

2025년 하반기 일본경제 전망 및 주요 이슈

2025. 6

동 경 사 무 소

차 례

< 요약 >

I. 2025년 상반기 일본경제 동향	1
1. 실물경제	1
2. 금융시장	5
II. 2025년 하반기 일본경제 전망	12
1. 실물경제	12
2. 금융정책	16
III. 주요 이슈	17
1. 일본 정부의 재정 현황 및 평가	17

<참고 1> 고정금리 장기주택담보대출 금리 역전

<참고 2> 생명보험사들의 초장기채 매수 기조 변경

<참고 3> 일본은행의 장기국채 매입 축소계획 중간점검 결과 및 시장평가

【 요약 】

- ◆ **(동향)** 최근 일본 경제는 설비 및 주택 투자가 증가했지만 실질임금 감소 등으로 민간소비 회복이 지연되면서 성장세가 둔화
 - 민간소비는 높은 물가상승세 지속에 따른 실질임금 감소 등으로 증가세가 둔화된 반면 설비투자는 양호한 기업실적 및 친환경·디지털 투자 수요 등으로 증가
 - 노동시장은 취업자 증가세가 확대되는 등 양호한 움직임을 보였으나, 명목임금 증가세가 둔화되는 가운데 실질임금은 감소세 지속
 - 소비자물가(신선식품 제외)는 쌀 등 식료품가격 급등 등으로 오름세가 확대
 - 금융시장은 '25년 상반기중 미 상호관세 부과에 따른 무역긴장 확대, 중동 지역 지정학적 리스크 심화 등 세계경제 불확실성 증가로 주요 가격변수가 큰 변동성을 보이며 '24년말 대비 장기금리는 상승, 엔/달러 환율 및 주가는 하락
 - 여수신 금리는 정책금리 인상(25.1월) 등의 영향으로 예금금리가 '24년말 대비 대폭 상승하였으며 주택담보대출금리도 고정금리와 변동금리 모두 상승
- ◆ **(전망)** 2025년 하반기 일본 경제는 미국 관세정책의 전개 상황에 크게 영향받는 가운데 해외경제 둔화, 경기 불확실성 확대에 따른 기업의 투자 심리 위축 등으로 당분간 성장세 둔화가 이어질 가능성
 - 민간소비는 가계의 소득환경 개선, 물가 오름세 둔화 등으로 완만하게 회복될 것으로 예상되는 반면 설비투자는 엔하 강세 및 미국의 관세부과 등에 따른 기업수익 감소 등으로 둔화되고 수출도 부진할 가능성
 - 임금은 인력부족 심화, 춘투에서의 높은 임금협상 결과 등으로 상승폭이 확대되고 물가상승세 둔화도 가세하면서 실질임금이 플러스로 전환될 가능성
 - 물가는 식료품 가격 급등세 진정, 에너지가격 보조금 재개 등으로 2% 초반대까지 오름폭을 축소할 것으로 예상
 - 한편 일본은행의 정책금리는 대체로 2025년 연말 ~ 2026년 연초 인상 의견이 다수
 - 일본 정치상황(참의원 선거 등), 트럼프 관세정책 협상 결과에 대한 불확실성이 커 단기간(7~9월중)내에 정책금리 인상 가능성은 낮아진 상황
 - 이에 더해 GDP 등 실물경제지표 및 임금인상 동향까지 확인하고자 하는 경우 정책금리 인상이 내년초까지 미뤄질 가능성
 - 다만 높은 식료품 가격과 유가가 기조적 인플레이션율을 상승시키는 경우에는 정책금리 인상이 다소 앞당겨질 가능성도 상존

작성자 : 동경사무소 최재혁 차장(실물), 이소윤 과장(금융), 최호식 과장(금융정책)

I

2025년 상반기 일본경제 동향

1 실물경제

[경제성장]

- 최근 일본 경제는 설비 및 주택 투자가 증가했지만 실질임금 감소 등으로 민간소비 회복이 지연되면서 성장세*가 둔화

* GDP증가율(QoQ) : '24.2Q 1.0% → 3Q 0.2% → 4Q 0.6% → '25.1Q 0.0%

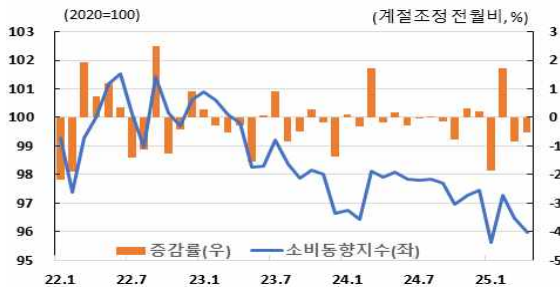
- (소비) 높은 물가상승세 지속에 따른 실질임금 감소 등으로 증가세* 둔화

* GDP 민간최종소비지출(QoQ) : '24.2Q 0.8% → 3Q 0.7% → 4Q 0.1% → '25.1Q 0.1%

— 가구소비동향지수는 금년 1분기 -0.8%(전분기대비)를 기록한 데 이어 4월에도 하락세(-0.5%) 지속

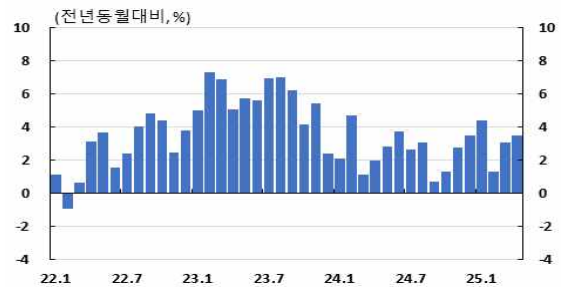
— 반면 명목기준의 소매판매액은 금년 들어 증가세가 소폭 확대('23.3Q 2.1% → 4Q 2.6% → '25.1Q 3.0%, 전년동기대비)

소비동향지수



자료: 총무성

소매판매액 증감률



자료: 경제산업성

- (투자) 설비투자*는 양호한 기업실적 및 친환경·디지털 투자 수요 등으로 증가

* GDP 민간기업 설비투자(QoQ) : '24.2Q 1.3% → 3Q 0.1% → 4Q 0.6% → '25.1Q 1.1%

— 자본재 총공급은 지난해 4분기 4.0% 증가한 데 이어 금년 1분기에도 2.8% 증가하였으며, 설비투자 선행지표인 민간기계수주(선박·전력제외)도 2분기 연속 증가(24.4Q 2.3%, 25.1Q 3.9%)

— 건설투자*는 주택착공건수가 주택건설 관련 신규규제 도입**에 따른 수요 등으로 큰 폭 증가하였으며, 공공건설 기성액도 양호한 증가세 지속

* GDP 민간주택투자(QoQ) : '24.2Q 1.2% → 3Q 0.7% → 4Q -0.2% → '25.1Q 1.4%

** 목조건물 건축허가 요건 간소화 중단, 주택 등의 에너지 효율화 기준 준수 의무화 등

자본재총공급¹⁾ 및 민간기계수주¹⁾



주: 1) 계절조정치
자료: 경제산업성

주택착공¹⁾ 및 공공건설²⁾ 증감률



주: 1) 주택착공건수 2) 건설기성액
자료: 국토교통성

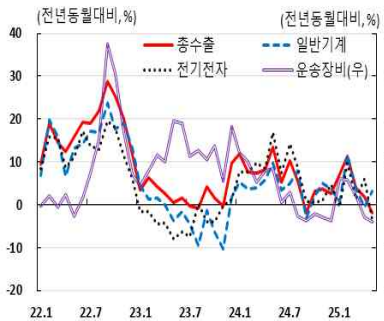
○ (대외부문) 수출*(통관, 전년동기대비)은 미국의 관세부과를 앞둔 선수요 등으로 호조를 보였다가 4월 이후 운송장비(25.4~5월중 전년동기대비 -6.9%) 등이 감소하면서 증가세 둔화

— 수입**은 국제유가 하락 등으로 광물성연료가 큰 폭 감소한 가운데 1분기 중 화학·전기제품 등을 중심으로 증가하였다가 4월 이후 감소 전환

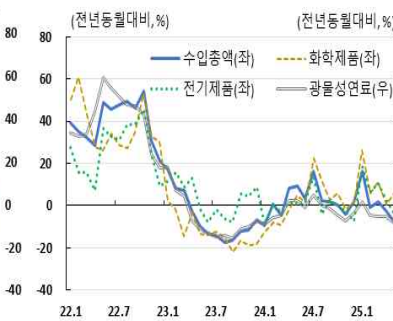
* 수출(YoY) : '24.2Q 8.8% → 3Q 4.5% → 4Q 3.2% → '25.1Q 7.4% → 4~5월 0.2%

** 수입(YoY) : '24.2Q 7.5% → 3Q 6.9% → 4Q -0.5% → '25.1Q 5.9% → 4~5월 -5.0%

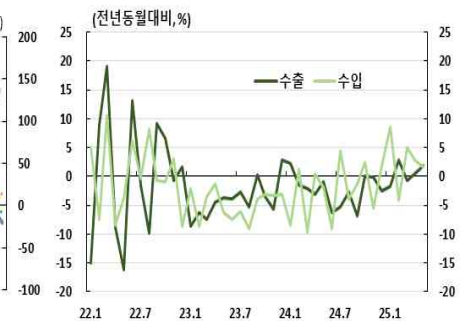
품목별 수출증가율



품목별 수입증가율

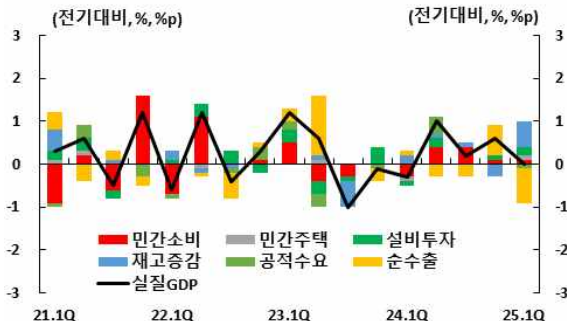


수출입 물량 증가율



자료: 경제산업성

GDP성장률¹⁾



주: 1) 전기대비, 각 부문은 성장기여도
자료: 내각부

주요 경기지표(%)

	민간소비		설비투자	건설		무역	
	소비 동향 ¹⁾	소매 판매 ²⁾	자본재 총공급 ¹⁾	민간 주택 ²⁾	공공 건설 ²⁾	수출 ²⁾	수입 ²⁾
24.3/4	-0.2	3.6	-3.6	-2.0	3.3	4.5	6.9
4/4	-0.6	3.9	4.0	-2.4	2.6	3.2	-0.5
25.1/4	-0.8	3.7	2.8	13.1	5.3	7.4	5.9
1	-1.9	4.4	5.8	-4.6	3.0	7.3	16.3
2	1.7	1.3	-3.6	2.4	3.7	11.4	-0.7
3	-0.8	3.1	-6.0	39.1	9.5	4.0	1.9
4	-0.5	3.5	1.6	-26.6	3.5	2.0	-2.2
5	-1.7	-7.7

주: 1) 전기대비 증감률(SA) 2) 전년동기대비 증감률
자료: 내각부 등

[노동시장]

□ 일본의 노동시장은 취업자 증가세가 확대되는 등 **양호한 흐름**이 지속

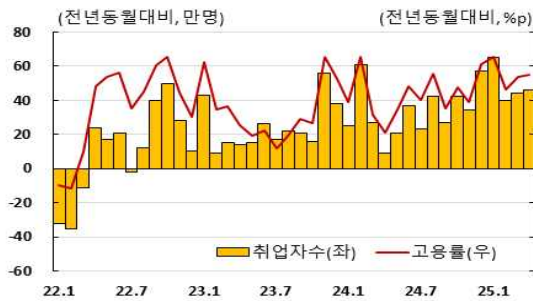
- **취업자수***는 금년 1분기 50만명(월평균) 증가하여 증가폭이 확대되었으며, **고용률****(취업자/15세이상인구)은 61.7%로 지난해 1분기(61.1%) 대비 0.6%p 상승

* 취업자수 증감(전년동기대비, 만명) : '24.2Q 22 → 3Q 31 → 4Q 44 → '25.1Q 50

** 고용률 증감(전년동기대비, %p) : '24.2Q 0.3 → 3Q 0.4 → 4Q 0.5 → '25.1Q 0.6

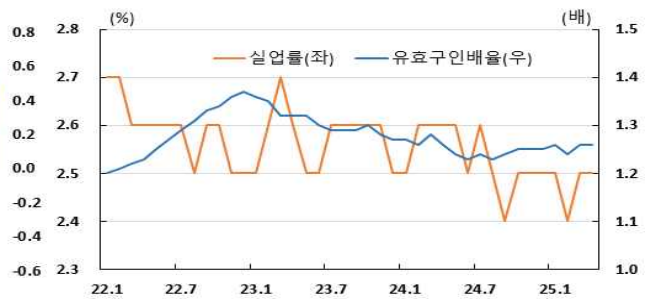
- **실업률(SA)**은 2% 중반대의 매우 낮은 수준을 지속하고 있으며, **유효구인배율**(=유효구인자수/유효구직자수)은 금년 들어 소폭 상승하여 1.2배를 상회하는 높은 수준 지속

취업자수 증감 및 고용률



자료: 총무성

실업률 및 유효구인배율



자료: 총무성, 후생노동성

□ 임금은 금년 들어 **명목임금 증가세가 둔화**되고 **실질임금은 감소 전환**

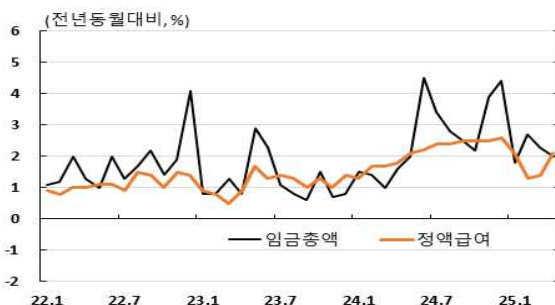
- **명목임금***(임금총액)은 정액급여** 증가율이 재차 2%를 하회하는 등 금년 들어 **증가세가 둔화**

* '24.2Q 3.0% → 3Q 2.9% → 4Q 3.7% → '25.1Q 2.2% ** 2.1% → 2.4% → 2.5% → 1.6%

- **실질임금***은 지난해 하반기 일시 증가하였다가 금년 들어 재차 감소 전환하여 **4개월 연속 감소**

* '24.2Q -0.2% → 3Q -0.3% → 4Q 0.4% → '25.1Q -2.0%

명목임금¹⁾



주: 1) 5인 이상 사업장 대상, 총급여

실질임금¹⁾



자료: 후생노동성

[물가]

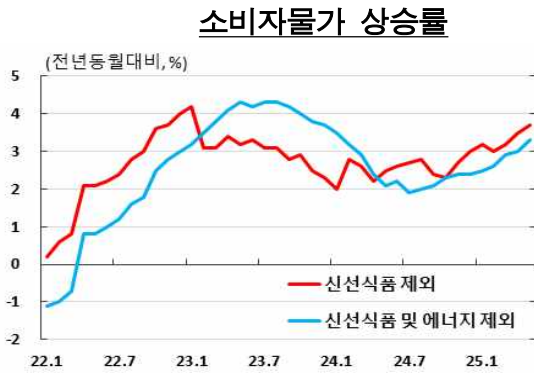
- 소비자물가*(신선식품 제외)는 쌀가격 등 식료품(신선식품 제외) 가격** 급등 등으로 금년 들어 오름세가 확대

* '24.2Q 2.5(전년동기대비, %) → 3Q 2.7 → 4Q 2.6 → 25.1Q 3.1 → 4~5월 3.6

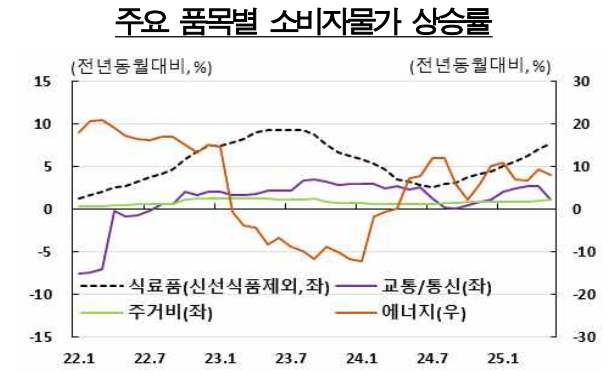
** '24.2Q 3.2(전년동기대비, %) → 3Q 2.8 → 4Q 4.1 → 25.1Q 5.7 → 4~5월 7.4

- 근원물가*(신선식품·에너지 제외 지수)도 오름폭이 확대

* '24.2Q 2.2(전년동월대비, %) → 3Q 2.0 → 4Q 2.3 → 25.1Q 2.7 → 4~5월 3.1



자료: 총무성



- 재화 가격*(신선식품 제외)은 오름세가 크게 확대된 반면 서비스 가격**은 상승세가 둔화***

* '24.2Q 3.2(전년동기대비, %) → 3Q 3.8 → 4Q 3.7 → 25.1Q 4.8 → 4~5월 5.7

** '24.2Q 1.7(전년동기대비, %) → 3Q 1.4 → 4Q 1.6 → 25.1Q 1.4 → 4~5월 1.3

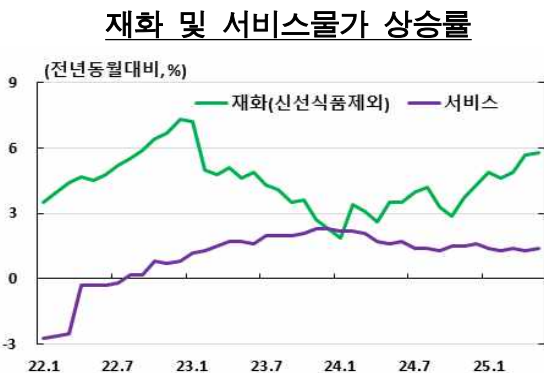
*** 공립 고등학교 수업료 지원에 대한 소득제한 폐지('25.4월) 등이 일부 영향

- 소비자물가의 기초적 추이를 나타내는 지표*들은 지난해 4분기를 저점으로 금년 들어 오름세로 전환

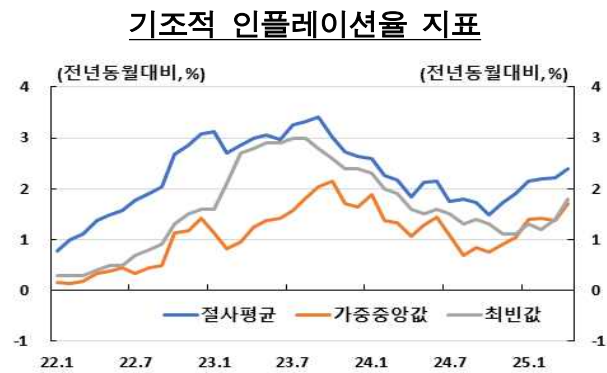
* 절사평균 : 품목별 가격변동분포의 양끝단(10%) 공제한 값

가중중앙값 : 가격상승률이 높은 순서대로 누적하여 50% 근방의 값

최빈치 : 품목별 가격변동분포에서 가장 빈도가 높은 값



자료: 총무성



자료: 일본은행

2 금융시장

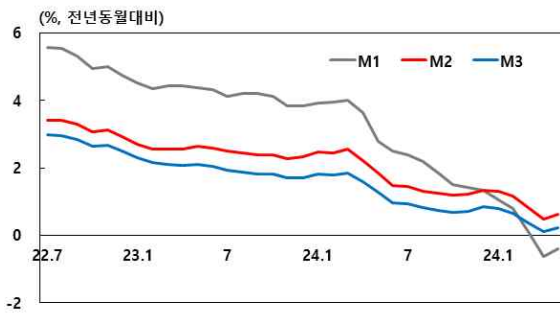
□ (통화량 및 은행대출) 일본은행의 정책금리 인상, 월별 국채매입액 축소 등으로 통화량 및 은행대출 증가율은 둔화

○ 통화(M2, 평잔기준) 증가율은 25.5월중 0.6%로 '24년말(1.3%)대비 하락하였으며, M1(평잔기준) 증가율은 4월에 이어 마이너스를 기록*(-0.4%)

* 시장금리 상승의 영향 등으로 법인의 결제성예금이 정기예금으로 이동한 데 주로 기인

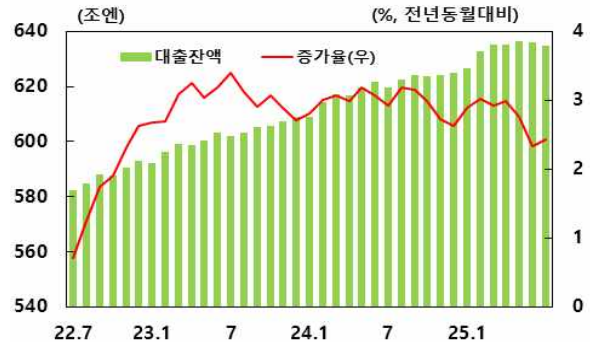
○ '25.5월중 은행(은행 및 신용금고 기준)대출 증가율은 2.4%로 '24년말(3.0%) 대비 하락

M1, M2 및 M3 증가율



자료: 일본은행

은행대출잔액(평잔) 및 증가율



주: 1) 은행 및 신용금고 기준 자료: 일본은행

□ (예금·대출금리) '25.1월 정책금리 인상 등의 영향으로 예금금리가 '24년말 대비 크게 상승하였으며 주택담보대출금리도 고정금리와 변동금리 모두 상승('25.5월)

○ [예금금리] 정책금리 인상이 순차적으로 반영되면서 보통예금은 '24년말(0.09%)보다 다소 상승한 0.182%를 기록하였으며, 정기예금 금리도 장기(10년) 기준 0.477%로 '10.6월(0.477%) 이후 가장 높은 수준

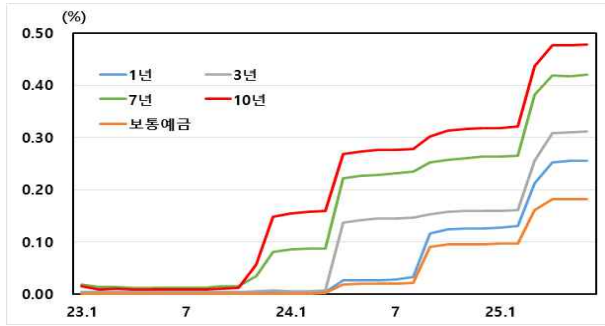
○ [주택담보대출금리] 단기 프라임레이트 인상* 등으로 변동금리(대형은행 기준)는 '24년말 대비 크게(23bp) 상승하였으며(0.682%), 고정금리(10년)도 10년물 국채금리가 상승하면서 강한 오름세(16bp)를 나타냄(1.927%)

* 일본은행의 정책금리인상(1.24일 0.25%→0.5%)을 반영하여 3월부터 변동금리대출의 기준인 단기 프라임레이트가 인상(1.625%→1.875%)

— 한편 고정 10년(2.110%)은 '25.4월부터 고정 35년 금리(1.94%)를 역전*

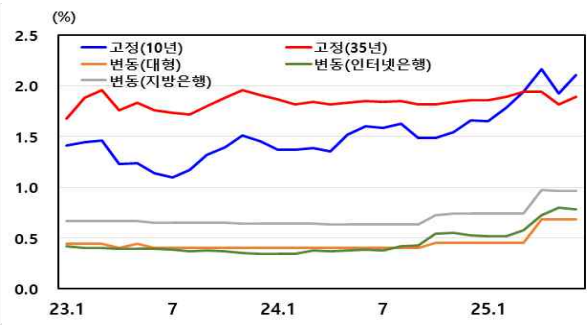
* 이와 관련하여 <참고> '고정금리 장기주택담보대출 역전' 참조

기간별 예금금리



주: 1) 1,000만엔 이상 기준 자료: 일본은행

주택담보대출 금리¹⁾



주: 1) 평균 자료: MFS

<참고 1>

고정금리 장기주택담보대출 금리 역전

□ '25.1월 정책금리 인상 이후 장기 주택담보 고정금리(10년)가 가파르게 상승하여 35년 초장기 고정금리(이하 플랫 35¹⁾)를 역전하는 현상이 발생

* 플랫 35는 일본 주택금융지원기구(住宅金融支援機構)가 민간 금융기관의 대출에 따라 발생한 채권을 매입해 유동화하여 지원하는 최장 35년 고정금리 대출제도

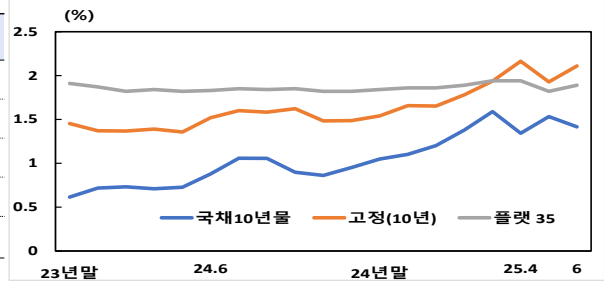
○ 플랫 35는 10년물 국채 금리, 기관채 수익률 등을 고려하여 주택금융지원기구가 정책적으로 정하는 요율에 따르므로 고정금리(10년)보다 시장금리의 변동분이 덜 반영되는 구조

○ 따라서 통상적으로는 플랫 35는 민간은행 고정금리(10년)보다 조금 높은 수준에서 금리가 형성되나 10년물 국채 금리가 급격하게 상승하는 시기에는 금리 변동분이 바로 반영되는 10년 고정금리 주택담보대출 금리와 역전이 발생

주택담보대출 금리¹⁾ 및 국채금리

	고정금리 ¹⁾ (10년)	플랫 35 ¹⁾	국채 10년
'23년말	1.453	1.91	0.614
'24년말	1.540	1.84	1.048
'25.4월	2.163	1.94	1.342
'25.5월	1.927	1.82	1.532
'24.6월	2.110	1.89	1.415

주: 1) 평균



자료: MFS, Bloomberg

□ 다만 플랫 35는 초기 금리가 높고, 기술적 조건(주택면적·구조·용도 등 요건)이 있는데다 취급하는 은행이 제한적이고 높은 수수료 등의 불리함으로 인하여 널리 선택되지 않는 만큼(주택담보대출 총 잔액 중 약 6.9%) 금리역전 등에 따른 영향은 크지 않을 것으로 판단

○ 한국('25.4월 기준 고정금리가 89%)과 달리 일본은 주택담보대출 중 변동금리 비중이 높고*('24년말 기준 70.3%) 고정금리의 경우 기간선택형(10년 등)을 주로 선호(19.3%)

* 초저금리 환경의 장기화 및 변동금리 우대 경쟁으로 변동금리와 고정금리 상품과의 금리차가 크고, 소득 증가율이 낮은 일본 가계(특히 젊은 세대는 고정적·고소득 비율이 낮은 편)의 특성상 매월 상환 부담이 적은 변동금리 대출을 선호

- (주요 가격변수) '25년 상반기중 미 상호관세 부과에 따른 무역긴장 확대, 중동지역의 지정학적 리스크 심화 등 세계경제의 불확실성 증가로 주요 가격변수가 큰 변동성을 보이며 '24년말 대비 장기금리는 상승, 엔/달러 환율 및 주가는 하락

금융시장 가격변수

	23년말	24.6월말	24.12월말	25.6.23일(24년말대비)	연중 최고	연중 최저
환율(엔/달러)	141.0	160.9	156.8	147.98(-5.6%)	158.3(1.8일)	140.3(4.22일)
주가 ¹⁾ (엔)	33,464	39,583	39,895	38,354(-3.9%)	40,083(1.7일)	31.136(4.7일)
장기금리 ²⁾ (%)	0.614	1.057	1.101	1.415(+0.314%p)	1.589(3.27일)	1.101(1.3일)
무담보콜금리(O/N)(%)	-0.039	0.076	0.227	0.477(+0.25%p)	0.485(2,12일)	0.227(1.24일)

주: 1) Nikkei225 2) 일본국채 10년물

자료: 일본은행, Bloomberg

- 상반기중 장기금리*(국채 10년)는 연초 상승기조에서 글로벌 경기침체 우려에 따른 안전자산 선호 경향, 연준의 금리 인하 기대 후퇴 등으로 급락 반전 후 중동의 지정학적 리스크로 인한 정책금리인상 기대 변화 등의 영향으로 **등락**

* 6월말 기준 장기금리는 전년말 1.101% 대비 1.415%(6.23일)로 31bp 상승

- 초장기금리는 수요감소 우려* 등으로 5월중 30년물 및 40년물 금리가 '99.9월 이후 최고 수준을 기록하며 수익률 곡선이 스티프닝한 모습을 보이다가 재무부의 초장기 국채발행 축소 조정**, 일본은행의 장기국채 매입 감액 범위 축소 발표로 다소 진정되는 모습

* 다수 시장참가자들은 최근 생명보험사 등 초장기 국채 수요자들의 매수 부족을 수요감소의 주원인으로 지적하였는데 이와 관련 <참고2> '생명보험사들의 초장기채 매수 기조 변경' 참조

** 재무성은 국채시장 프라이머리 딜러 회합(6.20)에서 25년도에 30년, 40년 같은 초장기채 발행을 줄이는 대신 국고단기증권(TDB)이나 2년채 발행을 늘리는 내용의 재검토안을 제시

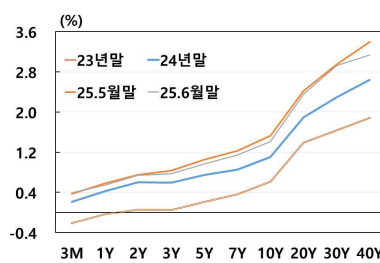
- 상반기중 단기금리(무담보 익일물 콜금리)는 정책금리 인상을 반영하여 0.227%→0.476%(1.27일)으로 크게 오른 후 일본은행 정책금리(0.5%) 수준을 소폭 하회하는 0.476~0.485% 수준에서 움직임

국채(10년물) 금리



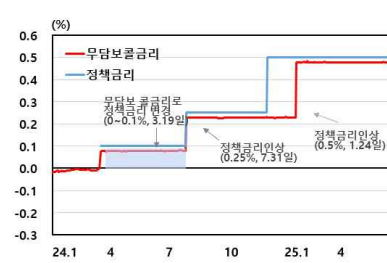
자료: Bloomberg

수익률 곡선



자료: Bloomberg

무담보 콜금리(O/N) 추이



자료: 일본은행

<참고 2>

생명보험사들의 초장기채 매수 기초 변경

□ 일본의 생명보험사들은 '경제가치기반 건전성 규제*' 도입(26.3월)에 대비하여 2019년부터 초장기채를 매입해 왔음

* 보험회사의 실질적인 재무건전성 확보를 위해 자산과 부채를 시장가치(Market Value) 또는 현실적인 경제적 가치(Economic Value) 기준으로 평가해 보험회사의 지급여력(Solvency)을 측정하는 제도

○ 일본의 생명보험사들은 자산·부채의 시가평가로 인해 금리변동에 따른 리스크 민감도가 더 높아짐에 따라 자산-부채 듀레이션 관리*(ALM) 등을 강화하는 차원에서 초장기 채권을 지속적으로 매입

* 부채(보험계약)의 연한에 맞는 자산을 보유하는 것이 규제 대응의 핵심으로 평가

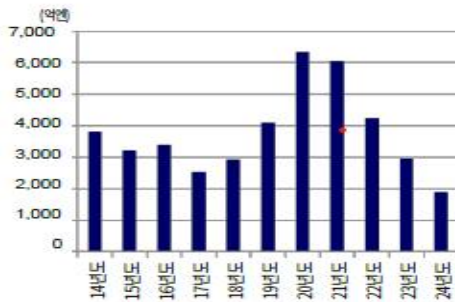
□ '23년 이후 생보사들은 국채금리 상승여력을 고려하여 듀레이션을 단축하거나 중립유지로 조정하는 등 본격적으로 자금운용 방안을 변경

○ 생보사들이 초장기채를 적정수준으로 확보*한 상황에서 일본은행의 금융정책 변화에 따른 국채금리 상승과 이에 따른 국내채권 수입률의 변동성 확대에 대응하여 국채 매수를 조정할 필요**가 커진 데 주로 기인

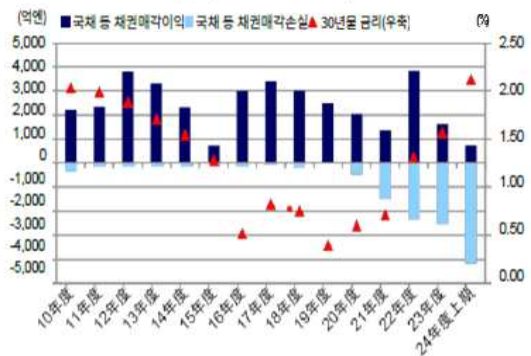
* '24년 6월 국채시장특별참가자회의 결과 재무성은 생보사의 새로운 규제에 대한 대응이 어느 정도 마무리 되고 있는 것으로 판단

** 채권금리 인상(채권가격 하락)으로 인하여 초장기채권의 교체시 매각손실이 발생하고 있으며 보유하고 있는 채권에 대한 미처분손실도 증가

연도별 월간 초장기채 평균매수금액



대형 생보사 9곳의 국채 등 채권매각손실



자료: 미즈호증권

□ 향후에도 생보사의 채권 장기보유를 위한 수요는 크지 않을 것으로 예상

○ 최근 고객들이 기존 보험상품을 해지하고 투자중심의 개인종합자산관리계좌(NISA)로 이동하는 경향을 보이는 상황에서 생보사들은 듀레이션 연장보다 대량해약리스크에 대비한 재보험 활용을 확대하는 가운데 금리리스크가 큰 상품판매를 제한하여 보험부채 리스크를 줄이는 방안을 고려중

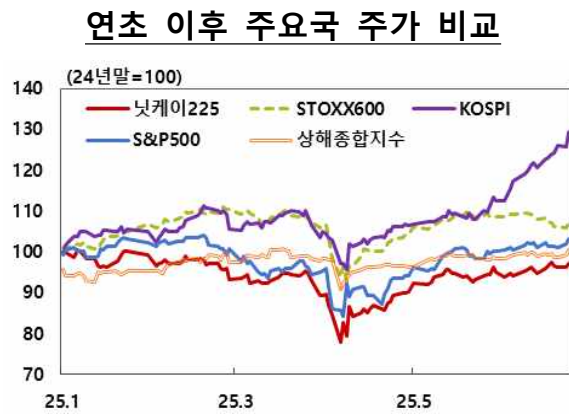
- 주가(닛케이 지수)는 미·중 양국간 무역마찰에 따른 실적악화 우려로 인한 미 증시 급락, 엔고·달러 약세에 따른 주가지수 선물 매도 등으로 **4월 초 급락*** 후 미국 추가관세 협상 진행, 미 증시 상승, 일본은행의 정책금리 인상 지연 기대 등으로 **회복**되는 모습

* 1년 5개월 만의 최저치(31,136.58, 4.7일)를 기록

- 상반기 중에는 주요국 증시 중 다소 부진한 모습을 보이며 미 증시 상승에 연동하는 형태로 더디게 상승하고 있음(6.23일 현재 38,354엔으로 '24년말 대비 -3.9% 하락)



자료: Bloomberg



자료: Bloomberg

- 상반기중 **엔/달러 환율**은 미국 상호관세 발표로 인한 전세계 경기하강 경계감, 미국 신용등급 강등 등으로 달러매도가 커지면서 **하락**하다가 미·중 무역협상 진행, 이스라엘·이란 휴전협약 등 리스크 회피심리 완화, 미일 관세교섭시 엔저 시정요구 가능성 확대의 영향 등으로 144엔 부근에서 **등락**

- 비상업목적 엔화선물 포지션(+ 순매수, - 순매도)은 2월부터 순매수 전환 후 순매수폭을 지속적으로 확대해 오다가 5월 들어 소폭 축소*

* 2.4일(순매수 전환) +1.8만계약 → 4.29일 +17.9만계약 → 6.20일 +14.5만계약



자료: Bloomberg



자료: Bloomberg

□ (금융정책) 일본은행은 '25.1월 금융정책결정회의에서 '콜금리(무담보 O/N) 운영 목표'를 0.25%에서 0.5%으로 인상*하였으며, '대출증가지원자금공급**'에 대해 '25.6월말 이후 신규자금공급을 중단하고 만기도래분에 대해서는 규모를 축소(1년 만기 절반 이하)하여 차환하기로 결정

* 글로벌 금융위기로 금리를 인하한 2008년 10월 이후 약 17년 만에 최고 수준

** 대출잔액을 증가시킨 금융기관에 대해 저리로 장기자금을 지원하는 제도로, 금융기관의 적극적인 대출을 유도하기 위해 2012년말 도입

○ '25.6월에는 장기국채매입 축소 계획 관련 중간점검 결과*를 발표하고 '26.1분기까지는 매분기 0.4조엔씩, 이후 '27.1분기까지는 매분기 0.2조엔씩 감액하는 것으로 결정

* 자세한 내용은 <참고 3> “일본은행 장기국채 매입 축소계획 중간점검 결과 및 시장 평가” 참조

○ 한편 일본은행의 자금공급(본원통화)은 '24.9월 감소 전환한 이후 감소세*가 확대되는 흐름을 지속

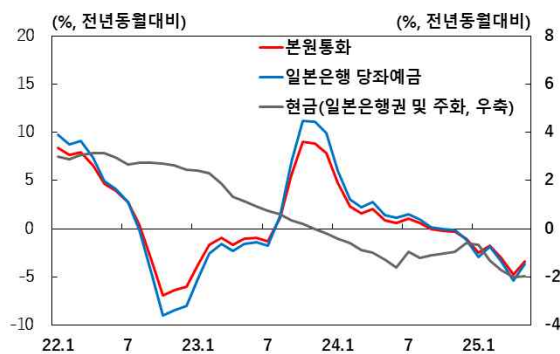
* 본원통화 증가율(전년동기대비, %)

: '24.8월 0.6 → 9월 -0.1 → 12월 -1.0 → '25.3월 -3.1 → 4월 -4.8 → 5월 -3.4

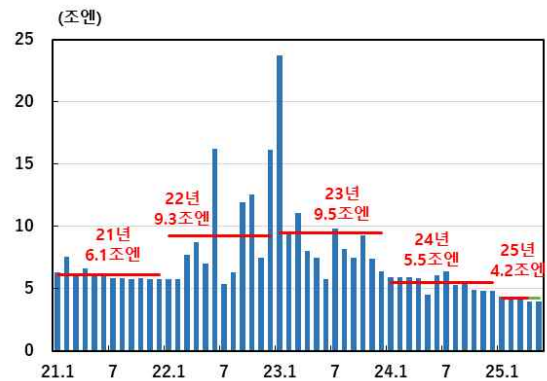
— 이는 자금공급의 주요 요인인 일본은행의 장기국채 매입 규모가 감소*한데 주로 기인

* 25년 1~5월 평균 매입액은 4.2조엔으로 24년(5.5조엔)에 비해 감소하였으며, 장기국채매입 축소 계획으로 이러한 감소세가 앞으로도 지속될 예정

본원통화(평잔) 증가율



장기국채 매입 추이



자료: 일본은행

<참고 3>

일본은행 장기국채 매입 축소계획 중간점검 결과 및 시장평가

- (점검결과) 월 장기국채 매입액은 '26.1/4분기까지는 기존 계획에 따라 매분기 0.4조엔씩 감액하고 이후 '27.1/4분기까지는 0.2조엔씩 감액하여 약 2.1조엔 수준까지 축소 예정
- 동 계획이 차질없이 진행되는 경우 27.3월말 일본은행의 보유국채 잔고는 장기국채 매입 감액계획 실행 이전('24.6월)보다 16~17% 감소한 490~500조엔으로 추정

장기국채 월간매입 계획



자료: 일본은행

장기국채 보유 잔고



- (시장평가) 금번 중간점검 결과는 시장 참가자들의 컨센서스에 부합

- 5월중 국채금리가 초장기물을 중심으로 상승*하면서 변동성이 커지는 등 불안한 모습을 보인 것을 고려한 것으로 평가(JCER)

* 30년물 및 40년물 금리가 5.22일 각각 3.180%, 3.692%를 기록하면서 '99.9월 이후 최고 수준을 기록

- 일본국채의 수익률곡선은 국채감축계획 발표 전후에도 크게 다르지 않은 모습

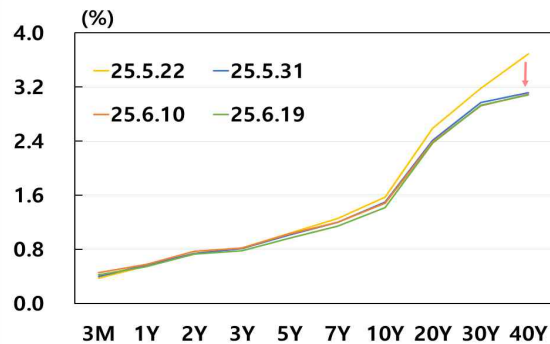
— 5월 하순 초장기금리 상승으로 스티프닝 해진 수익률 곡선이 6월 들어 안정화되는 모습을 보였으며, 장기국채매입 계획의 내용이 컨센서스와 부합하여 시장에 미치는 영향이 미미한 모습

장기국채금리 추이



자료: Bloomberg

일본 국채 수익률 곡선



자료: Bloomberg

II

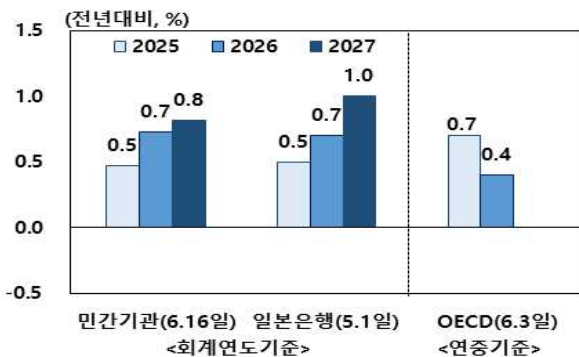
2025년 하반기 일본경제 전망

1 실물경제

[경제성장]

- 2025년 하반기 일본경제는 미국 관세정책의 전개 상황에 크게 영향받는 가운데 해외경제 둔화, 경기 불확실성 확대에 따른 가계 및 기업의 심리 위축 등으로 당분간 성장세 둔화가 이어질 전망
 - 다만 가계의 소득환경 개선, 정부의 고물가 대책 시행 가능성, 높은 수준의 인바운드 수요 지속 등은 하방리스크를 제한하는 요인으로 작용
 - 일본은행은 5월 경제전망에서 25년도 경제성장률을 0.5%로 전망하며 직전 전망(1.1%, 25.1월) 대비 0.6%p 하향조정하였으며, 민간 연구기관의 성장률 전망치도 연이어 하향조정(25.3월 1.0% → 4월 0.9% → 5월 0.6% → 6월 0.5%)

주요 기관의 일본경제 성장률 전망¹⁾



주: 1) 민간기관은 38개 기관 전망 평균
자료: JCER, OECD, IMF

민간기관 연간전망치 추이¹⁾



주: 1) 민간기관 전망 평균
자료: JCER

- 부문별로 보면 민간소비가 완만하게 회복되는 가운데 설비투자 증가세는 둔화되고 수출은 부진할 것으로 예상
 - 민간소비는 임금 인상 및 급부금 지급* 등에 따른 가계의 소득환경 개선, 물가 오름세 둔화 등으로 완만하게 회복될 것으로 전망
 - * 이시바 총리는 '고물가 대책'의 일환으로 1인당 2만엔 등의 급부금 지급을 참의원 선거 공약에 포함시킬 것을 표명(일본경제신문)
 - 실질임금은 춘투의 임금인상분이 본격적으로 반영되고 물가상승세 둔화가 예상되는 하반기 이후 플러스(+)로 돌아설 가능성

- 설비투자는 인력부족 대응을 위한 노동절약형 투자, 탈탄소·디지털화 관련 투자가 꾸준히 지속되겠지만 엔하 강세 가능성 및 미국의 관세부과 등에 따른 기업수익 감소* 등으로 증가세는 둔화될 가능성

* '25.1Q중 법인기업의 경상이익 증가율은 3.8%(전년동기대비)로 '24.4Q(13.5%)대비 크게 하락하였으며, 업종별로는 비제조업은 증가(7.0%)한 반면 제조업은 감소(-2.4%) <재무성 법인기업통계>

- 수출은 자동차 등 주력 품목에 대한 미국의 관세부과, 해외경제 성장세 둔화 등으로 증가세가 둔화될 전망

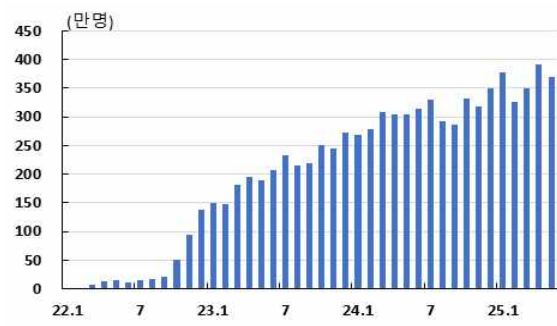
- 미국의 10% 상호관세와 자동차·철강 등에 대한 25% 품목별 관세가 유지될 경우 對미 수출은 기존 대비 16~21% 감소할 가능성(일본총연)
- 인바운드 수요는 탄탄한 수준이 지속되겠지만 방일 관광객수 증가속도가 완만해질 것으로 예상됨에 따라 증가세는 둔화될 전망

對미국 수출 증가율



자료: 재무성

월별 방일 관광객수 추이

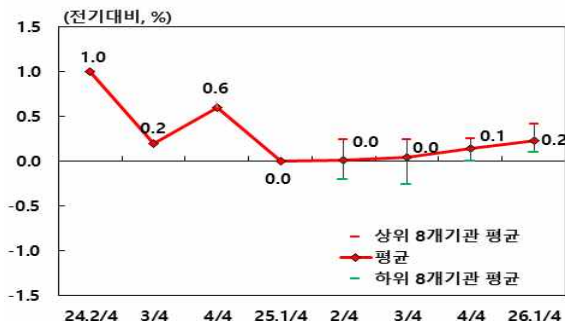


자료: 일본 관광국

- 분기별로는 '24.2/4분기 0.0% → 3/4분기 0.0% → 4/4분기 0.1% → '25.1/4분기 0.2%로 예상(38개 기관 평균치)

주요 민간기관의 실질GDP 성장률 전망

< 분기별 >



주: 1) 38개 기관 전망 평균
자료: JCER(25.6월)

< 부문별 · 연도별¹⁾(%) >

	실질 GDP	민간 소비	민간 주택	설비 투자	정부 지출	공공 투자	수출
2023	0.6	-0.4	0.8	-0.1	-0.8	-0.3	3.1
2024	0.8	0.8	-1.0	2.4	1.3	1.3	1.7
2025	0.5	0.8	0.7	1.5	0.4	-0.3	-0.1
2026	0.7	0.8	-0.5	1.3	0.8	0.5	1.3

주: 1) 23, 24년은 실적(내각부), 25, 26년은 전망 (민간기관, 회계연도 기준)
자료: 내각부, JCER(25.6월)

[노동시장]

□ 노동시장은 인력부족 지속으로 낮은 실업률이 유지되고 구인수가 구직수를 상회하는 타이트한 흐름이 이어질 전망

○ 취업자는 서비스업을 중심으로 확대*되고 있으나 동 업종의 인력부족 현상도 지속

* '25.1~4월 산업별 취업자 수 증감(기간중 월평균, 만명)
: 제조업 -9, 건설업 -14, 운수 -12, 도소매 -4, 의료·복지 +22, 숙박음식 +11, 부동산·물품임대 +10, 교육·학습지원 +10, 기타서비스 +18 등

— '25.1분기 고용상황 DI(인력과잉 응답(%) - 부족 응답(%))는 -37%p로 지속적으로 악화*되고 있으며, 특히 숙박·음식(-57%p), 개인서비스(-52%p) 등에서 인력부족이 심화되고 있는 것으로 조사(일본은행 단칸)

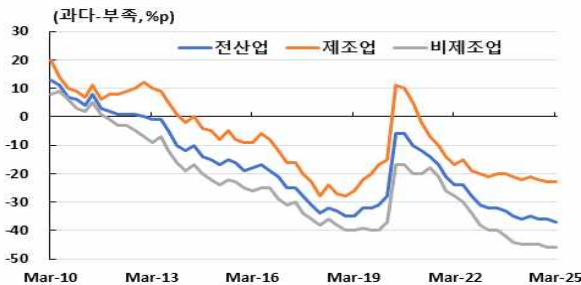
* 22.1Q -24%p → 23.1Q -32%p → 24.1Q -36%p → 25.1Q -37%p

○ 노동공급을 주도하였던 여성 및 고령층의 노동시장 참가는 여성 경제활동참가율*의 큰 폭 상승, 단카이 세대(1947~1949년생)의 고령화에 따른 노동시장 퇴장 등으로 점차 둔화**될 것으로 예상

* 여성의 경제활동참가율은 25.1Q 74.9%로 G7(68.9%) 및 OECD(63.7%) 평균을 크게 상회

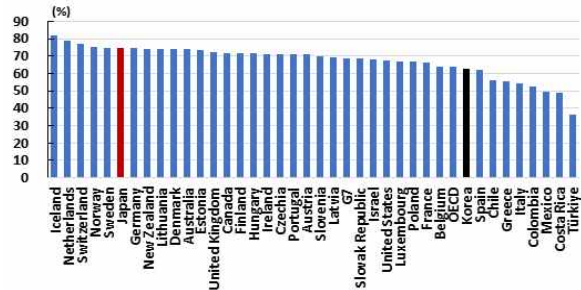
** 65세 이상 취업자 증감은 15~19년 연평균 +42만명에서 20~24년 +8만명으로 크게 축소

고용상황 DI



자료: 일본은행

여성 경제활동참가율¹⁾(25.1분기)



주: 1) 15~64세기준

자료: OECD

□ 임금은 춘투에서의 높은 임금협상 결과 등을 감안할 때 상승폭이 전년보다 확대될 가능성

○ 민간전문가들은 '25년도(회계연도기준) 명목임금 상승률을 2.9%로 전망하며 지난해(2.8%)를 소폭 상회할 것으로 예상(JCER)

— 25년도 춘투 임금인상률(25.6.5일 기준 5.26%, 정기승급분 포함)이 24년도 동시점 집계(5.08%)를 상회하고 있으며, 최종 인상률은 1991년(5.66%) 이후 가장 높은 수준이 될 전망

○ 실질임금은 춘투 인상분이 점진적으로 반영되고 물가상승세가 둔화되면서 금년 하반기 이후에는 플러스로 전환될 가능성

[물가]

- 소비자물가(신선식품 제외)는 금년 하반기 이후 식료품 가격 급등세가 다소 진정되는 가운데 에너지 보조금 지급 재개*의 영향 등으로 2% 초반대까지 오름폭을 축소할 것으로 예상

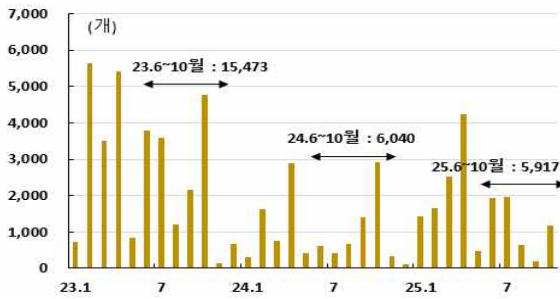
* 일본 정부는 전기·가스요금 지원을 8~10월중(7~9월 사용분) 재개하기로 결정

- 쌀가격 등 식료품 가격 상승 및 이에 따른 외식가격 인상이 다소 진정*되면서 재화가격을 통한 물가상승압력은 완만해질 것으로 예상

* '25.6~10월 중 식료품가격 인상 예정 품목수는 5,917개로 '24.6~10월(6,040개) 및 '25.1~5월(10,307개)에 비해 감소(주요 식품 195사 가격개정 동향조사, 제국데이터뱅크, '25.5월)

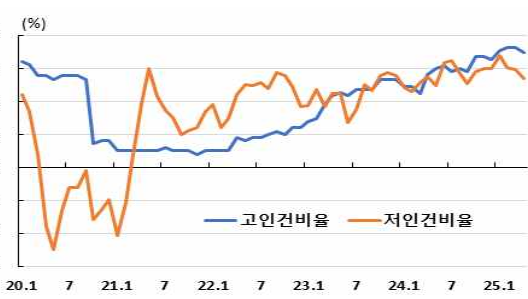
- 다만 인건비 비중이 높은 기업용서비스 가격의 오름세가 꾸준히 이어지는 등 인금인상의 가격전가 확대 가능성 등은 물가의 하방을 지지하는 요인으로 작용할 전망

식료품 가격인상 품목수



자료: 제국데이터뱅크

인건비비율에 따른 서비스물가 지수¹⁾

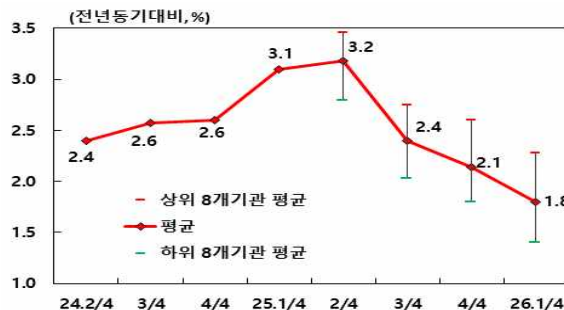


주: 1) 기업용서비스물가지수를 인건비 비중에 따라 분류
자료: 일본은행

- 민간 전문가들은 물가상승률이 2분기까지 3%를 상회하였다가 이후 2% 초반대로 낮아진 후 내년에는 2%를 하회할 가능성

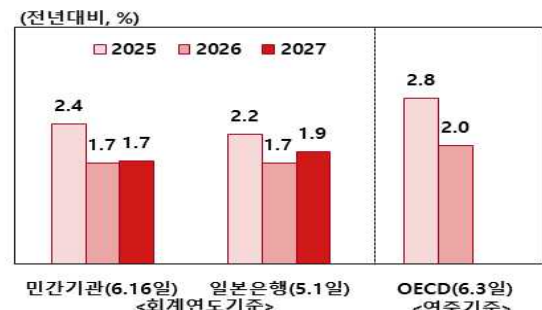
주요 기관의 소비자물가(신선식품 제외) 상승률 전망

< 분기별(%)¹⁾ >



주: 1) 38개 기관 전망 평균
자료: JCER(25.6월)

< 연간(%)¹⁾²⁾ >

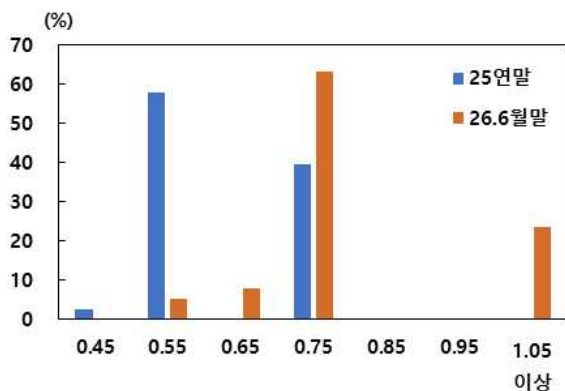


주: 1) 민간기관은 38개 평균
2) OECD는 Headline 인플레이션 기준
자료: 각 기관

2 금융정책

- 향후 일본은행의 정책금리 인상과 관련하여 대체로 2025년 연말 ~ 2026년 연초 인상할 것이라는 의견이 다수
 - 일본내 정치상황(참의원 선거 등), 트럼프 관세정책 협상 결과 및 영향에 대한 불확실성이 커 단기간(7~9월중)내에 정책금리 인상 가능성은 낮아진 상황
 - 특히 트럼프 관세정책의 영향을 확인할 수 있는 '2025년 3분기 GDP통계(1차 속보)가 발표되는 11.17일 이후에 정책금리 인상을 검토해 볼 여건*이 될 것으로 예상
 - * 우에다 총재는 최근 금융정책결정회의(6.17일) 기자회견에서 향후 금리인상 판단 가능성에 대해 향후 실물경제지표(하드데이터)가 어떻게 나올지 지켜보고 싶다고 언급
 - 이에 더해 임금인상 동향 등을 확인하고자 하는 경우 정책금리 인상이 내년초까지 미뤄질 가능성
 - 다만 높은 식료품 가격과 유가가 기초적 인플레이션을 상승시키는 경우에는 정책금리 인상이 다소 앞당겨질 가능성도 상존
- 한편 연말까지 동결할 것으로 보는 전망이 1회 인상할 것이라고 보는 전망보다 다소 많은 편이나, 내년 6월까지 최소 1회 이상 인상할 것으로 대부분의 전문가가 예상(일본경제연구센터)
 - 향후 정책금리에 대한 시장의 예상을 반영하는 OIS(Overnight Index Swap) 금리로 시산해 보면 내년 1월 회의시까지 금리가 인상될 확률은 약 71% 수준

정책금리 수준 전망 서베이



주 : 1) 0.05는 0.0이상~0.1미만을 의미(이하 동일)
 자료 : 일본경제연구센터

OIS기초 정책금리 인상 횟수 예상치

	OIS 기대치	직전회의와의 차이	금리인상 예상횟수
'25.7 회의	0.4863	0.0093	0.04
'25.9 회의	0.5200	0.0338	0.17
'25.10 회의	0.5775	0.0575	0.40
'25.12 회의	0.6175	0.0400	0.56
'26.1 회의	0.6538	0.0363	0.71

주 : 2025.6.24.일 기준
 자료: 東京短資주식회사

Ⅲ

주요 이슈

1 일본 정부의 재정 현황 및 평가

I. 일본 정부의 재정 현황

□ (개황) 일본의 재정건전성은 코로나 19 등을 거치면서 크게 악화된 이후 양호한 경제성장세가 이어지는 가운데 일본은행의 완화적 금융정책으로 장기금리 상승이 억제된 영향 등으로 일부 개선

○ 2023년도 일반회계 세출은 127.6조엔(결산 기준)으로 2020년도(147.6조엔) 대비 20조엔 감소한 반면 조세 수입*은 72.1조엔으로 2020년도(60.8조엔) 대비 11.3조엔 증가

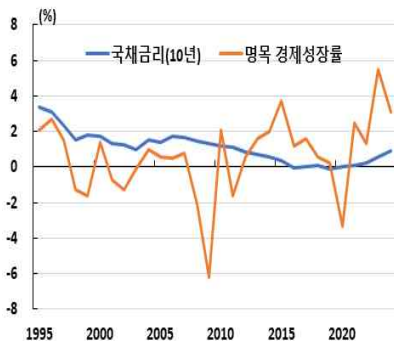
* 소득세, 소비세, 법인세 및 기타 조세수입

— 세출은 2010년 이후 100조엔 내외를 유지하였다가 2020년도 큰 폭으로 늘어난 이후 다시 감소세

— 조세 수입은 2010년대 초반까지 40조엔대 중반 수준에서 등락하다가 이후 완만한 증가세를 보이며 최근에는 70조엔을 상회

○ 일반회계 세입 중 국채발행액은 2023년도 35.0조엔으로 코로나 19 이전 수준('15년도~'19년도 평균 35.5조엔)으로 회귀하였으며, 국채의존도(국채발행액/일반회계 세출)는 27.4%로 '15~19년 평균(35.9%)을 하회

경제성장률 및 국채금리



자료: 내각부, Bloomberg

일반회계 세출 및 세수



자료: 재무성

국채발행액 및 국채의존도



자료: 재무성

□ (재정수지) 2023년도 기초재정수지*(PB; primary balance)는 -12.3조엔, 對GDP 비율은 -2.1%로 모두 2018년도(-10.7조엔 및 -1.9%) 이후 가장 양호한 수준

* 세입에서 국채발행액 등 정부 차입을 제외하고, 세출에서는 기존 국가채무에 대한 원금·이자 상환액을 제외한 수지를 나타내며, 필요한 정책경비(사회보장, 공공사업 등 다양한 행정서비스 제공 경비)를 세수로 얼마나 충당하고 있는지를 나타내는 지표

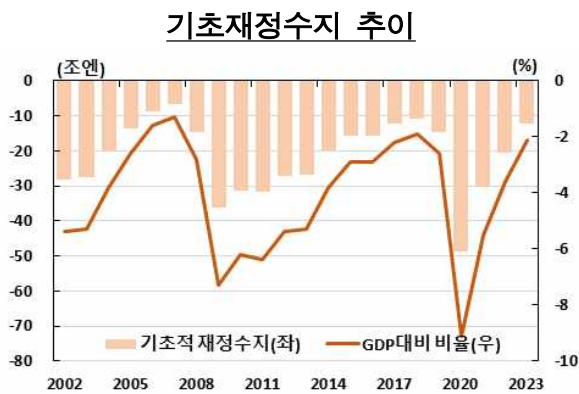
○ PB는 2000년대 들어 적자가 지속되는 가운데 글로벌 금융위기, 동일본 대지진, 코로나 19 등 경제 위기 및 대규모 재해 발생시 큰 폭으로 적자가 확대된 이후 축소되는 경향이 이어짐

— 한편 내각부는 2025년도 PB를 4.5조엔 적자(對GDP 비율 -0.7%)로 전망 하였으며, 이에 따라 2025년 PB 흑자 목표 달성계획*은 무산될 가능성

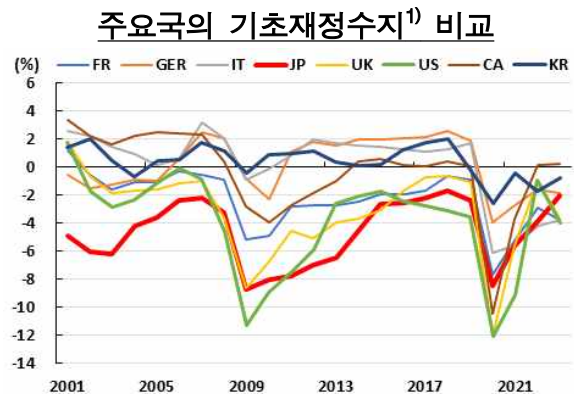
* 2018년도 경제·재정 운영 및 개혁에 관한 기본방침#(骨太方針)에서 2025년도 기초재정수지 흑자를 목표로 설정

내각부 경제재정자문회의(의장: 총리)에서 매년 수립·의결하는 경제 및 재정 정책의 기본방침

○ 주요국(G7)과 비교시 기초재정수지의 對GDP 비율은 캐나다, 독일에 이어 3번째 수준(2023년 기준)



자료: 내각부



자료: IMF World Economic Outlook(25.4월)

□ (정부부채) 2023년도말 국공채 잔액*은 1,221조엔, 對GDP 비율은 205.2%

* 중앙 및 지방 정부를 모두 포함. 단, 복구·부흥 대책, GX 및 AI·반도체 지원액 제외 기준이며 동 금액 포함시 국공채 잔액은 1,229조엔, 對GDP 비율은 206.4%로 추산(내각부)

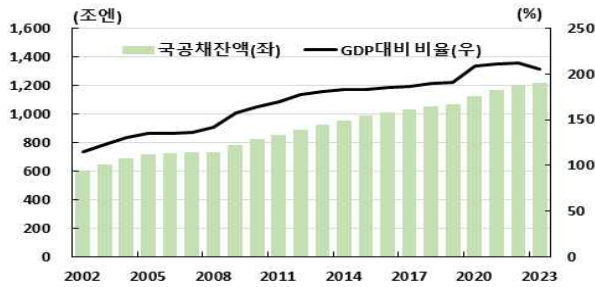
○ 국공채 잔액은 코로나19 등으로 2020년 큰 폭으로 증가한 이후 오름폭이 다소 축소되었으나 증가 기조는 유지

— 다만 對GDP 비율은 2020년도(208.6%)에 처음으로 200%를 상회한 이후 2022년도 211.5%까지 상승하였다가 하락하였으며, 내각부는 2025년도에는 203.6%까지 하락할 것으로 전망

- G7 국가 중에서는 유일하게 對GDP 비율이 200%를 상회*하며, 정부부채 비율이 높은 이탈리아(134.6%)보다도 크게 높은 수준

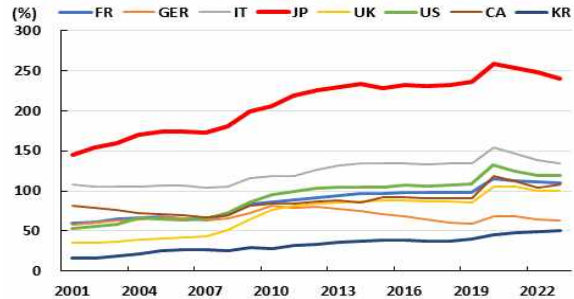
* IMF WEO에서는 정부부채에 중앙 및 지방 정부외에 사회보장기구도 포함. 동 기준으로 산출시 일본 정부부채의 對GDP 비율은 2023년 기준 240.0%

일본의 국공채 잔액 및 對GDP비율 추이



자료: 내각부

주요국의 정부부채 對GDP 비율



자료: IMF

II. 일본의 중장기 재정전망 및 향후 과제

1. 중장기 전망

(일본 정부의 재정건전화 추진 경과)

□ 일본정부는 정부부채 축소 등을 통해 **재정의 지속가능성을** 높이려는 노력을 지속하고 있으나, 경제위기 및 자연재해 시 대규모 적자재정 편성이 반복되면서 **목표달성이 번번이 무산**

- 고이즈미 내각 이후 **기초재정수지 흑자화**를 목표로 중기적 시계에서 재정건전화를 위해 노력하였으나 **매번 목표달성 시기***가 순연

* 목표 달성시기 : 2011년(2006년 설정) → 2020년(2010년 설정) → 2025년(2018년 설정)

- 금년도 '경제·재정 운영과 개혁의 기본방침*(6.13일)에서는 '25년도부터 26년도를 통해서 가능한 한 조기에 PB 흑자화를 목표로 천명하였으나 최근 소비세 감세 및 보조금 지급 논의** 등을 감안할 때 실현 가능성에 의문

* 이외에 ①채무 잔고의 對GDP비율을 우선은 코로나19 이전 수준을 향해서 안정적으로 인하하고, ②27년도까지 세출개혁을 지속하는 가운데 경제의 새로운 단계 이행이 명확해지는 것을 확인하면서 경제·물가 동향 등을 토대로 각 연도 예산 편성에 적절하게 반영 등

** 이시바 총리는 야당이 요구하는 식료품 소비세 감세 등에 대해서는 소비세가 사회보장관련 경비 지급에 쓰이는 목적세로서 대체재원이 부재하다는 점을 들어 부정적인 입장인 반면 국민 1인당 2만엔 등의 보조금 지급은 수용할 의사를 표명(6.13일, 일본경제신문)

(일본의 중장기 재정전망)

- 일본 정부는 그간 세출 개혁의 성과*와 최근 명목 GDP 확대 등으로 **26년도 이후 기초재정수지 흑자 전환**을 전망하고 있으나, 민간 연구기관 등에서는 시산의 전제가 지나치게 낙관적이라는 비판이 제기

* 24년도까지의 세출 효율화 노력과 경제에 미치는 영향 등을 바탕으로 1년에 1.3조엔 정도의 개선효과가 있었던 것으로 추정(경제재정 일체 개혁 추진위원회 세출자료, 24.4월)

- 내각부는 중장기 재정 전망을 통해 저성장(과거투영 케이스)의 경우 26년도에 기초재정수지가 흑자 전환(對GDP비율 +0.1%)되어 2032년까지 소폭의 흑자가 지속되다가 이후 적자로 전환되고

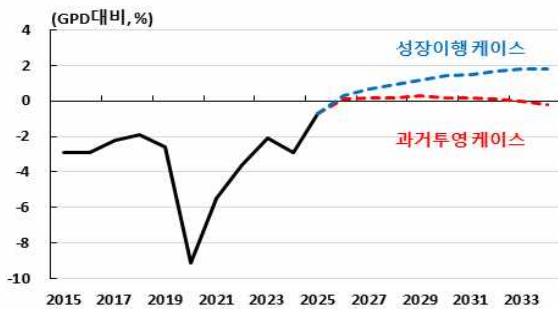
고성장(성장이행 케이스)의 경우에는 26년도에 對GDP 비율이 +0.3%가 된 이후 흑자폭이 확대될 것으로 전망*(중장기 경제·재정에 관한 시산, 25.1월)

* 중장기 재정전망의 전제(2027~2034년중)

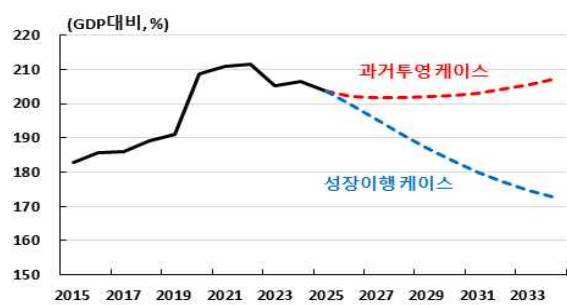
	명목 경제성장률	소비자물가상승률	명목장기금리
▪ 과거투영 케이스	0.7~0.9%	0.9%	1.3~1.4%
▪ 성장이행 케이스	2.8~3.0%	2.0%	1.6~3.1%

- 정부부채(對GDP비율)는 저성장의 경우 현재보다 소폭 상승한 수준에서 완만한 증가세가, 고성장의 경우 정부부채 비율이 안정적으로 하락하여 전망기간(25년도~34년도) 후반에는 170%대 수준에 이를 것으로 예상

기초재정수지 전망



정부부채 전망



자료: 내각부

- 민간 연구기관 등은 성장률, 물가상승률, 장기금리 등의 전제치가 경제현실과 부합하지 않게 설정*됨에 따라 특별한 조치 없이도 현 수준을 유지(과거투영 케이스)하거나 크게 개선(성장이행 케이스)되는 것으로 추정된 것으로 비판

* ① 소비자물가 상승률이 최근 추세와 달리 한정적으로 설정, ② 장기금리가 물가상승률보다 높은 것이 일반적이나 일정 기간에 걸쳐 장기금리가 명목 경제성장률 또는 물가상승률을 하회하는 것으로 가정 등(일본총연)

2. 향후 과제

□ 일본의 재정규율 강화를 위해서는 다양한 정량적인 재정건전화 목표 설정, 재정규율 평가 및 감시 기능 강화, 보정예산과 예비비 편성에 대한 규칙 확립 등이 필요할 것으로 전망(일본총연, 다이와총연 등)

① (정량적인 목표 설정) '기초적 재정수지 흑자화'라는 수지 측면의 규칙 외에 정부부채 한도, 세입·세출의 기준 등 다양한 측면의 정량적 재정 목표를 추가할 필요

— 일본의 재정운영 방침에는 'GDP대비 정부부채 비율의 안정적 하락', '세출개혁을 지속하는 가운데 예산에 적절히 반영' 등 정성적인 문구만 포함되어 있고 부채축소의 속도나 수준, 세출 상한 등 정량적 기준은 부재

② (재정규율 감시기능 강화) 정부의 재정상황을 평가하는 독립적인 재정규율기관을 설치하여 재정규칙 준수 상황의 감시기능 강화

— 미국의 의회예산국(CBO), 영국의 예산책임청(OBR)과 같이 정치권으로부터 독립성을 확보하여 중립적인 입장에서 재정의 지속가능성을 분석하고, 리스크를 평가할 필요

— 내각부 등을 통해 재정의 지속가능성에 관한 분석 및 전망이 실행되고 있으나 실적과의 오차가 커 예측의 신뢰성, 객관성 및 중립성에 의문

③ (보정예산 편성 규칙 설정) 보정예산 편성은 재정법*의 요지를 충실히 따라 예측하지 못한 경제위기나 대규모 재해 대처로만 제한할 필요

* 재정법 제29조 내각은 다음에 결거하는 경우에 한하여 예산작성의 절차에 준하여 보정예산을 작성하고, 이를 국회에 제출할 수 있다.

1. 법률상 또는 계약상 국가의 의무에 속하는 경비의 부족을 보충하는 것 외에 예산 작성 후에 발생한 사유에 근거하여 특히 긴급해진 경비의 지출 또는 채무의 부담을 행하기 위하여 필요한 예산을 추가하는 경우
2. 예산 작성 후 발생한 사유에 따라 예산에 추가 이외의 변경을 가하는 경우

— 코로나19 이후 경기대응을 위한 보정예산 편성이 상시화되고 있으며, 그 규모도 과거 위기시에 필적할 정도의 대규모로 편성*

* '23년도 및 '24년도 당초예산 대비 보정예산 비율은 각각 11.5% 및 12.4%로 글로벌 금융위기('08년도 7.0%, '09년도 15.8%), 동일본 대지진('11년도 16.3%, '12년도 11.3%) 등과 유사한 수준

— 또한 불가피하게 보정예산을 편성하는 경우에도 추가 재원 확보시 기존 세출의 재검토를 통해 국채 신규발행을 최소한으로 억제