

제 목 하반기 일본은행 금융정책 운영에 대한 일본내 시각

- 금년 3월 일본은행의 금융정책 정상화 결정 이후 오히려 엔저 현상이 심화 되는 가운데 일본은행이 4월 회의에서 기존 스탠스를 확고히 하면서 엔화가 가파르게 절하
- 최근 서베이(4월)에 따르면 금리 인상 시기로 GDP, 임금 파급 여부 등 주요 지표 확인이 가능한 10월 가능성이 높지만 엔화 약세의 물가로의 파급효과가 커질 경우 3/4분기중에도 가능하다고 예상
- 그러나 최근 환율에 대한 일본은행의 인식 변화와 함께 대외 여건(미 금리, 원자재 가격)도 변동되고 있어 하반기 일본은행 정책 운영의 폭과 시기에 대한 시장의 예상이 4월에 비해 상당폭 조정될 가능성 상존

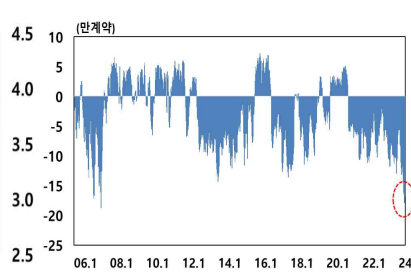
1 최근의 환율 동향

- 금년 3월 일본은행의 금융정책 정상화 결정 이후 오히려 엔저 현상이 심화
 - 특히 4월 들어 엔화가 주요국 통화에 비하여 큰 폭의 약세 시현에도 불구하고, 일본은행이 기존 스탠스 유지를 확고히 하면서 엔화가 더욱 가파르게 절하
 - 엔/달러 환율은 4.26일 회의 이후인 4.29일 일시적으로 160엔을 상회*
 - * 시장에서는 엔/달러 환율 급등에 대응하여 4.29일, 5.2일 일본 정부가 약 8조엔 규모의 외환시장 개입이 있었던 것으로 추정(일본경제신문, 5.8일)
 - 비상업목적 엔화선물 순매도포지션 규모도 엔화 약세 지속 전망으로 3월 하순 이후 큰 폭으로 증가하면서 '07.6.26일(18.8만계약) 이후 최고 수준을 기록

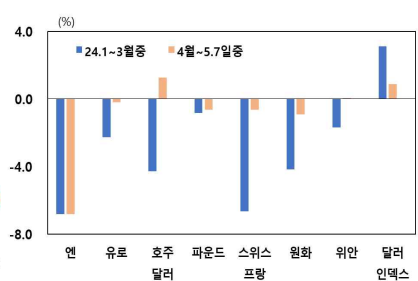
엔/달러 환율 및 내외금리차



엔화선물 포지션 추이



주요통화의 절상·절하율



자료 : Bloomberg

2 일본은행 정책에 대한 서베이 결과(4월)

- 가장 최근의 시장참가자 서베이*에 따르면 일본의 정책금리는 금년말 0.29%(단순평균)로 금년중 1차례의 금리 인상 예상이 지배적

* 일본경제신문·QUICK 채권시장 조사 : 4.23~25일중 채권시장 관계자 121명이 응답

- 금년중 금리 인상 의견이 약 80%에 달하며, 이중 10월 인상 가능성이 40%로 가장 높음(블룸버그 4월 서베이)

— 10월이 자민당 총재선거(9월) 이후인 데다 개인 소비를 포함한 실물 경기의 개선 정도(2/4분기 GDP 속보치 8월 발표 예정), 춘투 임금협상 결과의 전체 기업으로의 파급 여부 등 주요지표 결과를 확인할 수 있는 시점인 데 기인

- 한편 엔화 약세가 수입물가 및 기대 인플레이션에 미치는 영향이 커질 가능성을 감안하여 3/4분기중 금리 인상 예상도 적지 않음(25.2%)

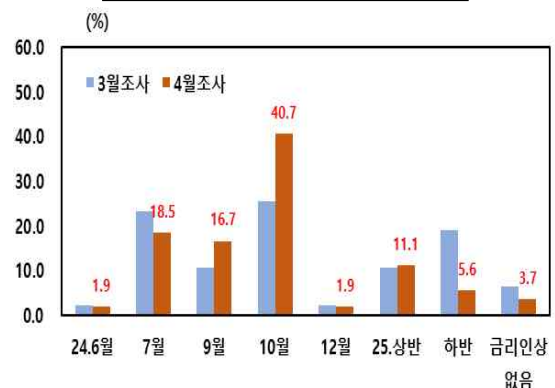
- 이러한 신중하고 점진적인 시장의 기대는 3~4월중 일본은행이 2% 인플레이션 안착이라는 정책목표 달성을 최우선과제로 인식하는 가운데 엔저 현상을 용인하는 스탠스를 분명히 한 데 따른 결과임

주요 기관의 일본은행 금리인상 전망

기관	금리인상 시기(폭)
Goldman Sachs	'24.10월
Morgan Stanley	'24.7월(0.1%→0.25%)
SMBC 닛코증권	'24.10월(0.1%→0.25%)
JP Morgan	'24.7월(+25bp)
노무라증권	'24.10월
노무라종합연구소	'24.9월
제일생명연구소	'24.10월(0.1%→0.25%)
미즈호증권	추가인상 없음

자료 : 각 사

시장의 금리인상 시기 예상



자료: Bloomberg

3 향후 일본은행 정책 운영 관련 대내외 변수

- 그러나 최근 들어 환율에 대한 일본은행의 인식 변화가 감지되고 미국 금리 및 국제 원자재 가격 동향 등 대외 여건도 급격히 변동됨에 따라 하반기 일본은행 정책 운영의 폭과 시기에 대한 시장의 예상이 4월에 비해 상당폭 조정될 가능성 상존

① (최근 환율 관련 일본은행의 인식 변화) 엔/달러 환율이 160엔을 상회한 이후 일본은행 우에다 총재의 환율에 대한 평가 발언이 이전과 달리 다소 매파적으로 변화

○ 우에다 총재는 4월 금융정책결정회의 기자회견에서 “기조적 물가에 대한 엔저의 영향이 무시가능한 수준인지”에 대한 질의에 대해서 “그렇다”고 답변하여 당시 155엔대의 환율 수준이 일본은행 정책 변경의 요인이 아님을 확인

○ 그러나 기시다 총리와의 면담(5.7일) 이후 국회 답변과 강연(요미우리국제경제간담회, 5.8일)에서는 환율에 대한 정책적 의미를 강조하기 시작*

* 이외에도 처음으로 장기국채 매입규모 감액 필요성도 언급하여 금융정책 정상화 관련 발언 수위를 높임

— 과거에 비해 환율 변동이 물가에 영향을 미치기 용이해졌다는 점과 향후 정책 운영시 엔화 약세에 대해 충분히 주시할 것이라고 발언하면서 급속하고 일방적인 엔저는 일본 경제에 마이너스라고 평가

○ 이러한 엔화 약세에 대한 일본은행의 인식 변화가 시장에 확산될 경우 일본은행의 조기 정책 변경에 대한 시장 기대도 강화될 가능성

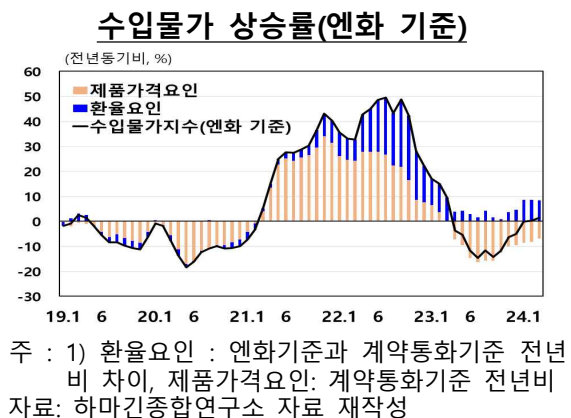
② (미국의 금리 동향) 미국의 금리 인하 시기 및 폭에 따른 내외금리차 수준, 엔/달러 환율 변동도 시장의 기대에 영향을 미칠 가능성

○ 미 경기 호조 및 인플레이션 둔화 속도 저하에 따른 정책금리 인하 시기 지연 또는 인하폭 축소는 엔화 약세 요인으로 작용하고 수입물가 상승의 파급 억제를 위해 일본은행에 금리 인상 압박요인으로 작용

○ 이와 반대로 미 경기 악화로 미국의 금리 인하 속도가 빨라질 경우 엔화 강세·주식 약세 등이 물가상승에 부정적 요인으로 작용하면서 일본은행의 금년내 추가 금리 인상이 어려울 전망

③ (원유 가격 등 국제원자재 가격 동향) 지정학적 리스크 등으로 원자재 가격이 상승하면 수입물가 상승을 통해 금리 인상을 조기화시키는 요인으로 작용할 가능성

○ 수입물가 상승률(엔화기준, 전년동기비)은 엔화 약세 등으로 이미 금년 1월부터 상승으로 전환



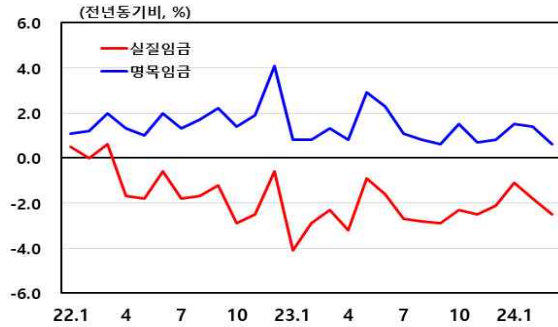
- 유가 상승*은 일본의 무역적자를 확대시켜 엔화 약세 요인이 될 뿐만 아니라 소비자물가 상승률에도 영향을 미쳐 금리 인상 요인으로 작용

* 미국의 물가상승률 축소 둔화요인이 되면서 고금리 장기화와 금리인하 지연 요인으로 작용할 가능성도 있음

- ④ (임금상승 파급 여부) 금년중 높은 수준의 임금인상이 일본 전체기업으로 파급될지 여부도 주요 변수중 하나

- 명목임금(현금급여총액)은 27개월 연속 플러스를 지속하고 있지만, 실질임금은 24개월 연속 마이너스 시현 (과거 최장기간 기록 경신)

실질임금 및 명목임금 추이



자료: 후생노동성

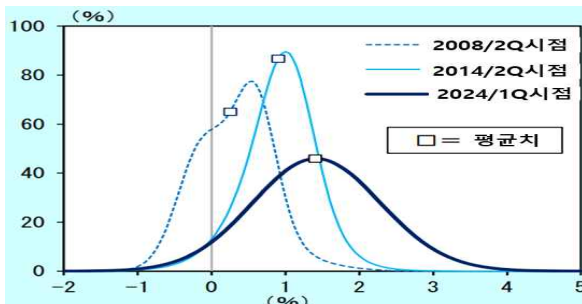
- 일부 연구에서 엔화약세와 고유가의 가계부담 증가액이 10.6만엔*에 달하는 것으로 추정(미즈호 리서치&테크놀러지)되고 있어 실질임금 상승이 지연될 경우 소비 개선이 어려워져 금리 인상이 미루어질 가능성

* 엔/달러 환율은 24.2Q 154엔, 3Q 149엔, 4Q 146엔, 25.1Q 143엔, WTI 유가는 83달러/배럴으로 상정

- ⑤ (인플레이션 기대) 시장에서는 현재 1%대 후반의 기대 인플레이션율이 2% 내외로 상승할 지 여부도 중요 요소로 인식

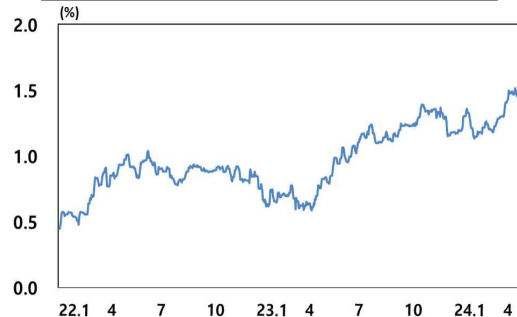
- 일본은행에 따르면 중장기 기대 인플레이션이 2% 정도에 이를 확률이 과거에 비해 높아지고 있으나 아직은 이에 미치지 못하고 있음(일본 리뷰, 5.2일)
- 한편 채권시장에서의 기대 인플레이션도 1.4% 수준으로 2%에 도달하지 못하는 상태가 지속

3년 후 물가상승률 예측 집계¹⁾ 분포



주 : 1) 가계조사, 기업(단칸), 전문가 조사 등 6개 지표의 예측 분포를 가중 평균 자료: 일본은행

기대 인플레이션(10년물 BEI) 추이



자료 : Bloomberg