2024. 4. 26

Policy Watcher

BOJ 4월 Review: Goodbye, JPY

▲ FX/원자재
Analyst **박수연**
02. 6454-4897
soo-yeon.park@meritz.co.kr

▲ 해외채권/크레딧
Analyst **임제혁**
02. 6454-4898
jeyhyuk.im@meritz.co.kr

- ✓ BOJ, 3월 금정위에서의 정책 결정 유지. 환율보다는 경기와 물가 중시
- ✓ [FI] 고금리가 무서운 BOJ. 하반기 글로벌 통화정책 피벗 이후에야 채권 매입 속도 조절 예상. 일본채 금리는 미국채 민감도 낮추며 하락 이후 점진적인 상승 예상
- ✓ [FX] 엔화는 정책 불확실성이 해소되며 추가 절하. 총재의 "통화정책은 환율을 목표로 하지 않는다."는 말마따나 달러/엔 상단을 열고 대응할 것

바뀐 건 없다

BOJ는 3월의 통화정책 결정을 그대로 유지. 기준금리(무담보 O/N 콜금리)를 동결하고 채권 매입 규모도 유지(accordance with the decisions made at the March). 큰 정책변화가 없을 것이라는 시장 예상에 부합하는 결과

수정경기전망에서 전반적으로 경제성장률은 하향, 물가전망은 상향조정. 2024년 경제성장률은 1.3%→0.8%, 신선식품 제외 CPI 2.4%→2.8%, 근원 CPI(음식료/에너지 제외)는 1.9%로 유지. 2025년 물가전망은 3월과 동일하게 신선식품 제외 및 근원 CPI 모두 1.9%로 제시하면서 기조적인 물가 상승압력이 아직 2%에 도달하지 못했음을 시사. 다만 새롭게 제시된 2026년 전망에서 근원 CPI를 2.1%로 전망하면서 중장기적으로는 통화정책 정상화에 대한 의지 확인

기자회견에서도 우에다는 단기내에 외환시장 개입 필요성을 낮게 평가했고, 채권 매입 규모 유지 관련해서도 반대 의견이 크게 없었다고 발언. 완화적이었던 회의 결과를 반영하며 엔화는 156엔을 상회했고, 일본채 금리도 반락

당사는 불확실성이 높으나 2025년에 추가적인 BOJ의 금리 인상이 단행될 가능성에 무게. 일본의 경기는 정석적인 매크로 논리로 설명하기 어려움. 2016년 이후 초완화적인 정책으로 예금금리가 0% 부근으로 하락했음에도 일본 가계의 예금 증가 추이는 지속. 코로나 국면에서 위축된 가계 소비성향도 회복되지 않는 중. BOJ는 통화정책을 조정하는 시기는 강한 경기가 예상되는 지점이 아닌 확실히 확인하는 시기일 것

특히 엔화 약세로 인한 수입물가 영향력은 아직 1%대에서 제한적. 게다가 현재 엔화 약세가 강달러의 결과임을 감안하면, 하반기 글로벌 피벗과 함께 달러가 약세 반전된다면 추가 정상화 없이 엔화 강세 도달 가능. 당장의 경기 위축 리스크를 감수하면서까지 엔화 강세 전환을 위해 금리 인상을 단행할 필요성은 낮다고 생각. 지난 3월의 통화정책 전환은 마이너스 정책금리라는 부작용이 높은 초완화적인 통화정책을 조정하는 단계였음

[FX] 상단이 사라진 달러/엔

BOJ 결정문에서 정책 변화가 없다는 것을 확인한 후 달러/엔은 156엔을 상향돌파. 그러나 외환시장은 사전에 BOJ의 완화적인 스탠스를 사전에 예상했음. 4월 23일에 우에다 BOJ 총재가 아직은 완화적인 통화정책이 적절하며, 기조적인 물가 상승률이 2%에 도달한 이후에 금리 인상에 나설 것이라 밝힌 바 있었기 때문. 뉴스 발표 이후 달러/엔은 155엔을 상향돌파했고, 회의 이후에는 정책 불확실성이 해소되며 추가 상승으로 반응했다고 생각

따라서 외환시장에서는 통화정책 변화보다는 환시개입 시행 여부에 주목했음. 스즈키 일본 재무상은 회의 발표 이후 "엔화 약세를 방어할 모든 수단이 준비되어 있으며, 필요할 경우 개입에 나설 것"이라 밝힘. 그러나 구두개입 스탠스가 기존과 비슷했고 실개입에 나서지 않았기 때문에 엔화 절하가 방어되지 않았음. 오히려 기자회견에서 우에다 BOJ 총재가 "통화정책은 환율을 목표로 하지 않는다"고 발언한 후 엔화 절하폭 확대

사실 레벨 부담을 제외하면, 일본 외환당국이 당장 환시개입에 나설 명분과 효용성은 모두 낮음. 환시개입은 환율 방향을 바꾸는 것이 아닌, 환율 변동성을 낮추기 위한 조치. 그러나 지금은 2000년 이후 일본의 환시개입 시기 중 어느 때보다 엔화 내재변동성이 낮음<그림 8>. 게다가 현재 달러/엔이 상승하는 주된 요인 역시 강달러이기 때문에 약달러 전환 전까지는 환시개입 효용성이 낮을 것

환시개입은 실제로 이루어지더라도 일시적인 저항선 형성 정도의 의의만 있을 것. 펀더멘털 변화가 부재하기 때문에 달러/엔 상단을 열고 대응할 필요

[FI] 고금리는 무서워

일본채 금리는 4월 내부의 경기적인 요인보다 미국채 금리에 연동되는 흐름이 지속. 일본채 10년 금리는 0.9%를 상회하며 전월대비 20bp 이상 상승. 4월 BOJ에서 채권매입 규모를 조절할 수 있다는 우려도 일부 반영. 여전히 실질임금 개선세는 초입 단계이고, 소비자 심리는 여전히 눌려 있음. BOJ 또한 올해 경제성장률을 1월 대비 0.5%p 하향조정하며 강한 경기 회복에 대한 신뢰도가 높지 않음

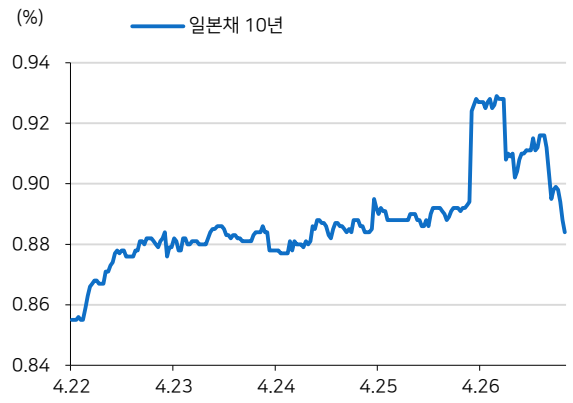
임금 상승→소비 진작의 연결고리가 확인되지 않은 상황에서 외부 요인으로 인해 금리가 급등한 상황이기 때문에 이번 회의에서 BOJ는 채권 매입 규모를 조절할 필요가 없었던 것으로 판단. 지난달 금정위에서 BOJ가 만기별 채권 매입 레인지의 상단은 하향조정 했음에도, 이번달 매입 규모는 3월과 동일하게 유지<그림 6>

이에 더해 BOJ가 엔화 약세를 신경 쓰지 않는 모습이라면, 단기간내에 채권 매입 규모를 줄이며 긴축적인 스탠스를 보일 가능성은 더 낮아지게 됨. 일본의 채권 매입 축소는 하반기 미국의 글로벌 피봇을 확인하고, 글로벌 금리의 상방 리스크가 줄어든 이후에 단행될 것으로 예상. 현재 일본채 선물 10년 반영하고 있는 1% 내외의 레벨이 상반기 강한 상단으로 작용할 것으로 예상

그림1 달러/엔 5일 틱차트

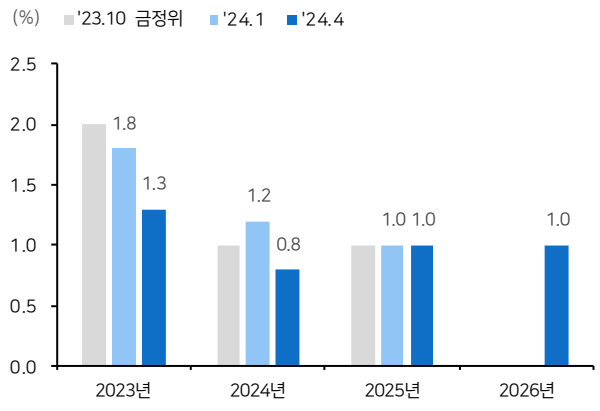
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 일본채 10년 금리 5일 틱차트



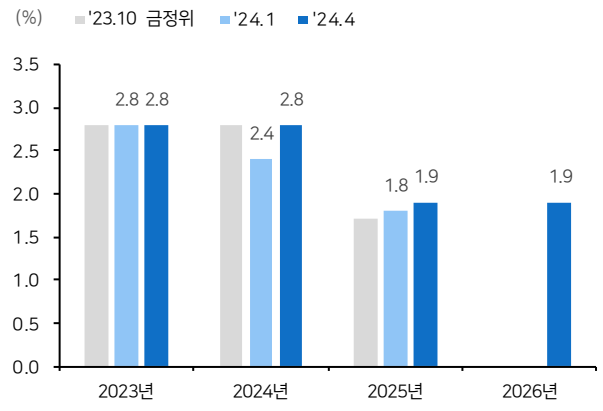
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 4월 BOJ 실질 경제성장률 전망



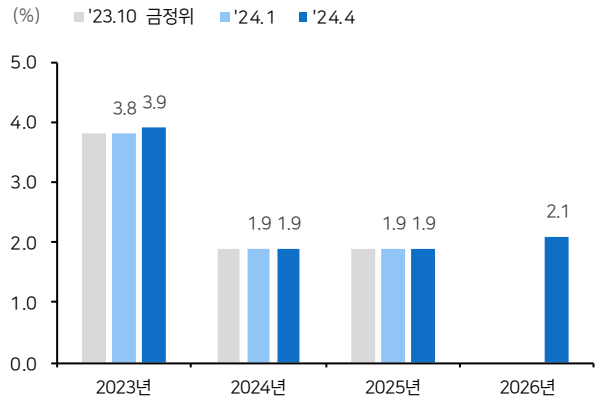
자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림4 4월 BOJ 신선식품 제외 CPI 전망



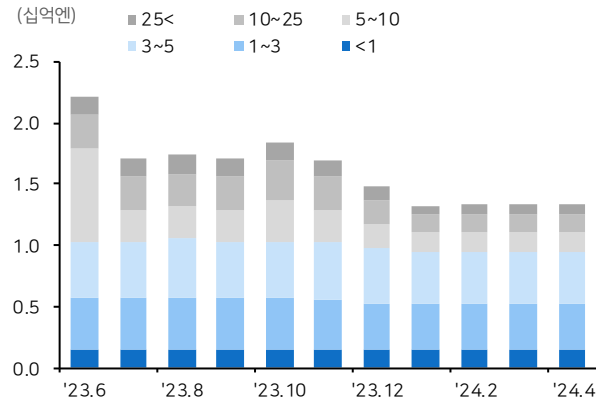
주: 음영은 일본 환시개입 시기
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 4월 BOJ 근원 CPI(음식료/에너지 제외) 전망



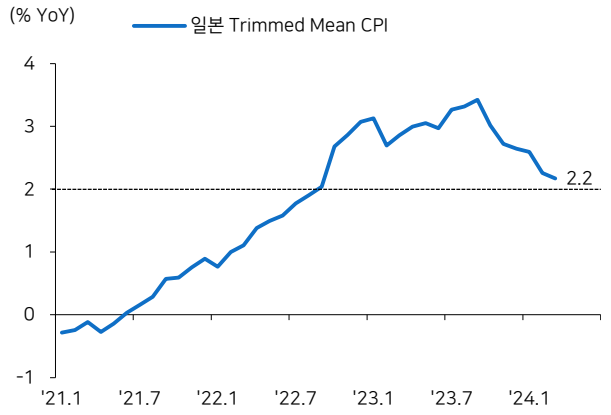
자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림6 만기별 BOJ 채권 매입 규모



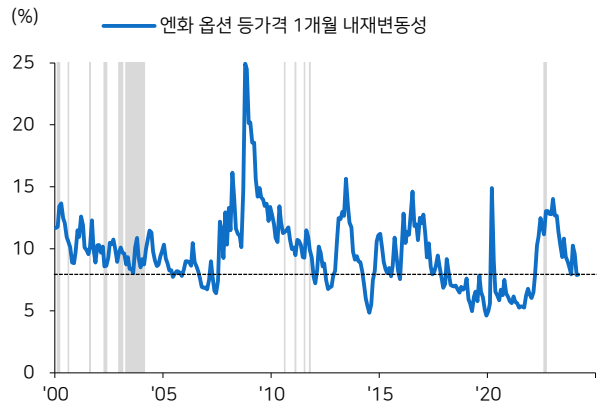
자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림7 일본 Trimmed Mean CPI



자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림8 엔화 옵션 등가격 1개월 내재변동성



주: 음영은 일본 환시개입 시기
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 m월 d일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 m월 d일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 m월 d일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 윤여삼)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.