

매크로 COMMENT

일본 CPI: 물가와 재정 사이 흔들릴 금리

경제/FX. 신윤정 / yjshin@sks.co.kr / 3773-9943

Signal: 비용·기조물가 동반 반등, 하반기 상방 리스크 확대

Key: 관심은 인상속도·재정확대로 이동, 장기금리 부담 확대

Step: 국채금리 상승 시 해외채권 수요 약화, 주요국 금리 파급 주목

비용 압력과 기조물가 반등, 높아지는 하반기 상방 리스크

일본 7월 소비자물가지수(CPI)는 전년동월대비 1.9% 상승했으며, 신선식품을 제외한 CPI는 1.8%로 전월(1.6%)보다 상승폭을 확대했다. 세부적으로 식료품 3.5%, 교통·통신 2.6%, 주거 1.0% 상승했으며, 재화 가격은 공산품 가격 상승률(2.8%→3.2%) 중심으로 2.2%에서 2.7%로 오르고 서비스 가격 역시 1.1%에서 1.2%로 소폭 높아졌다. 서비스 가격의 상승 속도가 아직 빠르지는 않지만 재화를 중심으로 물가압력이 재차 높아지고 있으며, 엔화 약세와 원자재 가격 상승에 따른 수입비용 부담도 단기 물가의 하방 경직성을 높이는 모습이다. 실제 7월 생산자물가는 7.2%, 엔화 기준 수입물가는 29.1% 상승하면서 향후 비용 전가 압력 역시 남아 있는 상황이다.

보다 주목할 부분은 이러한 비용 측 압력과 더불어 기조적 인플레이션 지표에서도 물가 확산 신호가 감지되고 있다는 점이다. 설사 평균·가중중앙값 등은 2023~2024년 고점 대비 낮은 수준이지만, 최근 저점을 지나 다시 반등하는 흐름을 보이고 있다. 여기에 정부의 교육·에너지 부담 경감 조치가 공식 CPI 상승률을 낮추는 방향으로 작용하고 있다는 점을 감안하면, 기조적 물가압력은 표면적인 1%대 CPI가 시사하는 수준보다 견조하게 유지되고 있는 것으로 보인다. 비용 측 압력과 기조적 물가 지표가 동시에 반등하고 있다는 점에서 하반기에는 추가적인 상방 위험에 보다 유의할 필요가 있다.

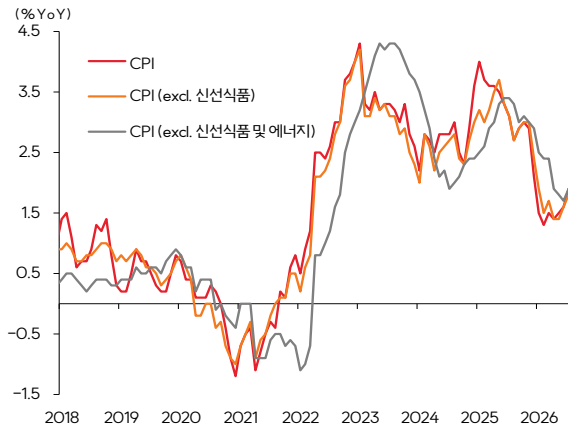
관건은 인상 여부가 아닌 속도와 재정확대 그리고 맞물린 장기금리

이러한 물가 흐름은 BOJ의 추가 인상 여부보다 향후 금리 인상 속도에 대한 기대감에 더욱 큰 영향을 미치는 모습이다. 현재 시장에서는 9월 인상 가능성을 높게 반영하고 있어, 관심은 이미 추가 인상 여부에서 인상 간격과 최종금리 수준으로 옮겨간 상태다. 서비스 물가와 민간소비 회복 강도가 아직 제한적이라는 점은 연속적이고 빠른 인상에는 제약 요인으로 작용하겠으나, 비용 압력과 기조적 물가가 함께 강화되는 흐름이 이어진다면 시장이 예상하는 금리 경로 역시 상향 조정될 여지가 있다.

여기서 금리 경로의 부담을 키울 수 있는 변수는 재정정책이다. 정부는 물가 및 소비 부담을 낮추기 위해 2027년 4월부터 2년간 음식료품 소비세율을 1%로 인하하는 방안을 추진하는 가운데, FY2027 각 부처 예산 요구액은 처음으로 130조엔을 넘어설 것으로 예상되고 있다. 가계의 물가 부담을 낮추려는 정책은 단기적으로 소비를 뒷받침할 수 있지만, 높은 정부부채 아래에서 BOJ의 금리 인상과 재정 확대가 병행될 경우 장기물에는 재정 프리미엄과 차환비용 상승 우려가 동시에 반영될 가능성이 있다.

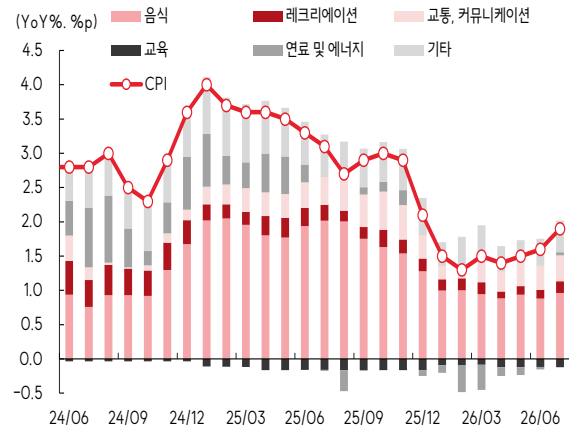
향후 일본에서 보다 주목할 부분은 통화정책 정상화 자체보다, BOJ의 금리 인상과 재정확대가 병행되는 과정에서 장기금리의 상방 부담이 얼마나 커지는지일 것이다. 기조적 물가압력이 BOJ의 인상 속도에 상방 리스크를 남기는 가운데 재정확대까지 이어진다면, 장기 JGB 금리는 정책금리 경로뿐 아니라 국채 수급과 재정 부담을 함께 반영하게 될 가능성이 있다. 이러한 환경이 지속되면 일본 국채의 상대적 매력도가 높아지면서 일본 투자자의 해외채권 수요가 약화될 수 있으며, 이에 따른 영향도 엔화에 국한되기보다 미국·유럽 등 주요국 장기금리로 확장될 여지가 있다. 결국 일본의 정책 조합이 글로벌 금융시장에 미치는 영향은 JGB 금리 자체보다, 높아진 자국 금리가 일본계 자금의 해외투자 행태를 실제로 변화시키는지에 보다 주목할 필요가 있을 것이다.

일본 소비자물가상승률 추이



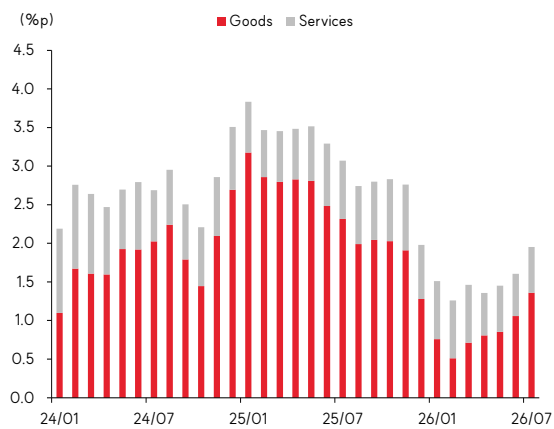
자료: CEIC, SK 증권

일본 소비자물가상승률과 세부항목 기여도



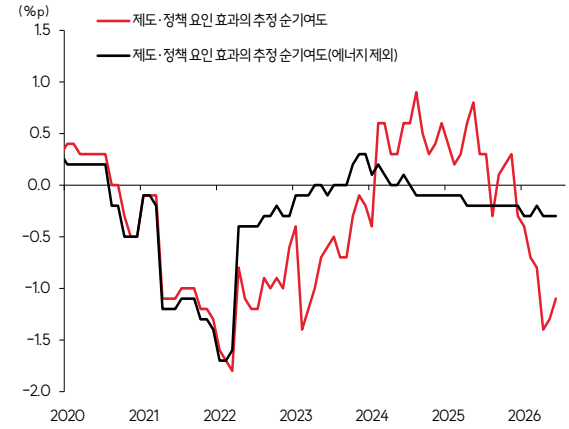
자료: CEIC, SK 증권

일본 상품 및 서비스 가격 상승률 기여도 추이



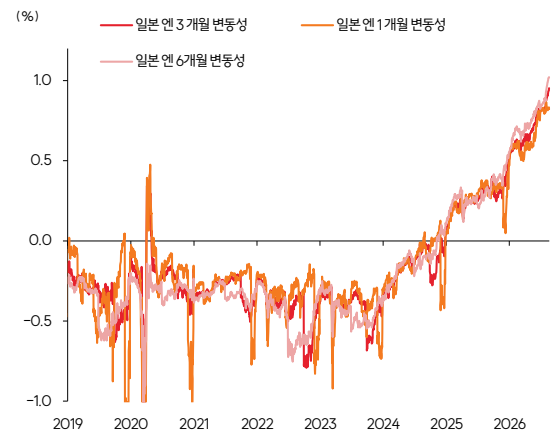
자료: CEIC, SK 증권

일본 물가상승률에 대한 정부 정책 효과 추정



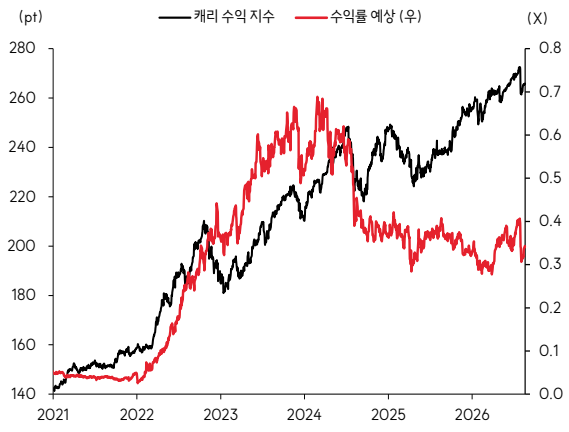
자료: 総務省, SK 증권

일본 엔화 변동성



자료: Bloomberg, SK 증권

일본 캐리 수익지수와 수익률 예상 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

COMPLIANCE NOTICE

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 10월 15일 기준)

매수

91.98%

중립

8.02%

매도

0.00%