NH투자증권

채권(선진국)

4월 BoJ: 환보다는 물가

달러-엔 환율이 155엔을 위협하는 상황에서도 BoJ는 매파적인 톤 배제. 성장률 전망치 하향 조정, 소비 둔화 흐름을 감안하면 상향 조정된 물가 상승률 달성이 쉽지 않을 것. BoJ의 behind the curve 스탠스와 시장간 줄다리기 지속 전망

박윤정 (선진국채권)
02)2229-6751, yj.park@nhqv.com

통화정책 결정: 기준금리(0.1%) 및 보유자산 정책 동결

당사 예상대로 4월 회의에서 BoJ는 기준금리 동결. 비록 전일 일본 언론에서 국채 매입 축소 가능성을 제시했으나, 국채 및 여타 자산 매입 가이던스는 3월안 유지

엔화보다는 디스인플레이션의 종착점을 찾아

달러-엔 환율이 4월 150엔 돌파 후 155엔에 근접하자 우에다 총재는 엔화 약세가 물가 압력으로 이어질 경우 추가 인상이 가능하다고 언급. 정책 정상화에도 잠잠하던 국채시장은 엔화와 동반 약세 흐름을 선보였음

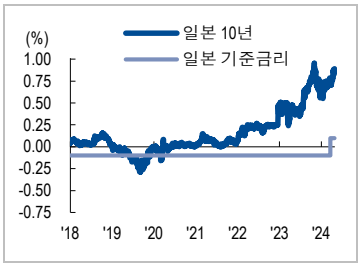
금번 회의의 관전 포인트는 경제전망 수정치와 국채 매입 가이던스 수정 여부. 이를 통해 BoJ의 엔화 약세 개입 및 정책 정상화를 가늠할 수 있기 때문. 우선, 신선식품을 제외한 물가 상승률 전망치는 전반적으로 상향 조정(FY24 2.4%→2.8%, FY25 1.8%→1.9%). FY26은 1.9%로 2% 목표치보다는 아래. 다만 신선식품과 에너지를 제외한 물가 상승률은 1.9%를 유지해 수요측 물가 압력보다는 에너지와 엔화 약세 영향을 반영했다고 판단

다만, 당사는 성장률 하향 조정을 감안해 근원 물가 상승률 전망치 달성이 쉽지 않을 것으로 예상. 경제 성장률 전망치는 1월 대비 크게 하향 조정(FY23 1.8%→1.3%, FY24 1.2%→0.8%). 주된 원인은 도요타 계열사의 안전 이슈에 따른 생산 중단. 다만, 실질 가계소비는 2023년 하반기부터 부진. 또한, 4월 도쿄 물가 상승률은 고등교육 보조금 지급으로 왜곡되었으나, 문화/여가 및 외식 등 서비스 디스인플레이션 지속 확인

물론 일부 물가 상방 리스크도 존재. 단칸 및 PMI 등 기업 심리 지표상 가격 인상 의지 확인. 다만, 과거 일본은 가격 인상에 대한 저항을 보였고, 작년 하반기부터 약한 수요측 여건을 감안하면 물가 상승을 단언하기 어려움. 따라서 BoJ는 기록적인 엔화 약세보다 물가 전망 현실화에 가중치를 부여했다고 판단. 이에 국채 매입 규모도 축소하지 않고 3월안(월 6조엔)을 유지하기로 발표한 것

결국 BoJ의 스탠스는 Behind the curve. 선제적으로 물가 상방 리스크에 대응하기보다는 물가 상승률이 어느 레벨에서 안정화될지 확인하고 움직일 것. 한편, BoJ의 신중함과 연준 인하 베팅 회수가 맞물리며 엔화 약세 및 금리인상 의구심이 당분간 지속될 전망

일본 10년 금리와 기준금리



엔/달러 환율 추이

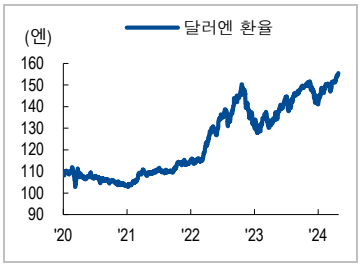
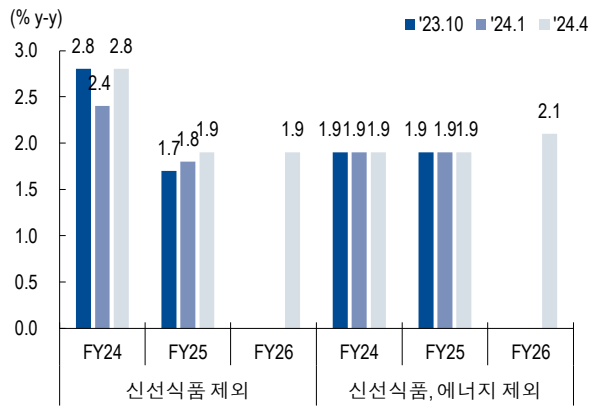
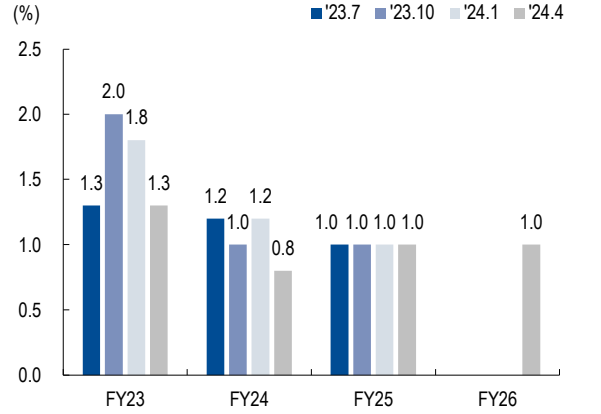


그림1. BoJ의 물가 전망치 변화: 에너지 영향에 신선식품 제외 상승률만 상향 조정



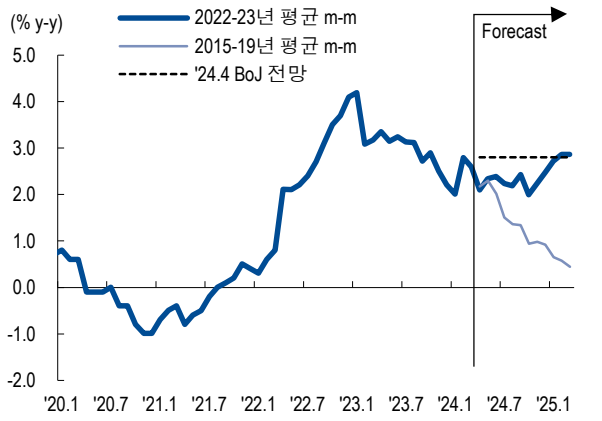
자료: BoJ, NH투자증권 리서치본부

그림2. GDP 성장률은 전반적으로 하향 조정



자료: BoJ, NH투자증권 리서치본부

그림3. 4월 물가 전망치 도달 가능성은 쉽지 않아 보여



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

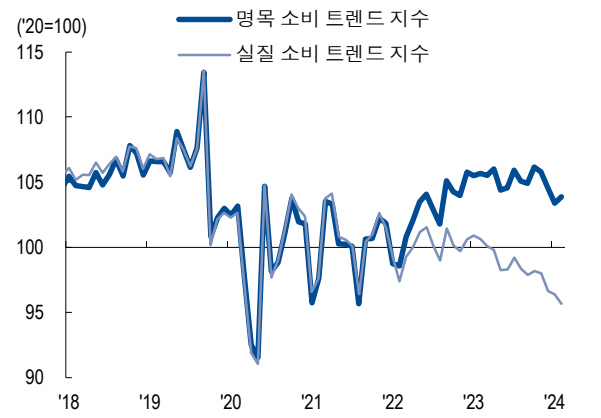
그림4. 수요 여건을 보여주는 서비스 물가는 둔화 지속

자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

그림5. 기업들의 가격 인상 의지를 선보이나

자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

그림6. 소비자들의 가격 저항이 나타날지 확인 필요



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

NH투자증권 채권 정기리포트 발간목록

작성일	종류	작성자	제목
2024-01-22	Fixed Income Weekly	강승원, 박윤정	조기 인하는 틀리고 연내 인하는 맞다
2024-01-29	Fixed Income Monthly	강승원, 박윤정	[2월 전망] 지금 가장 중요한 지표
2024-02-05	Fixed Income Weekly	강승원, 박윤정	옐런의 속내와 3년 연속 1월 효과
2024-02-06	DM Fixed Income Monthly	박윤정	[2월 전망] 데이터 vs 의지
2024-02-13	Fixed Income Weekly	강승원, 박윤정	CPI Revision 리스크 제거와 금리 상단 추정
2024-02-19	Fixed Income Weekly	강승원, 박윤정	조기 인하는 틀리고 연내 인하는 맞다 II
2024-02-26	Fixed Income Weekly	강승원, 박윤정	서두른 적 없는 연준과 다시 등장한 r* 논쟁
2024-03-04	Fixed Income Monthly	강승원, 박윤정	[3월 전망] 말보다 중요한 숫자들
2024-03-05	DM Fixed Income Monthly	박윤정	[3월 전망] 변곡점일까
2024-03-11	Fixed Income Weekly	강승원, 박윤정	연준의 금리 인하 Play book
2024-03-18	Fixed Income Weekly	강승원, 박윤정	3월 FOMC: 인하는 신중히, QT는 질적 변화
2024-04-01	Fixed Income Monthly	강승원, 박윤정	[4월 전망] 2분기의 테마
2024-04-01	DM Fixed Income Monthly	박윤정	[4월 전망] 시점보다 중요한 질문
2024-04-08	Fixed Income Weekly	강승원, 박윤정	금리 인하 베이스 시나리오 수정
2024-04-15	Fixed Income Weekly	강승원, 박윤정	5%를 다시 언급하는 시장
2024-04-22	Fixed Income Weekly	강승원, 박윤정	뉴욕 연준 QT 시나리오 변경의 시사점

NH투자증권 채권 이슈리포트 발간목록

작성일	종류	작성자	제목
2023-12-15	Fixed Income Comment	박윤정	[12월 ECB] 애쓰는 ECB
2023-12-19	Fixed Income Comment	박윤정	[12월 BoJ] 봄은 지나고 봅시다
2024-01-11	Fixed Income Comment	강승원, 박윤정	[1월 금통위] 현재의 위치가 아니라 방향이 중요
2024-01-23	Fixed Income Comment	박윤정	[1월 BoJ] 조기 정상화는 없고, 연내는 있다
2024-01-26	Fixed Income Comment	박윤정	[1월 ECB] 데이터가 대신 말한 회의
2024-01-30	FI Spot Comment	강승원	재무부 분기 리펀딩의 두 가지 시사점
2024-02-01	Fixed Income Comment	강승원, 박윤정	[1월 FOMC] 1분기는 아니지만 2분기는 지켜보자
2024-02-02	Fixed Income Comment	박윤정	[2월 BoE] 근거 있는 신중함
2024-02-22	Fixed Income Comment	강승원, 박윤정	[2월 금통위] 안과 밖의 문제
2024-03-08	Fixed Income Comment	박윤정	[3월 ECB] Last Mile의 대가
2024-03-19	Fixed Income Comment	박윤정	[3월 BoJ] 초완화에서 완화로
2024-03-21	Fixed Income Comment	강승원, 박윤정	[3월 FOMC] 더 강한 경제, 더 낮은 금리?
2024-03-22	Fixed Income Comment	박윤정	[3월 BoE] 트렌드에 합류
2024-04-12	Fixed Income Comment	박윤정	[4월 ECB] 6월부터 인하 시작
2024-04-12	Fixed Income Comment	강승원, 박윤정	[4월 금통위] 탈동조화 메시지의 의미
2024-04-16	FI Spot Comment	강승원	'23년 10월의 교훈: 금융환경 긴축이 필요하다

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.