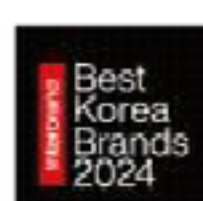
삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA