

2024년 하반기 일본경제 전망 및 주요 이슈

2024. 6

동경사무소

차 례

< 요약 >

I. 2024년 상반기 일본경제 동향	1
1. 실물경제	1
2. 금융시장	5
II. 2024년 하반기 일본경제 전망	8
1. 실물경제	8
2. 금융정책	12
III. 주요 이슈	17
1. 임금 동향 및 전망	17
2. 일본은행 대차대조표 축소	20

【 요약 】

- ◆ **(동향)** 최근 일본 경제는 민간소비 개선이 지연되고 자동차 업체의 조업중단이 라는 특수요인이 가세하면서 **부진한 성장세를 시현**
 - 민간소비가 실질소득 감소 등으로 **회복이 지연되고 설비투자도 기업수익 호조에도 불구하고 해외경제 둔화 등으로 동반 부진**
 - 노동시장은 취업자 증가세가 확대되는 등 **양호한 움직임**을 보였으며, **명목 임금 증가세가 점차 확대되는 가운데 실질임금 감소폭이 점차 축소**
 - 소비자물가(신선식품 제외)는 식료품가격 안정 등 하락요인과 엔화 약세, 유가 반등 등 상승요인이 교차하면서 **2% 초·중반대에서 횡보**
 - 금융시장은 주가가 사상 최고치를 경신하고, **금리 및 환율도 큰 폭 상승**
 - 주택담보대출 금리의 경우 변동 금리가 변동이 없는 가운데 고정금리는 시장금리 상승으로 소폭 상승

- ◆ **(전망) 2024년 하반기 일본 경제는 내수를 중심으로 완만한 회복세로 전환** 될 것으로 예상
 - 민간소비가 임금 인상 및 정액 감세 등 소득환경 개선에 힘입어 **완만하게 회복되는 가운데 설비투자는 노동절약형 투자 및 탈탄소·디지털화 관련 투자 수요를 중심으로 개선될 전망**
 - 임금은 인력부족 심화, 기업수익 개선 및 높은 춘투협상 결과 등으로 **상승폭이 확대되어 실질임금이 플러스로 전환될 가능성**
 - 물가는 서비스가격 전가 등으로 **2% 중반대 상승률을 유지할 것으로 예상**
 - 한편 일본은행의 금융정책과 관련, **추가 정책금리 인상과 함께 국채매입 축소 등 대차대조표 축소 정책**에 관심이 집중될 것으로 예상
 - 다수의 시장참가자들은 금년 하반기 및 2025년중 2~3회의 정책금리 인상을 통해 내년말 0.50~0.75%의 정책금리 수준을 전망
 - 또한 2013년 이후 양적·질적 금융완화정책 시행으로 확대된 국채, ETF 등의 보유규모를 축소하는 정책도 점차 가시화될 것으로 예상

작성자 : 동경사무소 최재혁 차장(실물), 고경철 차장(금융), 최다희 과장(임금)

I

2024년 상반기 일본경제 동향

1 실물경제

[경제성장]

- 최근 일본 경제는 실질임금 감소세 지속 등에 따른 민간소비 부진이 이어지는 가운데 자동차 인증부정 등에 따른 일부 자동차 업체의 조업중단*이라는 특수요인이 가세하면서 부진한 성장세** 시현

* 도요타 자회사인 다이하츠 공업(Daihatsu Motor)이 품질인증 부정 문제로 23.12월 이후 전차종의 생산을 중단하였으며, 국토교통성의 적합성 확인 등을 토대로 금년 2월 이후 순차적으로 생산을 재개. 이에 따른 경제손실은 0.7조엔 수준으로 추정(다이와총연)

** GDP증가율(QoQ) : '23.3Q -0.9% → 4Q 0.1% → '24.1Q -0.5%

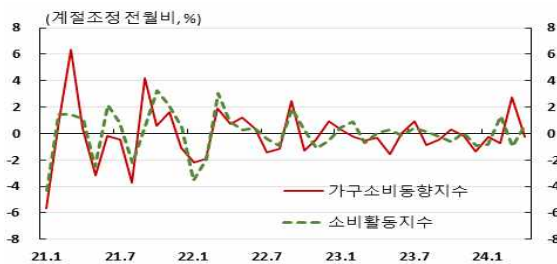
- (소비) 높은 물가상승률에 따른 실질임금 감소 지속* 등으로 부진**

* 일본의 실질임금은 '22.4월 이후 25개월 연속 마이너스(-)를 기록

** GDP 민간최종소비지출(QoQ) : '23.3Q -0.3% → 4Q -0.4% → '24.1Q -0.7%

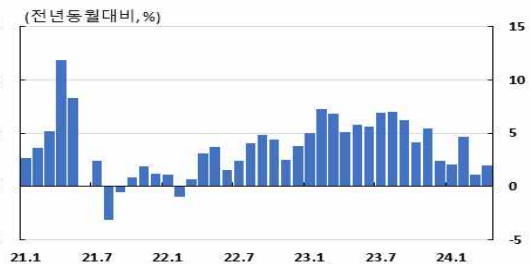
- 실질 가계 소비지표인 가구소비동향지수와 소비활동지수(여행수지 조정)는 모두 금년 1분기 -0.9%(전분기대비)를 기록하였으며, 4월에는 소비동향지수는 감소세(전월대비 -0.2%)가 이어진 반면 소비활동지수는 반등(+0.5%)
- 명목기준의 소매판매액도 금년 들어 증가세가 둔화('23.3Q 6.7% → 4Q 3.9% → '24.1Q 2.5%, 전년동기대비)

실질 소비지수



자료: 총무성, 일본은행

소매판매액 증감률



자료: 경제산업성

- (투자) 설비투자*는 기업수익 개선 및 친환경·디지털 투자 수요 등에도 불구하고 해외경제 둔화 및 자동차 업종 조업중단의 영향 등으로 감소

* GDP 민간기업 설비투자(QoQ) : '23.3Q -0.2% → 4Q 1.9% → '24.1Q -0.4%

- 광공업 생산* 및 자본재 총공급** 모두 금년 들어 큰 폭 감소하였다가 3월 이후 반등

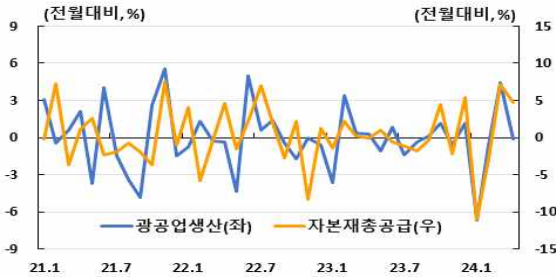
* '23.12월 1.2% → '24.1월 -6.7% → 2월 -0.6% → 3월 4.4% → 4월 -0.1%

** '23.12월 5.5% → '24.1월 -10.9% → 2월 -2.9% → 3월 7.1% → 4월 4.7%

— 한편 건설투자*는 금년 들어 민간주택건설(착공건수) 및 공공건설(기성액) 모두 부진하였다가 4월 들어 반등

* GDP 민간주택투자(QoQ) : '23.3Q -0.9% → 4Q -1.4% → '24.1Q -2.5%

광공업생산 및 자본재총공급¹⁾



주: 1) 계절조정치
자료: 경제산업성

민간주택¹⁾ 및 공공건설²⁾ 증감률

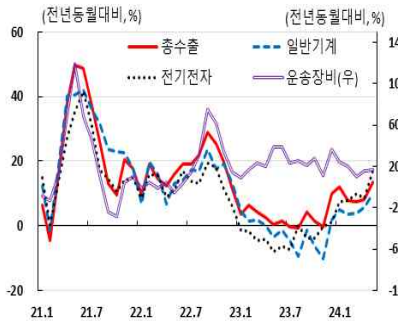


주: 1) 주택착공건수 2) 건설기성액
자료: 국토교통성

○ (대외부문) 수출(통관, 전년동기대비)은 기계, 전기전자 및 운송장비 등 주력품목이 호조를 보이면서 증가세가 확대되고, 수입은 원유 등 원자재가격 반등으로 4월 이후 증가 전환

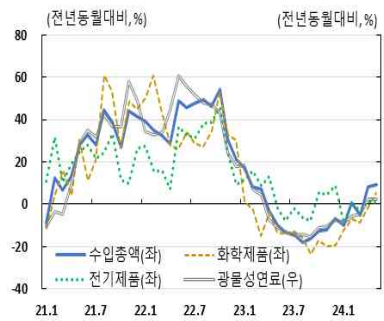
— 다만 물량기준으로는 수출 및 수입 모두 감소세가 이어짐

품목별 수출증가율

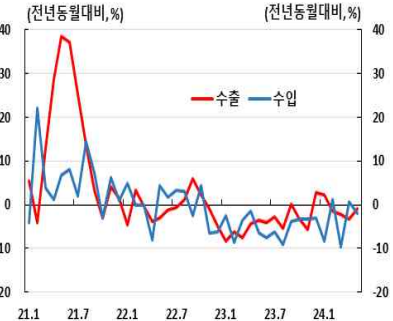


자료: 경제산업성

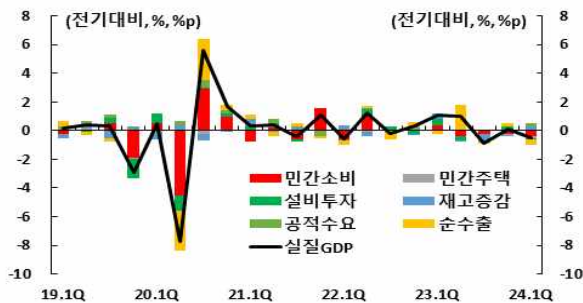
품목별 수입증가율



수출입 물량 증가율



GDP성장률¹⁾



주: 1) 전기대비, 각 부문은 성장기여도
자료: 내각부

주요 경기지표(%)

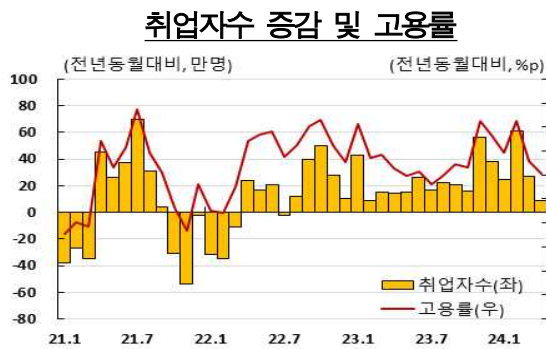
	민간소비		설비투자	건설		무역	
	소비동향 ¹⁾	소매판매 ²⁾	자본재총공급 ¹⁾	민간주택 ²⁾	공공건설 ²⁾	수출 ²⁾	수입 ²⁾
23.3/4	-0.3	6.7	-2.5	-7.7	3.8	1.1	-16.1
4/4	-0.9	3.9	3.9	-6.3	-0.2	3.7	-10.4
24.1/4	-0.9	2.5	-8.1	-9.6	-5.5	8.8	-5.1
1	-0.3	2.1	-10.9	-7.5	-5.6	11.9	-9.8
2	-0.8	4.7	-2.9	-8.2	-5.0	7.8	0.5
3	2.7	1.1	7.1	-12.8	-6.0	7.3	-5.1
4	-0.2	2.0	4.7	13.9	2.8	8.3	8.3
5	13.5	9.5

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

[노동시장]

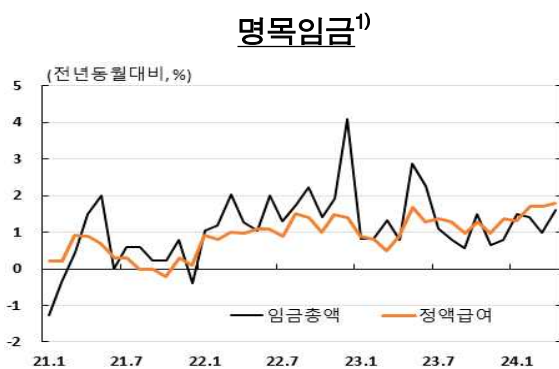
□ 일본의 노동시장은 취업자 증가세가 확대되는 등 양호한 흐름이 지속

- 금년 1~4월 중 취업자수는 31만명(월평균) 증가하여 '23.1~4월(+20만명)보다 증가폭이 확대되었으며, 고용률(취업자/15세이상인구)은 61.2%(‘24.1~4월중 평균)로 전년 동기간(60.8%) 대비 0.4%p 상승
- 실업률(SA)은 2% 중반대의 매우 낮은 수준을 지속하고 있으며, 유효구인배율(=유효구인자수/유효구직자수)은 지난해 이후 완만한 하락세를 보이고 있으나 여전히 1.2배를 상회하는 높은 수준을 나타냄



□ 임금은 명목임금 증가세가 점차 확대되는 가운데 실질임금 감소폭이 점차 축소

- 명목임금(총급여)은 금년 들어 완만한 상승세를 보이는 가운데 4월에는 정액급여 증가율이 1.8%(전년동월대비)를 기록하며 2%에 근접
- 실질임금은 '22.4월 이후 감소세가 지속되고 있으나 감소폭은 점차 축소



[물 가]

- **소비자물가***(신선식품 제외)는 식료품 가격 안정 등 하락요인과 엔화약세, 유가 반등 및 전기요금 인상** 등 상승요인이 교차하면서 **2% 초·중반대에서 횡보**

* '23.12월 2.3(전년동월대비, %) → '24.1월 2.0 → 2월 2.8 → 3월 2.6 → 4월 2.2 → 5월 2.5

** 4월 재생가능 에너지 부과금 인상 등으로 전기요금이 4월 -1.1% → 5월 14.7% 상승하였으며, 전기요금의 5월 소비자물가 상승 기여도는 0.5%p 수준

- **근원물가***(신선식품·에너지 제외 지수)는 식료품 가격 하락의 영향으로 오름세가 크게 둔화

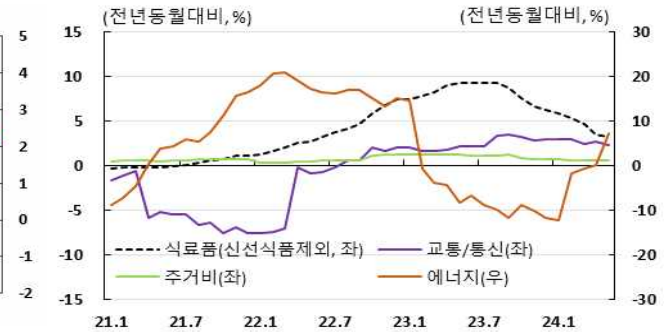
* '23.12월 3.7(전년동월대비, %) → '24.1월 3.5 → 2월 3.2 → 3월 2.9 → 4월 2.4 → 5월 2.1

소비자물가 상승률



자료: 총무성

주요 품목별 소비자물가 상승률



- **재화 가격***(신선식품 제외)은 에너지 가격 상승 전환 등으로 오름세가 확대된 반면 **서비스 가격****은 3월 이후 3개월 연속 하락하면서 2%를 하회

* '23.12월 2.3(전년동월대비, %) → '24.1월 1.9 → 2월 3.4 → 3월 3.1 → 4월 2.6 → 5월 3.5

** '23.12월 2.3(전년동월대비, %) → '24.1월 2.2 → 2월 2.2 → 3월 2.1 → 4월 1.7 → 5월 1.6

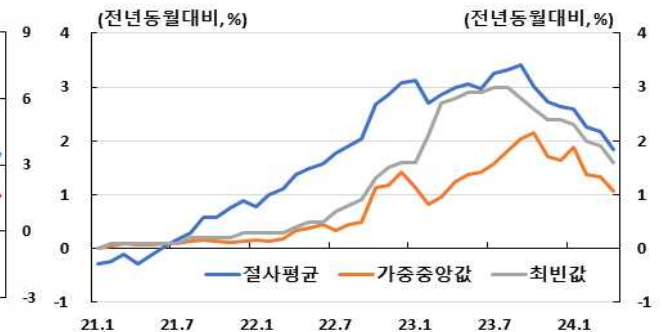
- **소비자물가의 기조적 추이**를 나타내는 지표들은 지난해 4분기를 고점으로 상승폭이 축소되면서 금년 들어 오름세가 크게 둔화

재화 및 서비스물가 상승률



자료: 총무성

기조적 인플레이션을 지표



자료: 일본은행

2 금융시장

□ (예금·대출금리) 일본은행 정책변경 및 시장금리 상승을 반영하여 모든 만기 구간에 걸쳐 예금금리가 상승하였으며, 주택담보대출금리는 고정금리가 상승한 반면 변동금리는 대체로 동일한 수준을 유지

○ (예금금리) 엔화 보통예금 금리는 '23년말(0.001%)보다 상승한 0.02%*(24.5월)를 기록하였으며, 정기예금금리도 23.9월 이후 9개월 연속 상승하면서 '11.9월(0.274%) 이후 가장 높은 0.274%를 기록(24.5월)

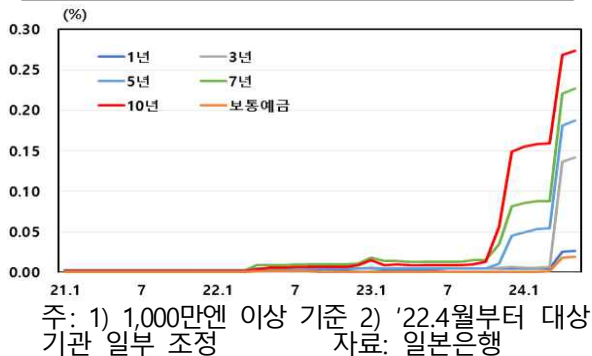
* 보통예금 금리를 올린 금융기관은 4월초 기준으로 70%를 상회하며 이벤트성 금리 인상 등을 제외하면 보통예금 금리 인상은 2006년도 이후 처음(일본은행 금융시스템 보고서)

○ (주택담보대출금리) '24.6월 적용 변동금리(대형은행 기준)는 '23.12월과 동일*한 0.398%를 기록하였으며, 고정**10년(23.12월 1.453% → 6월 1.60%) 금리는 전년 말에 비해 15bp 상승

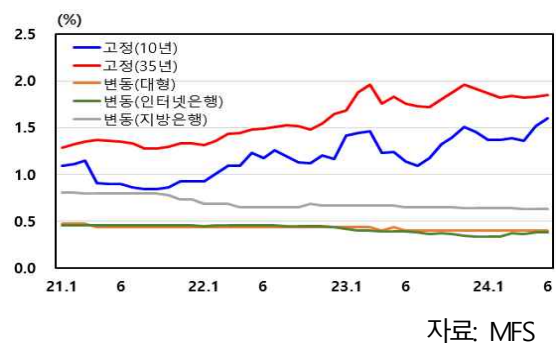
* 변동금리대출의 기준인 단기 프라임레이트가 '09.1월 이후 변동이 없었던 데 기인

** 3대 대형은행(MUFJ, SMBC, 미즈호)의 신규대출 및 최저금리 적용 기준

기간별 정기예금 및 보통예금 금리 추이



주택담보대출 금리 추이



□ (주요 가격변수) 금년 들어 주가, 엔/달러 환율 및 장기 금리 등 금융시장 가격변수가 큰 폭의 상승을 기록

금융시장 가격변수

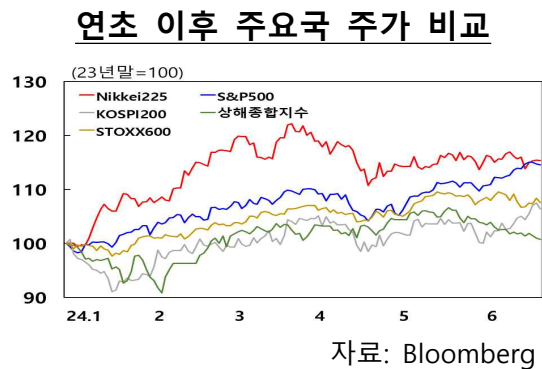
	23.6월말	23년말	24.3월말	6.27(23년말대비)	연중 최고	연중 최저
환율(엔/달러)	144.3	141.0	151.4	160.5(+13.8%)	160.5(6.27일)	141.7(1.2일)
주가 ¹⁾ (엔)	33,189	33,464	40,369	39,342(+17.6%)	40,888(3.22일)	33,288(1.4일)
장기금리 ²⁾ (%)	0.401	0.614	0.727	1.076(+0.462%p)	1.085(5.29일)	0.570(1.15일)
무담보콜금리(O/N)(%)	-0.077	-0.039	0.074	0.077 ³⁾ (+0.116%p)	0.078(5.24일)	-0.021(1.4일)

주: 1) Nikkei225 2) 일본국채 10년물 3) 6.26일 기준 자료: 일본은행, Bloomberg

- 주가(닛케이225)는 금년 들어 미 주가의 사상 최고치 경신, 외국인 자금 유입*, 엔화 약세 지속, 기업실적 호조 등으로 사상 처음으로 40,000엔을 상회(3.19일)하는 등 **큰 폭 상승** 이후 소폭 하락하여 횡보

* 1~2월중 3.1조엔 등 외국인 투자자는 금년중(1~5월중) 4.7조엔을 순매수하면서 주가 상승을 견인. 다만 5월하순 이후에는 일본은행의 금융정책 정상화 예상 등으로 순매도로 전환

- 일본 주가는 금년 들어 17.6% 상승하여 주요국 증시 중 가장 높은 상승률을 기록



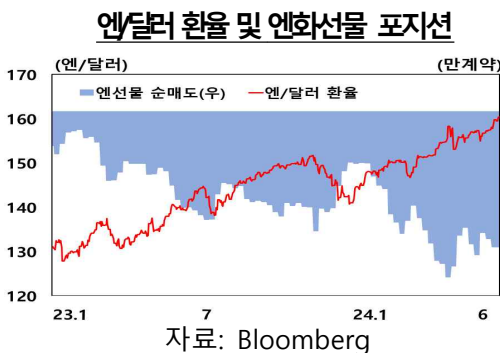
- **엔/달러 환율**은 일본은행의 완화적 금융상황 지속 전망 등으로 **큰 폭으로** 상승하였으며, 1990년 4월 이후 34년 만에 160엔을 상회*

* 일본 정부는 급격한 환율변동에 대응하여 사상 최대인 9.8조엔 규모의 달러화 매도 시장개입을 실시(4.29일, 5.2일 2차례 개입추정)

- 비상업목적 엔화선물 순매도포지션 규모가 3월 하순 이후 큰 폭으로 증가하면서 '07.6.26일(18.8만계약) 이후 최고 수준을 기록하였으며, 이후 소폭 하락하였으나 규모는 여전히 큰 수준

- 실질실효환율도 역대 최저수준까지 하락*('23말 73.40 → '24.5월 68.65)

* 엔화의 실질실효환율이 가장 높았던 '95.4월(193.97)대비 '24.4월 현재 64.6% 하락



- 장기금리(국채 10년물)는 일본은행의 정책 수정, 조기 금융정책 정상화 가능성* 등으로 상승세를 지속**하였으며, 단기금리(무담보 O/N 콜금리)는 3.19일 이후 일본은행의 목표 범위(0.0~0.1%) 이내인 0.07%대 수준에서 움직임

* 일본은행은 5.13일 정례 오퍼레이션에서 잔존기간 5년~10년 이하 국채매입 예정액을 지난 4.24일보다 500억엔 감액한 4,250억엔으로 결정(3월 금융완화정책 종료 이후 첫 감액 조치)

** 월평균 금리(%) : 1월 0.647 → 2월 0.718 → 3월 0.741 → 4월 0.842 → 5월 0.969 → 6.1~27일 0.994

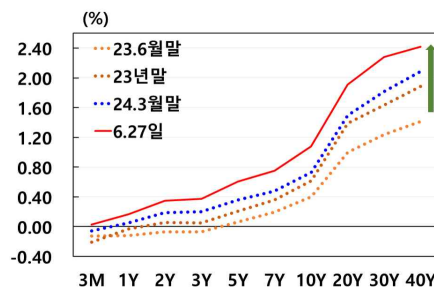
— 만기별로 보면 10년 이상 장기물의 상승폭이 상대적으로 큼

국채(10년물) 금리



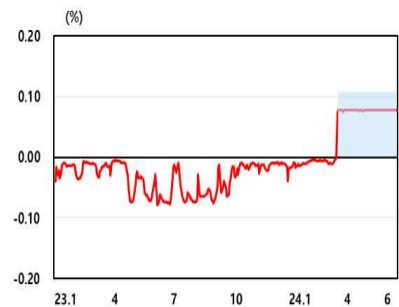
자료: Bloomberg

일본국채 수익률곡선



자료: Bloomberg

무담보 콜금리(O/N) 추이



자료: 일본은행

- (금융정책) 일본은행의 자금공급(본원통화)은 작년 하반기 이후 증가율 둔화 흐름*이 이어지고 있음**

* 분기중 증가율(월평균, %) : '23.3분기 1.8 → 4분기 8.6 → '24.1분기 2.9 → 4~5월중 1.5

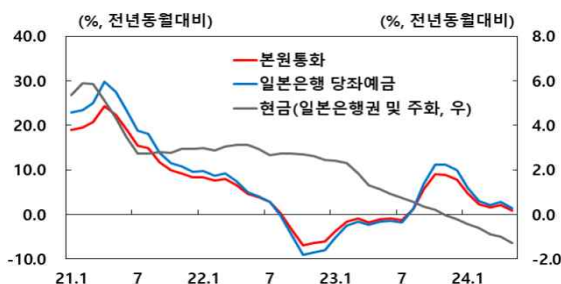
** '24.5월에는 일본 정부의 외환시장 개입 영향으로 당좌예금 증가율이 둔화되면서 '23.7월(-1.2%) 이후 가장 낮은 0.9% 증가를 기록

- 금년 1~5월중 일본은행의 장기국채매입액은 5.7조엔(월평균)으로 전년 동기(9.5조엔)에 비해 크게 감소한데 주로 기인

— 이에 따라 금년중 장기국채 보유잔액은 소폭 증가(+4.4조엔)

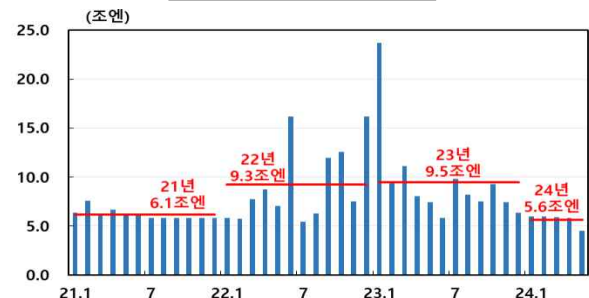
(22말 556.4조엔 → 23말 588.4조엔<+32.0조엔> → 24.5말 592.8조엔<+4.4조엔>)

본원통화(평잔) 증가율



자료: 일본은행

장기국채 매입 추이



자료: 일본은행

II

2024년 일본경제 전망

1 실물경제

[경제성장]

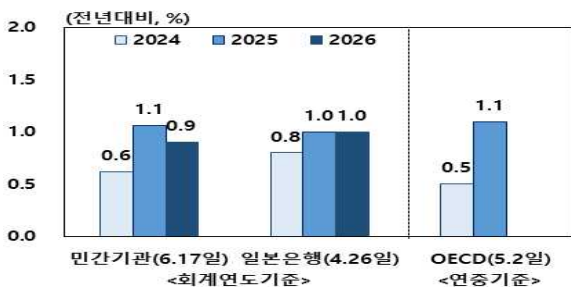
□ 2024년 하반기 일본경제는 민간소비·설비투자 등 내수를 중심으로 완만한 회복세를 이어갈 전망

○ 다만 자동차 인증부정 등에 따른 일부 자동차 업체 조업중단*의 여파로 '24.1분기 성장률이 큰 폭의 마이너스(-)를 기록함에 따라 2024년 연간 성장률은 지난해(1.2%) 보다 낮아질 것으로 예상

* 다이하츠 공업의 생산이 정상화된 가운데 6월에는 도요타, 마츠다, 야마하, 혼다, 스즈키 등 5개 자동차회사의 인증부정이 추가 적발. 이중 현재 생산·판매중인 도요타(3개), 마츠다(2개)의 5개 차종의 생산이 중단되었으나 '23년 기준 5개차종의 생산비중은 2% 수준에 불과하여 경제에 미칠 영향은 제한적일 가능성(NHK, 다이와총연)

○ 특히 미국의 금융긴축 장기화, 중국경제 회복 지연, 지정학적 리스크 고조 가능성 등의 하방 리스크 요인에 주목할 필요

주요 기관의 일본경제 성장률 전망¹⁾



주: 1) 민간기관은 37개 기관 전망 평균
자료: JCER, OECD, IMF

민간기관 연간전망치 추이¹⁾



주: 1) 민간기관 전망 평균
자료: JCER

□ 부문별로 보면 민간소비, 설비투자 등이 완만한 회복세를 보일 것으로 예상되는 가운데 수출도 반도체 사이클 회복 및 탄탄한 인바운드 수요 등으로 호조를 보일 것으로 예상

○ 민간소비는 임금 인상 및 감세* 등에 따른 가계의 소득환경 개선 등으로 완만하게 회복될 것으로 전망

* 일본 정부는 지난해 11월 '디플레이션 완전탈출을 위한 종합경제대책'의 일환으로 1인당 4만엔(부양가족 포함, 4인가족의 경우 16만엔)의 소득세 정액감세분을 6월에 지급

— 실질임금은 춘투의 임금인상분이 본격적으로 반영되면서 하반기 이후 플러스(+)로 돌아설 가능성(일본총연, 다이와총연)

- **설비투자**는 양호한 기업수익*을 바탕으로 인력부족 심화 대응을 위한 소프트웨어 등 노동절약형 투자, 탈탄소·디지털화 관련 투자수요 증가 등으로 회복세를 보일 것으로 예상

* 금년 1분기중 법인기업의 경상이익 증가율은 15.1%(전년동기대비), 매출액 경상이익률은 7.1%로 '22.1Q(각각 4.3% 및 6.3%)를 상회하는 양호한 수준(재무성 법인기업통계)

- **수출**은 해외경제 성장세 둔화 등으로 증가세가 둔화될 전망이나 반도체 경기 회복 및 자동차 등의 호조세 지속 등으로 그 둔화폭은 완만할 전망

— **인바운드 수요**는 방일 관광객수 증가 속도가 점차 완만해질 것으로 예상됨에 따라 증가세가 둔화될 가능성

* '24.1~5월 방일 관광객수는 1,464만명으로 코로나 이전 수준(19.1~5월 : 1,375만명)을 상회하는 가운데 관광객 증가율(전년동기대비)은 '23.4Q 174.4% → '24.1Q 78.7% → '24.4~5월 58.1%로 점차 하락

- 다만 외국인 관광객 소비 증가* 및 중국인 관광객 증가 가능성** 등으로 탄탄한 인바운드 수요는 지속될 전망

* 2023년 방일외국인 소비액은 5.3조엔으로 2019년(4.8조엔)을 상회하며, 1인당 지출액은 '23년 21.3만엔으로 '19년(15.9만엔)대비 34.2% 증가

** 중국인 관광객수는 '24.1~5월중 241만명으로 '19.1~5월(365만명)의 65.9%에 불과한 가운데 금년 들어 중국인 관광객 비중이 점차 확대(전체 외국인관광객 중 중국인 비중: '23.4Q 10.8% → '24.1Q 15.5% → 4~5월 17.7%, '19년은 30.1%)

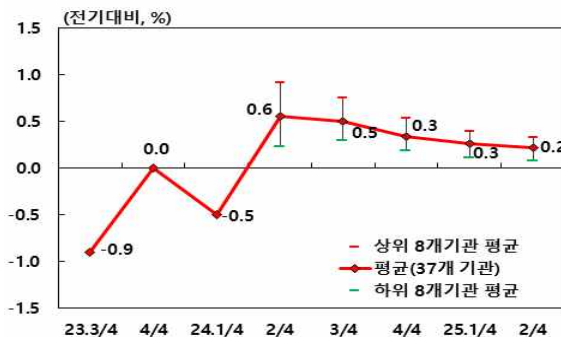
- **분기별 경로**는 '24.2/4분기 0.6% → 3/4분기 0.5% → 4/4분기 0.3% → '25.1/4분기 0.3%로 예상(37개 기관 평균치)

— **자동차** 업종의 만회생산 등으로 2분기에 성장률이 반등한 이후 완만하게 증가폭을 축소할 전망

주요 민간기관의 실질GDP 성장률 전망

< 분기별 >

< 부문별 · 연도별¹⁾(%) >



	실질 GDP	민간 소비	민간 주택	설비 투자	정부 지출	공공 투자	수출
2022	1.6	2.7	-3.4	3.4	1.4	-6.1	4.9
2023	1.2	-0.6	0.6	0.5	0.1	4.0	3.0
2024	0.6	0.4	-2.7	2.3	0.5	2.4	2.0
2025	1.1	1.0	-0.1	2.1	0.6	0.5	2.9

주: 1) 37개 기관 전망 평균
자료: JCER(24.6월)

주: 1) 22, 23년은 실적(내각부), 24, 25년은 전망(민간기관, 회계연도 기준)
자료: 내각부, JCER(24.6월)

[노동시장]

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

○ 대면 서비스업을 중심으로 기업들의 인력부족 현상이 지속·심화*

* '24.2분기 고용상황 DI(인력과잉 응답(%) - 부족 응답(%))는 -36%p로 코로나19 이전 최저 수준('19.1분기 -35%p)을 경신하였으며, 특히 숙박·음식(-70%p), 건설(-59%p), 개인서비스(-54%p) 등에서 크게 부족한 것으로 조사(일본은행 단간)

○ 그간 노동공급을 주도하였던 여성 및 고령층의 노동시장 참가가 점차 완만해질 것으로 예상되어 생산인구 감소에 따른 노동공급 위축이 심화될 가능성

— 15~64세 여성의 경제활동참가율(72.5%, '22년기준)은 G7(67.7%) 및 OECD(62.2%) 평균을 이미 크게 상회

— 고령인구 중 고용률*이 비교적 높은 65~69세 인구**도 감소세 지속

* 65~69세 52.0%, 70세이상 18.4%(2023년 기준)

** 연령대별 인구수 변화('19년 → '23년, 만명)

: 15~64세 7,543 → 7,396, 65~69세 884 → 737, 70세이상 2,686 → 2,885

□ 임금은 기업수익 개선, 높은 춘투협상 결과 등으로 상승폭이 전년보다 확대될 전망(자세한 내용은 <주요 이슈 1> '임금 동향 및 전망'(p17) 참조)

○ 민간전문가들은 '24년도(회계연도기준) 명목임금 상승률을 2.6%로 전망하며 지난해(1.2%)를 크게 상회할 것으로 예상

— 2024년 춘투 임금상승률(24.6.5일 기준 5.08%, 기본급인상률 3.54%)이 전년(3.58%, 기본급인상률 2.12%)을 크게 상회하면서 최종 인상률은 1991년(5.66%) 이후 가장 높은 수준을 기록할 전망

— 여름 보너스 증가율* 또한 인력부족과 양호한 수익을 바탕으로 전년보다 확대될 가능성

* 금년 여름 보너스 증가율은 6.92%(5월말 기준 중간집계)로 3년 연속 전년의 증가율을 상회할 전망(일본경제신문, 5.30일)

○ 한편 실질임금은 춘투 인상분이 점진적으로 반영*되는 금년 하반기 이후 플러스로 전환될 가능성

* 춘투협상은 대체로 상반기중 마무리되며, 대부분의 기업은 7월 이후 협상결과를 실제 임금에 반영

[물가]

□ 2024년 하반기중 소비자물가(신선식품 제외)는 에너지 보조금 일시 중단* 및 재개* 등으로 인해 2% 중반대에서 등락을 보일 것으로 예상

* 일본 정부는 전기·가스요금 지원을 6월부터 중단하기로 하였다가 후반기(8~10월)에 한해 일시 재지급하기로 결정(6.21일). 이에 따라 에너지 보조금이 지원되는 시기에는 다시 인플레이션 압력을 한시적으로 완화시키는 요인으로 작용할 전망

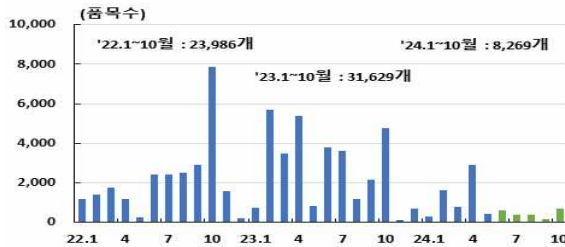
○ 수입물가 상승 등에 따른 제품가격 인상 및 식료품 가격 상승세*가 진정되면서 재화가격을 통한 물가상승압력은 대체로 완화될 것으로 예상

* '24.6~10월 중 식료품가격 인상 예정 품목수는 2,242개로 '23.6~10월(15,473개)에 비해 크게 축소(주요 식품195사 가격개정 동향조사, 제국데이터뱅크, '24.5월)

○ 다만 엔화 약세 지속, 인금인상분의 서비스 가격전가 확대 가능성 등은 물가상승 요인으로 작용

— 특히 노동수급과 임금동향의 영향을 강하게 받는 인건비 비중이 높은 서비스업가격 상승세가 점차 확대될 가능성(일본은행)

식료품 가격인상 품목수



자료: 제국데이터뱅크

인건비비율에 따른 서비스물가 지수¹⁾



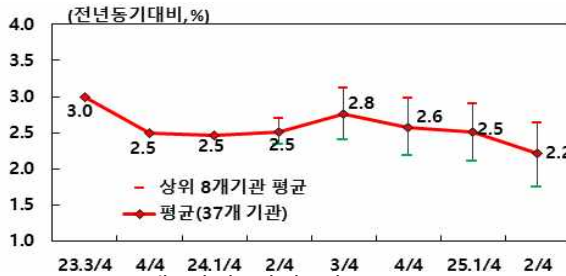
주: 1) 기업용서비스물가지수를 인건비 비율에 따라 분류

자료: 일본은행

○ 이에 따라 민간 전문가들은 물가상승률이 하반기중 2% 중반대에서 등락하다가 내년중 2% 초반대로 낮아질 것으로 예상

— 에너지 보조금 제도가 재도입되는 3/4분기에는 일시적으로 2% 초반까지 하락할 가능성

주요 기관의 소비자물가(신선식품 제외) 상승률 전망 < 분기별¹⁾²⁾(%) >



주: 1) 37개 기관 전망 평균
2) 에너지보조금 재도입 결정전 전망치
자료: JCER(24.6월)

< 연간(%) >

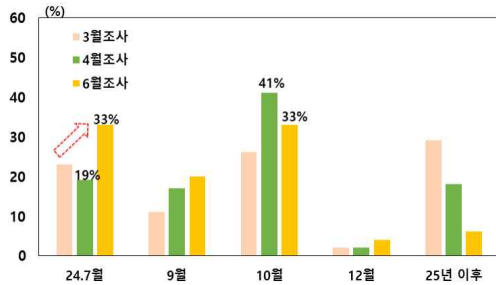


주: 1) 민간기관은 37개 평균
2) OECD는 Headline 인플레이션 기준
자료: 각 기관

- 2024년 하반기중에는 일본은행의 정책금리 인상과 함께 양적·질적 금융완화정책을 통해 확대되었던 일본은행 대차대조표 축소에 대해서도 관심이 집중될 것으로 예상
 - 일본은행은 3월중 마이너스 금리정책, YCC, 오버슈트형 커미트먼트, 리스크 자산의 매입 종료 등을 폐지하면서 기존의 비전통적 금융정책*을 거의 모두 종료
 - * <참고 1> '금융완화정책이 금융시스템에 미친 영향 및 향후 리스크'(p14) 참조
 - 지난 10년간 일본은행의 대차대조표는 양적(국고채)뿐 아니라 질적(ETF, 회사채, CP 등)인 측면에서 크게 확대되었는데 국채매입 감축*을 거치면서 대차대조표 축소와 관련된 논의**가 본격화할 가능성
 - * 일본은행은 6월 금융정책결정회의에서 장기국채 매입액 감액을 결정하고 7월 회의에서 향후 1~2년 정도의 구체적인 감액계획을 결정하기로 발표(6.14일)
 - ** 우에다 총재는 과거 매입한 국채 또는 ETF가 대차대조표에 남아있는 것은 과거 이차원 완화의 유산과 같은 것이라고 지적한 바 있음(3.19일)
- 금년 하반기중 정책금리 인상*을 시작으로 2025년중에도 금융정책 정상화 노력이 계속될 전망
 - * 하반기중 정책금리 인상 전망이 90%에 달함(블룸버그 서베이)
 - 하반기 금리인상 시기 및 횟수로는 새로운 경제전망이 발표되는 7월 또는 10월중 1회 인상 예상이 다수*(블룸버그 서베이)
 - * 블룸버그 6월 서베이(중앙값) : 24년말 0.25%
일본경제신문·QUICK 채권시장 5월 조사(중앙값) : 24년말 0.25%
 - 한편으론 10월의 경우 자민당 총재선거(9월) 이후인 데다 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
 - 최근의 엔화 약세가 수입물가 및 기대 인플레이션에 미치는 영향이 커질 가능성을 감안하여 7월중 인상 예상 전망이 확대

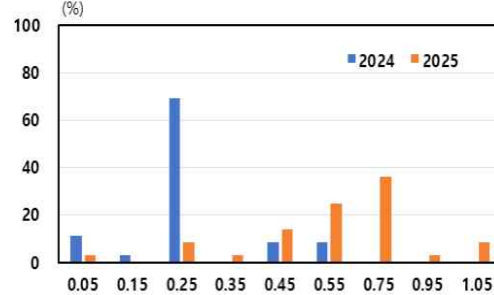
- 한편 2025년중에는 1~2차례 정도 금리 인상이 실시되어 일본은행의 정책금리 수준이 2025년말에는 0.50~0.75% 수준에 이를 것으로 예상(일본경제연구센터, 최빈값 기준)

일본은행의 추가 금리인상 예상 시기



자료: Bloomberg

연도말 정책금리 수준 전망



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

- 7월의 일본은행 국채매입 감축 규모는 일본은행을 대체할 시장의 국채보유 여력, 정부의 국채관리 정책과의 조화 등이 주요 결정요인으로 작용할 것으로 예상 (자세한 내용은 <주요 이슈 2> '일본은행 대차대조표 축소'(p20) 참조)

- 한편 위험자산(ETF, J-REIT 등)의 경우 아직 축소 방안에 대한 구체적 논의가 진행되고 있지는 않은 상황이나, 국채 감액과 병행하여 만기가 없는 자산의 처분에 대한 논의가 필요하다는 의견이 대두

— 24. 3월말 현재 일본은행이 보유한 ETF의 시가평가액은 74.5조엔(매입액 37.2조엔, 평가이익 37.3조엔*)으로 전체 ETF 시가총액의 83.2%를 차지

* <참고 2> '2023년도 일본은행의 결산 주요 내용'(p16) 참조

<참고 1>

금융완화정책이 금융시스템에 미친 영향 및 향후 리스크

□ 과거 25년간의 금융완화정책이 금융시스템에 미친 영향을 대한 일본은행의 분석*에 따르면 금융불균형이 축적되는 모습은 보이지 않았으며, 금융중개활동도 원활했던 것으로 분석

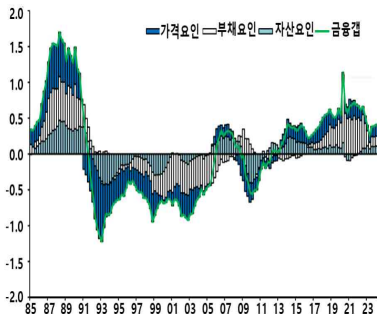
* 「금융완화가 금융시스템에 미친 영향」, 「대규모 금융완화가 금융시스템에 미치는 영향에 대한 반실 가상 분석」 (6.20일)

○ 금융갭은 장기간의 저금리 지속에도 불구하고 버블기 전후의 큰 금융불균형*이 축적되는 모습이 나타나지 않음

* 버블 붕괴 후의 금융순환 정체 구면은 2000년대 중반 해소되었으며, 2010년대 이후에는 민간 채무의 증가(부채요인)를 바탕으로 금융순환의 확장 국면이 지속되고 있으며 실물 투자 증가(자산요인)나 자산가격 상승(가격 요인)에 의한 영향은 한정적

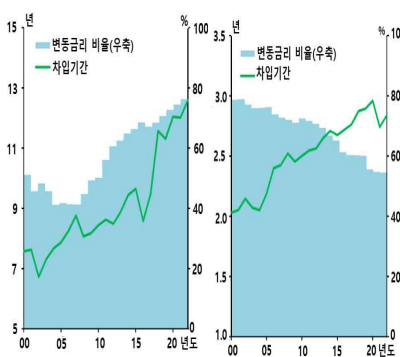
— 다만 완화적인 금융환경으로 인한 기업·가계의 차입 장기화로 인한 듀레이션 리스크 축적, 금리 감응도가 높은 부동산업 중심의 대출 증가는 주의가 필요

금융갭¹⁾ 추이



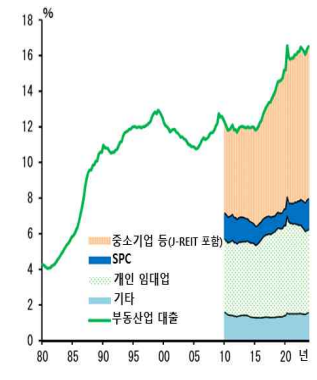
주:1) 14개 금융활동지표의 추세 괴리율을 가중평균한 지표

개인·기업 대출 차입기간
<개인> <기업>



자료: 일본은행

부동산업 대출의 對GDP 비율

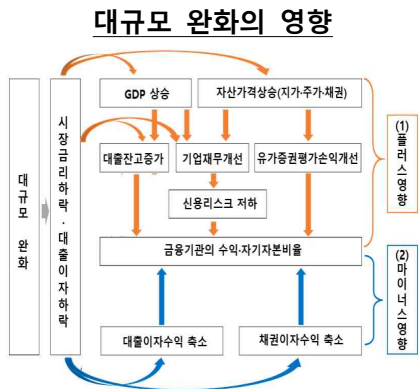


자료: 일본은행

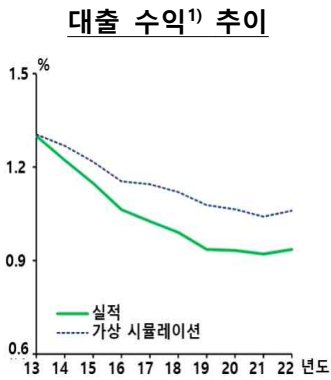
○ 금융기관 대출 측면에서 보면 저금리 상황에서도 마이너스 요인(대출수익 및 유가증권 이자 수익 감소)과 플러스 요인(유가증권 평가손익 개선, 기업재무구조 개선에 따른 신용비용 감소 등)이 서로 상쇄됨으로써 금융기관 전체적으로는 위험감수 여력이 유지

— 과도한 금융완화가 금융중개활동을 저해하고 있는 현상(reversal rate)은 보이지 않았으며 오히려 대출이 증가*하여 경제활동 지원뿐 아니라 금리 하락에 따른 이익 감소를 경감해 금융기관의 위험감수 여력을 유지하는 효과가 발생

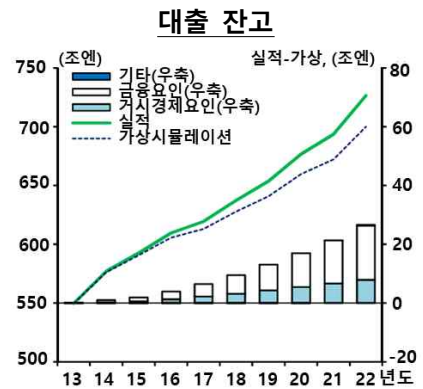
* 대규모 금융완화로 인한 금리 저하가 발생하지 않았을 경우를 가정한 가상시물레이션 결과 2013년 이후의 대출 추정치는 실제 잔고를 약 30조엔 정도 하회하는 것으로 나타남



주:1) 일본은행 자료 재작성



주:1) 대출금리와 조달금리의 차



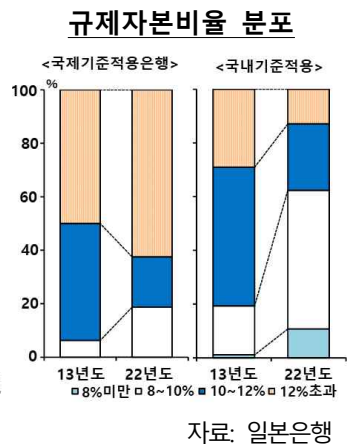
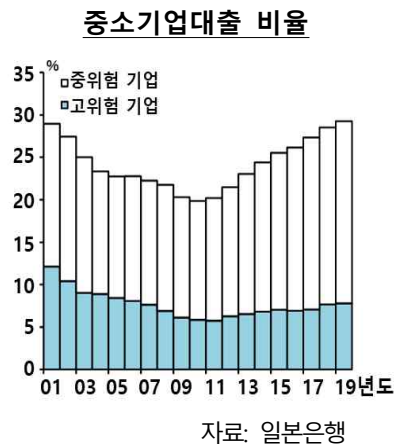
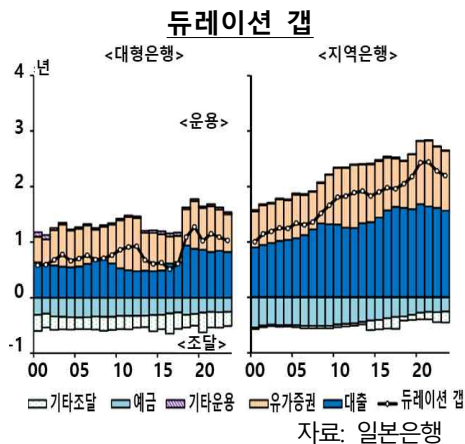
자료: 일본은행

□ 향후 리스크 요인으로 금융중개활동 ①대출 듀레이션 장기화에 따른 금리리스크 증가, ②低수익성 기업 여신에 대한 등급하락 가능성 및 ③ 금리 상승에 따른 금융중개활동 저해 등을 지적

- 저금리 장기화에 따라 금융기관은 수익성 확보를 위해 대출 및 유가증권 듀레이션을 장기화하였는데 금리상승국면에서 금리리스크가 수익감소 압력으로 표면화될 가능성
- 완화적 금융여건과 금융기관 대출 경쟁으로 중위험 기업에 대출이 증가* 하였는데 이들 기업은 스트레스 내성이 낮아 향후 금리상승과정에서 등급하락 등 부실화될 가능성

* 중위험 기업도 금융기관 대출 접근성이 용이해졌다는 측면도 있으나, 반대로 신용리스크가 금리에 적절히 반영되지 못하면서 자금 분배 기능이 저하되었을 가능성도 상존

- 규제자본과 수익관점에서 충분한 손실흡수력을 보유하고는 있으나 10년전에 비해 자기자본비율 저하 금융기관이 증가하고, 수익성도 하락하고 있어 금리상승시 유가증권 평가손으로 금융중개활동 제약요인으로 작용할 가능성



<참고 2>

2023년도 일본은행의 결산 주요 내용

- (자산·부채 현황) 2023년도말(회계연도 기준, '24.3월말) 일본은행의 총자산은 대출(+13.5조엔) 및 장기국채(+9.4조엔)를 중심으로 전년 동기말 대비 21.3조엔 증가(+2.9%)한 756.4조엔이며 총부채는 당좌예금을 중심으로 21.0조엔 증가(+2.9%)한 750.6조엔
- (손익 현황) 2023년도 경상이익은 전년동기대비 1조 4,092억엔 증가한 4조 6,399억엔
 - 국채이자 및 엔화 약세에 따른 외환수익이 각각 3,804억엔, 7,859억엔 증가한 데 주로 기인
 - 세후 당기잉여금은 1,996억엔 증가한 2조 2,872조엔
- (보유자산 평가) 24. 3월말 현재 일본은행 보유자산의 평가손익(시가-장부가액)을 보면 장기금리 및 주가 상승의 영향으로 23.3월말에 비해 국채 평가손*은 확대(-0.2조엔→+9.4조엔)되고 ETF 평가익이 확대(+16.0조엔→+37.3조엔)

* 국채의 평가손은 2022년 상반기부터 4분기 연속 이어지고 있으며, 이번 평가손 규모는 사상 최대 수준('22. 9월 0.9조엔 → '23.3월 0.2조엔 → '23.9월 10.5조엔 → '24.3월 9.4조엔)으로 23.9월말 현재 일본은행 자기자본(자본계정+충당금계정) 12.7조엔의 82.4% 수준

주요 자산항목 증감

	'23.3월말	'24.3월말	(조엔, %)	
			전년동기말 대비 증감	증감율
자산총계	735.1	756.4	+21.3	+2.9
국채	581.7	589.7	+7.9	+1.4
(단기)	5.5	4.0	▲1.5	▲26.4
(장기)	576.2	585.6	+9.4	+1.6
ETF	37.0	37.2	+0.1	+0.4
대출금	94.4	107.9	+13.5	+14.3
외환자산	9.1	10.7	+1.6	+17.8

자료 : 일본은행

일본은행 보유자산의 평가손익

	(조엔)		
	시가 (A)	장부가액(B)	평가손익 (A-B)
국채	580.2	589.7	▲9.4
C P	2.2	2.2	-
회사채	6.0	6.1	▲0.03
ETF	74.5	37.2	+37.3
J-REIT	0.7	0.7	+0.1

주 : 1) 2024.3월말 시점

자료 : 일본은행

Ⅲ

주요 이슈

1 임금 동향 및 전망

□ 금년 춘계임금투쟁(이하 춘투) 임금상승률이 매우 높은 수준을 나타내면서 전체 임금으로의 파급정도가 선순환 판단에 있어 중요한 요소로 대두

○ 2024년 춘투 임금상승률*(24.6.5 기준 5.08%, 기본급인상률 3.54%)이 전년(3.58%, 기본급인상률 2.12%)을 크게 상회하면서 최종 타결인상률은 1991년(5.66%) 이후 가장 높은 수준을 기록할 전망

* 춘투 임금상승률은 기본급 뿐 아니라 정기승급분을 포함

○ 그러나 작년부터 이어지는 양호한 춘투 결과에도 불구하고 명목임금 상승률이 물가상승률에 미치지 못하면서 실질임금 상승률은 '22.4월 이후 25개월 연속 마이너스*

* 월간통계 공표(1991년) 이후 사상 최장기간 마이너스

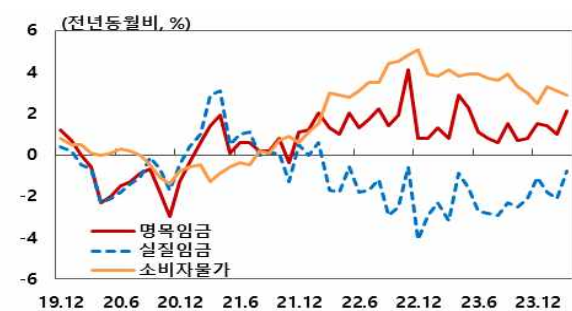
— 2023년중 명목임금 상승률(1.2%)은 2022년(2.0%)보다 오히려 하락

춘투와 명목임금상승률



자료: 연합, 후생노동성 매월근로통계조사

명목·실질임금 및 소비자물가¹⁾상승률



주: 1) 자가귀속임대료 제외 종합지수
자료: 후생노동성, 총무성

□ 2023년중 명목임금 상승률이 예상보다 낮았던 이유는 대기업 임금상승률 둔화, 소정외급여 및 상여금 상승률 둔화, 연령별 상승률 차이에 주로 기인

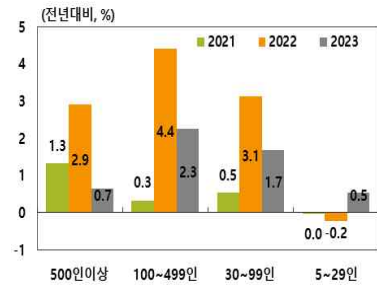
○ 2023년중 500인 이상 기업의 임금상승률은 0.9%로 여타 규모 기업(100~499인 2.4%, 30~99인 1.9%, 5~29인 1.6%) 상승률을 크게 하회

— 인력부족이 심각한 중소기업의 임금인상 움직임이 지속되는 가운데 임금수준이 양호한 대기업은 상대적으로 인상률이 낮으며, 특히 풀타임근로자의 상승률이 낮은 경향

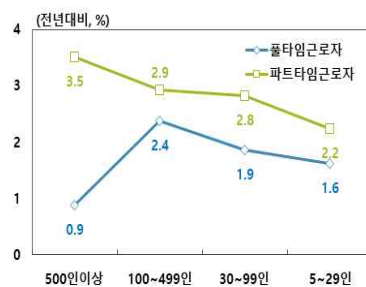
○ 또한 2023년중 소정내급여(소정근로시간에 대한 임금) 상승률은 전년과 유사하나 소정외급여(시간외수당 등), 특별급여(상여금 등) 상승률은 크게 둔화

— 다만 2022년중 물가급등으로 인플레이션 수당 등을 지급한 기업이 증가하면서 특별급여가 예년보다 증가한 기저효과도 일부 작용하였을 가능성

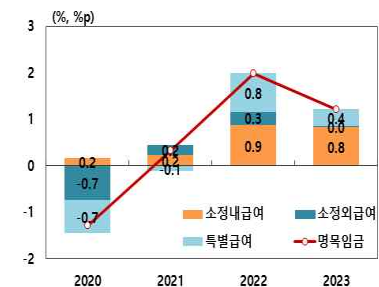
기업규모별 연간 임금상승률



23년중 근무형태별 상승률



명목임금상승률 종류별 기여도



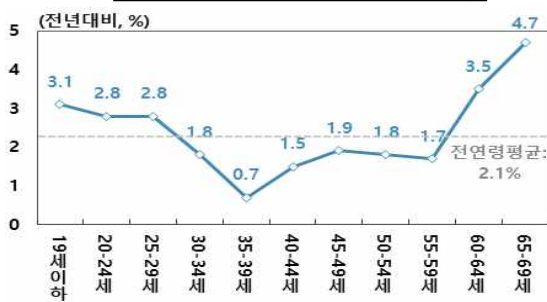
자료: 후생노동성 매월근로통계조사

○ 연령별로는 20대와 60대의 상승률이 높았던 반면 35~44세는 낮은 수준이며, 특히 대기업* 35~55세 근로자의 임금은 오히려 전년대비 감소

* 임금구조기본통계조사상 대기업은 종업원 1000명 이상, 중기업은 100~999명, 소기업은 10~99명으로 분류

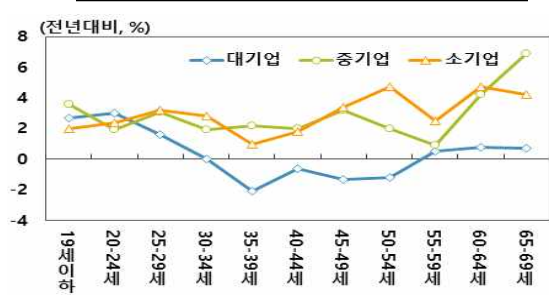
— 청년층 인력 부족으로 초임 인상 등이 적극 실시된 반면 35~55세 근로자는 정년연장에 따른 고령층 채용 재원 마련 등을 위해 인상률이 다소 제약 (미쓰이스미토모신탁은행)

2023년 연령별 임금상승률¹⁾



주: 1) 풀타임근로자 기준
자료: 후생노동성 임금구조기본통계조사

2023년 규모별·연령별 임금상승률



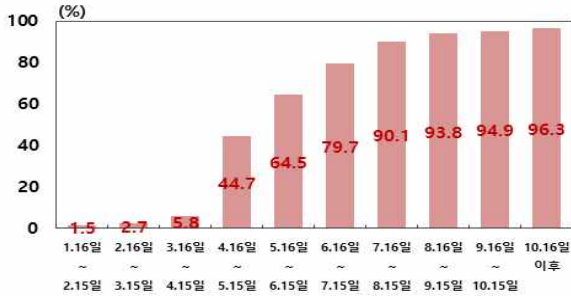
자료: 후생노동성 임금구조기본통계조사

□ 금년중 임금은 기업수익 개선을 바탕으로 춘투 결과 반영, 보너스 증가율 제고 등으로 상승폭이 전년보다 확대될 전망

○ 민간전문가들은 24년도(회계연도기준) 임금상승률을 2.6%로 전망하고 있으며 대다수가 금년 하반기중 실질임금 플러스 전환을 예상

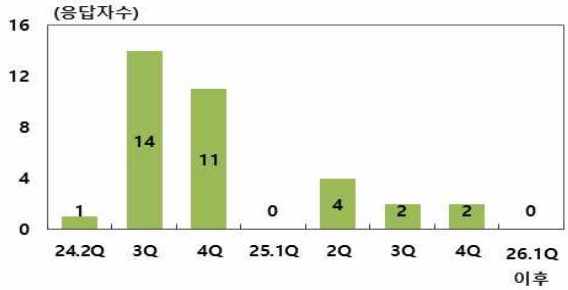
— 90% 이상의 기업이 7월 중순 이후 협상 타결내용을 실제 임금에 반영

2023년 개정임금 지급시기



자료: 후생노동성

실질임금 플러스 전환시기 전망¹⁾



주: 1) 민간전문가 34인 대상 조사
 자료: 일본경제연구센터(24.6.4-11일 조사)

○ 기업수익 개선에도 불구하고 인건비 상승률이 저조하여 노동분배율이 하락하고 있으나 인력부족 심화 등을 고려하면 동 하락세가 지속되기는 어려울 가능성

— 특히 대기업 노동분배율은 40%대 중반으로 임금인상 여력이 매우 큰 상황

○ 여름 보너스 증가율 또한 인력부족과 양호한 수익을 바탕으로 전년보다 확대될 전망*

* 주요 민간기관의 여름 보너스 전년비 증가율 전망(24.4월): 일본총연 3.5% 다이이치생명경제연구소 3.3%, 미즈호리서치: 3.2%, 미쓰비시UFG리서치: 2.9%

□ 다만 중소기업의 임금인상 여력 제한, 연령별 상승률 격차 지속 등이 명목 임금 상승의 리스크요인으로 잠재

○ 금년중 약 44%의 중소기업이 업적개선이 없음에도 불구하고 인력부족에 대응하기 위해 방어적 임금인상을 실시하면서 인상폭이 제약될 소지

○ 또한 작년과 같은 연령별 상승률 격차 지속시 최종 임금상승률은 예상보다 낮아질 가능성

규모¹⁾별 노동분배율²⁾



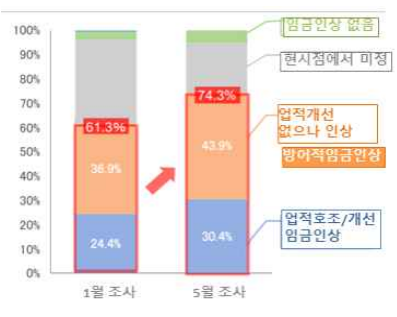
주: 1) 중소기업 자본금 천만원~1억엔, 대기업 자본금 1억엔 이상
 2) 인건비/부가가치 4분기 이동평균
 자료: 재무성 법인기업통계조사

여름 보너스 전망



자료: 후생노동성, 각 기관

금년중 중소기업 임금인상 실시



주: 1) 1,979사 대상(4.19~5.17일)
 자료: 일본상공회의소, 미즈호리서치&테크놀로지스

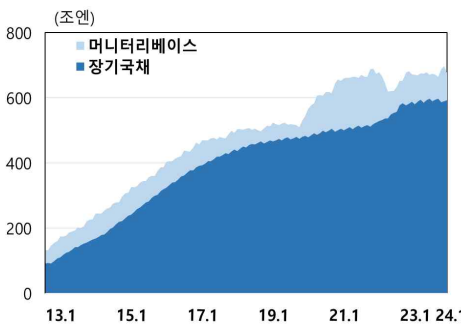
2 일본은행 대차대조표 축소

- 2013년 양적·질적 금융완화정책 시행 이후 확대된 일본은행의 자산(국채, ETF 등)의 축소 정책 시행 여부가 주요 관심 사항으로 하반기 이후 점차 대두될 것으로 예상
 - 일본은행의 머니리베이스 잔액은 '13.1월 130.9조엔에서 '24.5월 675.7조엔 5.2배 확대되었으며, 장기국채 보유 규모('13.1월 91.3조엔 → '24.5월 592.8조엔) 확대가 이를 견인
 - 또한 질적 금융완화정책 시행으로 ETF·J-REIT, CP, 회사채 등 위험자산 보유 규모도 크게 확대('13.1월 6.5조엔 → '24.5월 45.8조엔)
 - 일본은행은 위험자산에 대해 신규매입을 종료하거나 매입금액을 단계적으로 축소할 예정*이라고 발표

* ETF·J-REIT : 신규매입 종료(3.19일)

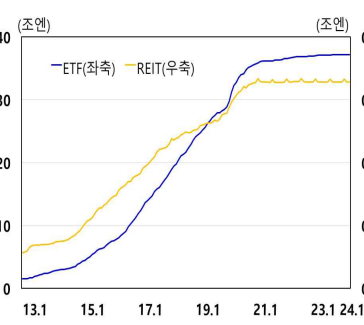
CP·사채 : '22.4월부터 코로나 19 확산 이전 수준(CP 등 약 2조엔, 회사채 등 약 3조엔)으로 축소하기 시작하였으며 '24.3월에는 매입금액을 단계적으로 축소하여 1년 후 종료하기로 결정

머니리베이스 및 장기국채 추이



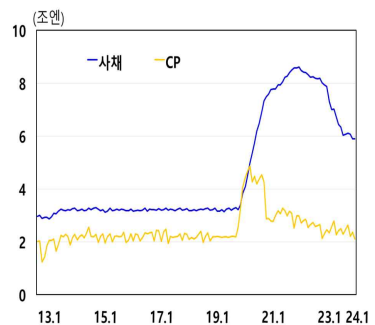
자료: 일본은행

ETF·J-REIT 추이



자료: 일본은행

사채·CP 추이



자료: 일본은행

① 국채매입규모 축소

- 보유 잔액을 어느 정도 속도로 축소할 지 여부가 핵심사항이며, 일본은행을 대체할 시장의 국채보유 여력, 정부의 국채관리 정책과의 조화 등이 감액 속도를 결정하는 주요 요인이 될 것으로 예상
 - 일본은행의 국채매입은 코로나 확산 당시를 제외하고는 YCC도입('16.9월) 이후 감소 추세를 보이고 있었으나, 보유잔액은 증가세를 지속*

* 현재 월6조엔 규모의 매입은 상환 규모와 비슷하여 금년들어 순증 규모는 크지 않은 상황

○ 7월의 국채매입규모 감축에 따라 일본은행 보유 국채잔액이 감소*하면서 대차대조표 축소가 본격화할 가능성

* 우에다 총재는 6월 기자회견에서 “감액하는 이상, 상응하는 규모가 된다”라고 하여 국채 잔액이 감소할 것임을 시사

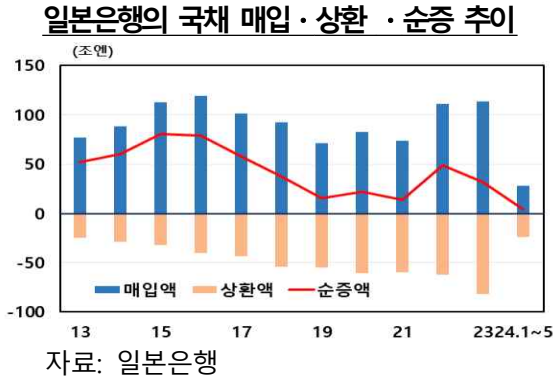
— 다만 일본은행이 매입감액을 해도 정부 발행액 자체가 축소되는 것은 아니므로 일본은행을 대신할 매입 주체 여부가 시장 안정차원*에서 중요

* 일본은행은 국채시장에서 압도적인 참가기관으로 시중에서 대체가 쉽지 않을 정도로 대량의 국채를 보유하고 있어 적시에 적절히 일본은행 대차대조표의 정상화를 추진할 필요가 있음(금융정책결정회의 주요의견, 6.24일)

— 국채보유규모는 향후 1~2년은 만기도래 규모가 커서 축소 효과가 빠르게 나타나겠지만, 양적·질적 금융완화 이전수준까지 하락하는 데에는 상당한 시간**이 걸릴 것으로 예상

* 일본은행 보유 국채의 만기도래 예정(월평균) : '24.6~12월중 6.8조엔, '25년중 6.2조엔, '26년중 5.4조엔

** 월평균 상환액(6조엔 정도)을 감안할 경우 매입규모가 월3조엔으로 축소되면 연간 36조엔의 잔액이 감소하며, 일본은행의 현재 국채보유비중(52%)을 감안하면 YCC이전 수준(40%)까지는 4년, 양적·질적 금융완화 이전수준(26%)까지는 약 8년이 소요될 것으로 추정(노무라 증권)



② 위험자산 축소

□ 위험자산(ETF, J-REIT 등)의 경우 현 단계에서는 축소 방안*에 대한 구체적 논의가 진행되고 있지는 않은 상황**이나, 국채 감액과 병행하여 만기가 없는 자산의 처분에 대한 논의가 필요하다는 의견이 조만간 대두될 가능성

* 야당에서는 ETF 분배금을 아이·육아 지원을 위한 재원으로 활용하자는 법안을 제출(6.13일)한 바 있으며, 기시다 총리는 일본은행이 보유하는 ETF의 처리에 대해 일본은행이 우선 검토해야 할 사항이라고 언급(6.17일)

** 일본은행의 ETF 매각 시기 예상에 대해 38%가 '25.4분기 이후로, 52%가 아직 예상하지 않고 있다고 답변(블룸버그 서베이)

- 국채보유 잔액을 축소해 가는 과정에서 일본은행 대차대조표에서 위험자산 (ETF, J-REIT 등) 비중*이 상대적으로 높아질 가능성을 우려

* 일본은행 총자산에서 ETF·J-REIT가 차지하는 비중은 '13.1월 1.0%에서 '24.5월 현재 5.0%로 크게 상승(ETF 4.9%, J-REIT 0.1%)

- ETF 보유로 일본은행이 다수 기업의 주식을 간접 보유하게 되어 주식시장에서의 가격 결정기능, 기업지배구조 개선 등의 측면에서 부작용이 지적

— 24.3월말 현재 일본은행이 보유한 ETF의 시가평가액은 74.5조엔*(매입액 37.2조엔, 평가이익 37.3조엔)으로 전체 ETF 시가총액의 83.2%를 차지

* 도쿄증권거래소 프라임 상장주식 시가총액(970.1조엔)의 7.6%에 해당하는 규모

- 다만 만기가 있는 국채·사채에 비해 축소를 위해서는 매각이 필요해 주식시장에 미치는 영향을 고려할 때 국채에 비해 정상화에 어려움이 큼

— 일본은행 내에서도 4월 금융정책회의시부터 일본은행 보유 ETF 처리 방향과 관련된 의견이 표출*되고 있음

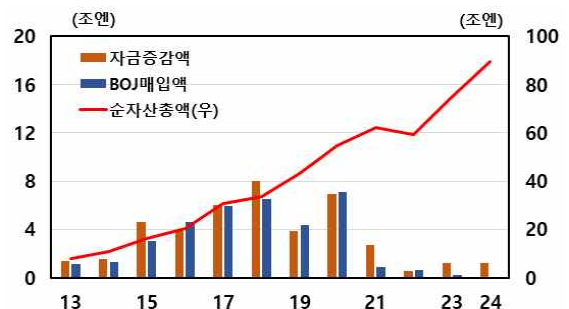
* “일본은행 보유 ETF와 관련하여 오랜 시간이 걸리더라도 방향으로는 잔고를 제대로 해 나가야”, “시장동향을 감안하면 보유 ETF나 J-REIT의 처리와 관련한 구체적인 논의를 할 수 있는 환경이 조성되고 있음”(4월 주요의견), “보유 ETF의 처리 논의를 위해서는 시장에 영향을 주는 여러 특성에 대한 이해가 필요”(6월 주요의견)

일본은행 자산대비 ETF·J-REIT 비중



주 :1) 장부가 기준 자료 : Bloomberg

일본 ETF 추이



자료: 투자신탁협회