

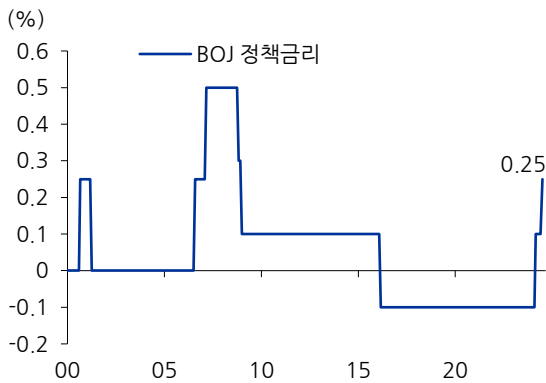
Global Economy

7월 BOJ: 인상 '경로'에 있다

Economist 이정훈, CFA_02)368-6138_jhoonlee@eugenefn.com

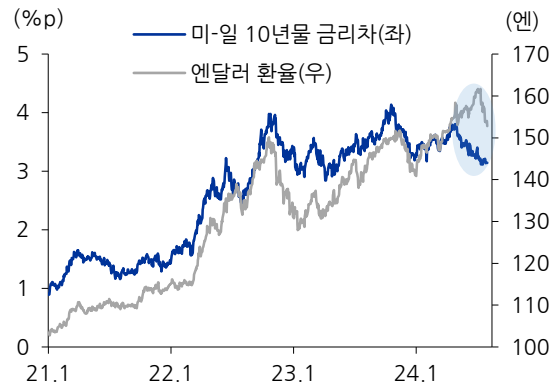
- BOJ는 7월 금정위에서 정책금리를 0.25%로 인상하고, 현 월 6조엔 규모인 국채 매입을 2026년 3조엔 까지 단계적으로 축소할 것이라 발표
- 우에다 총재는 일본 경제가 완만하게 회복되고 있다고 평가했으며, 필요하다면 금리를 계속 인상할 것이라 언급. 0.50%의 금리를 상한선으로 생각하지 않는다고도 발언
- 금리 인상을 앞당긴 것은 결국 심각한 엔화 약세에 대응하기 위한 조치였다고 판단
- 엔화는 방향성을 틀었으나, 일본의 금리 인상 및 미국의 금리 인하 속도 모두 빠르지 않을 것으로 전망. 내년까지 점진적 엔화 약세는 유효하나 연내 엔화 강세는 달러 당 150엔 부근에서 진정될 것으로 예상
- 미-일 간 정책격차가 빠르게 축소될 가능성이 낮다는 점에서 엔 캐리의 급격한 청산 압력도 높지 않을 것으로 전망

BOJ 정책금리 0.25%로 인상



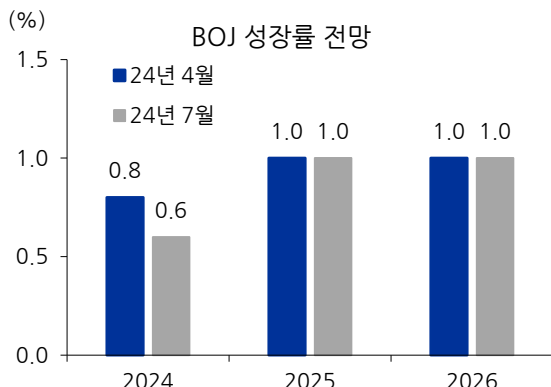
자료: Refinitiv, 유진투자증권

변곡점을 맞이한 엔화



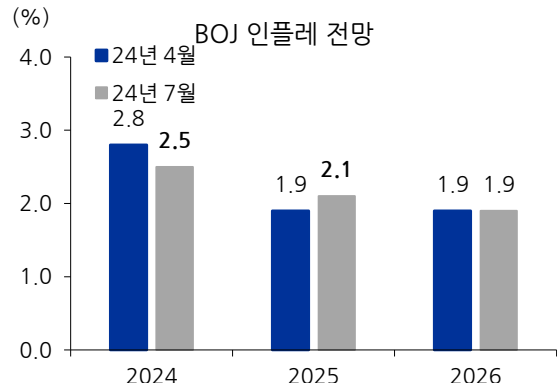
자료: Refinitiv, 유진투자증권

2024년 성장률 전망치는 하향



자료: BOJ

2024년 인플레이션 전망은 하향, 2025년은 상향



자료: BOJ

4개월 만에 다시 금리 인상, 추가 인상도 고려

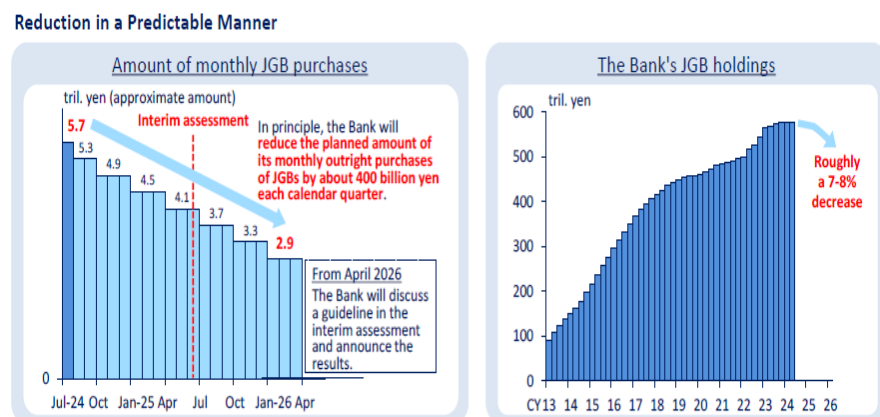
BOJ가 4개월 만에 다시 정책금리를 0.25%로 인상했다(기존 0.0~0.1%, 찬성 7vs 반대 2). 이로써 일본의 정책금리는 2008년 11월 이후 최고치로 올라섰다.

테이퍼링의 구체적인 계획도 발표되었다. 현재 월 6조엔 규모인 국채 매입을 매분기마다 4000조엔 씩 축소시켜 2026년 3조엔까지 줄이기로 결정했다. BOJ는 국채매입 축소를 통해 보유 국채 규모가 약 7-8% 가량 감소할 것으로 예상했다. 금리 인상과 달리 테이퍼링은 만장일치로 결정되었다.

BOJ는 2024년 연간 성장률 전망치를 하향했지만(+0.8% → +0.6%) 경제 상황이 4월 전망에 대체로 부합한다고 평가했다. 인플레이션은 2024년 전망치를 하향했지만 2025년은 상향했다. 이와 함께 2025 - 2026년 인플레이션의 위험이 상방 쪽으로 쏠려 있다고 평가했다.

추가 금리 인상에 대한 언급도 등장했다. 향후 경제와 물가 상황이 이번 경제 전망에 부합한다면 금리 인상을 통해 통화정책의 완화 정도를 조절할 것이라고 언급했다. 성명문과 경제전망에서 나타난 전반적인 평가는 추가 금리 인상을 염두에 두고 있음을 보여주었다. 우에다 총재도 필요하다면 금리 인상을 이어나갈 것이며, 0.50%를 정책금리의 상한선으로 생각하지 않는다고 언급했다.

도표 1. BOJ, 2026년까지 국채 매입 규모 월 3조엔으로 축소



자료: BOJ, 유진투자증권

엔화, 방향은 틀었지만 속도는 제한

BOJ 의 금리 인상을 앞당긴 것은 결국 엔화 약세에 대응하기 위함이다. 필자가 지난 6 월 BOJ 회의 코멘트에서 언급했듯 2 분기 엔화 약세는 단순히 금리 차이만으로 설명되지 않으며, 엔화 약세에 대한 투기적 베팅이 급증한 결과였다.

7월 잇따른 환시개입으로 엔화가 강세로 돌아섰지만 정작 금리 인상이 없었다면 엔화는 다시 약세 압력을 받았을 것이 유력하다. BOJ 가 가파른 엔화 약세를 원하지 않는다는 것은 분명해졌다.

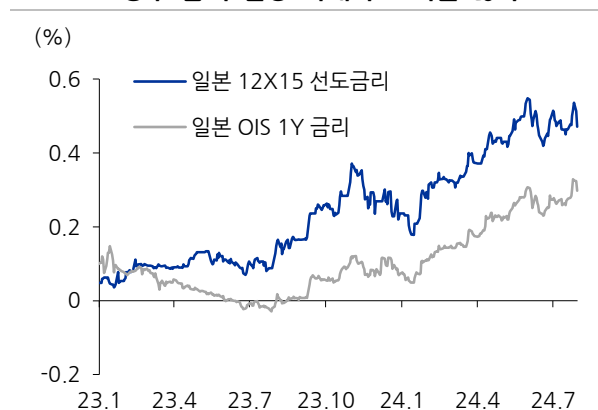
이제 엔화 가치는 방향을 틀었다고 볼 수 있다. 하지만 1) 일본의 추가 금리 인상, 2) 미국의 금리 인하 모두 빠른 속도로 전개되지는 않을 것이다. 최근 엔화 강세 속도도 다소 가팔랐던 측면이 있다. 미국의 인하 사이클 상 내년까지 엔화의 점진적 강세는 유효하나, 연내 엔화 강세는 달러 당 150 엔 부근에서 진정될 것으로 전망한다.

도표 2. 변곡점을 맞이한 엔화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 3. 향후 금리 인상 기대가 크지는 않아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

급격한 엔 캐리 청산 가능성도 낮아

엔 캐리 트레이드의 급격한 청산 가능성도 높지 않다. 최근 금리 인상 기대로 엔화가 강세로 돌아서면서 엔화 약세 베팅이 큰 폭 되돌림을 겪었다. 다만 여전히 역사적으로는 높은 수준의 순매도 포지션이 유지되고 있다.

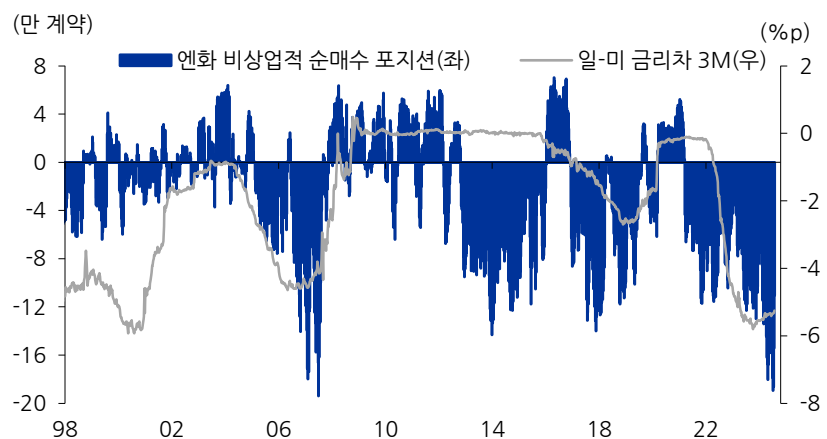
2016 년을 제외하면 엔 캐리 트레이드가 대규모로 청산된 것은 대부분 마일 간 금리 차이가 단기간에 큰 폭으로 축소될 때였으며 이는 대부분 미국의 위기 상황이었다. 현재는 양국 간 통화정책 격차가 빠르게 줄어들기 어려운 상황이다. 엔 캐리의 급격한 청산보다는 점진적인 청산이 더 현실적이다.

단기간에 대규모 자금 이동이 이뤄질 가능성도 낮다. 일본 내 금융 기관들, 특히 생보사의 경우 과도한 환헤지 비용으로 미국채 보유의 매력이 저하되면서 이미 지난해부터 국내 채권 보유 확대 및 일부 환노출 전략으로 대응해왔다.

최근 미국에서 발생한 기술주 약세도 엔화와 나스닥 간의 상관관계가 높다는 심증은 있지만 명확한 물증은 없다. 2016 년 엔 캐리 청산 당시에도 미국 증시 하락은 제한적이었으며, 오히려 중국 증시 부진과 연준의 금리 인상 우려가 더 큰 영향을 미쳤다.

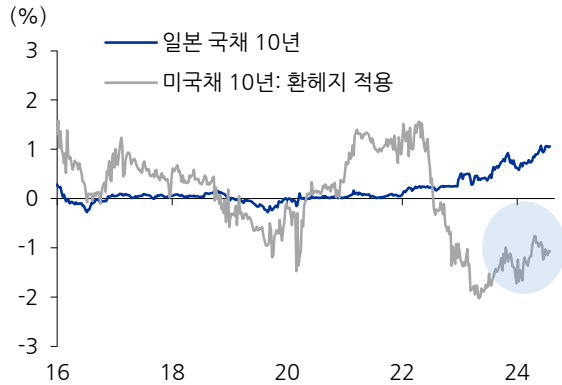
필자가 여러 번 언급했듯 대외 자산 매입을 결정하는 궁극적인 변수는 금리 차이가 아니라 경상수지이다. 금리 인상 기조는 명확해졌지만 현재의 인상 속도 하에서 금융시장의 격변이 일어날 것이라는 우려는 과도하다고 판단한다.

도표 4. 과거 엔 캐리 대규모 청산은 대부분 미국의 가파른 금리 인하 국면



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 5. 미국 국채 보유 매력 높지 않은 상황



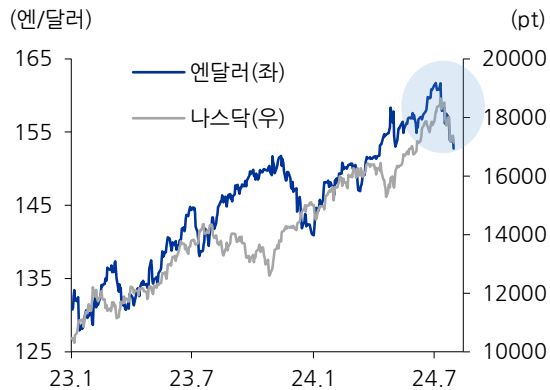
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 6. 이미 대외 채권 매입을 줄여온 생보사



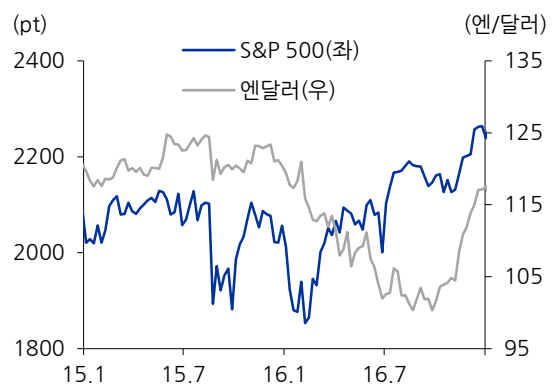
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 7. 엔달러 환율 및 나스닥 추이



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 8. 2016년 초 엔화 강세의 영향은 제한적



자료: Refinitiv, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다