

## Issue Comment

2023. 6. 26

## 하반기 엔/달러 전망

## BOJ 10 월 정책금리 상단 상향조정

## FX/원자재

Analyst 박수연

02. 6454-4897

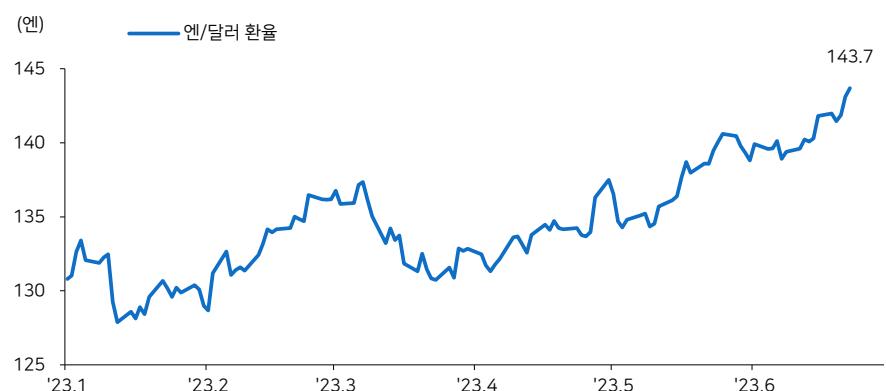
soo-yeon.park@meritz.co.kr

## 엔화, 절하될 만큼 절하됐다

2023년 3월 FOMC 이후 엔/달러 상승세 지속. 3월 FOMC 직후인 3월 24일 130.73엔에서 6월 23일 현재 143.70엔까지 9.0% 절하. 같은 기간 달러인덱스는 등락을 반복하기는 했으나 103.12에서 102.90까지 0.2% 하락. 달러인덱스와 차별화되는 움직임

절하 이유는 주요국 인상 사이클과 차별화되는 무제한 양적완화 정책. 연준을 중심으로 주요국 중앙은행은 2022년 이후 금리인상을 지속하고 있으나, BOJ는 YCC 정책을 고수. 그러나 외환시장에서는 BOJ가 2022년 12월 회의에서 10년물 금리 변동범위를 확대한 이후( $\pm 0.25\% \rightarrow \pm 0.50\%$ ) 정상화에 대한 경계감 계속되고 있음. BOJ 정책회의마다 정책 변화 부재 확인 후 엔화 절하폭 확대되는 경향 보여왔음

그림1 연초 이후 엔/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 일본, 펀더멘털은 정상화를 받아들일 준비가 되었다

아직까지도 BOJ가 완화적 스탠스를 취하여 엔화 절하가 이어지고 있다는 점을 감안하면, 하반기에도 BOJ 정책이 엔화 방향성 결정에 있어 핵심적인 요소라 판단. **Baseline 시나리오로 10월 10년물 정책금리 상단 상향조정, 2024년 4월 이후 YCC 정책 폐지 논의 본격화 제시**

**첫째, 일본 물가상승률, 기대인플레이션 상승세 지속 가능성 커짐**

**첫째, 일본의 물가상승률과 기대인플레이션의 상승세 지속 가능성 커짐.** 일본은행이 물가상승률 목표로 삼고 있는 Core CPI(신선식품 제외)의 전년대비 상승률은 2022년 4월 이후 지속적으로 2%를 상회하고 있으며 최근 반등. 이는 에너지 CPI가 하락폭을 확대하고 있음에도 불구하고(4월 -4.4% → 5월 -8.2% YoY), 물가상승 품목이 광범위해지고 있기 때문. 신선식품과 에너지를 모두 제외한 Core CPI의 경우, 전년 대비 상승률이 하락세 없이 오름세를 지속하고 있음. 또한 국제유가 역시 지난해 6월이 가장 높았음을 감안하면 높은 기저로 인한 효과도 줄어들 가능성

기대인플레이션도 상승세 지속. 단간 서베이에 따르면 1Q23에 집계한 1년 후 기대인플레이션은 2.8%. 최근까지의 물가상승률을 감안하면 7월 초에 발표될 2Q23 수치는 상향될 것으로 보임. 이는 BOJ 6월 금융정책위원회 결정문 내용과도 일맥상통. 결정문에서는 기업들의 행동 및 임금 결정 양상이 변화하고 있는 것으로 보인다고 언급되었음. 행동양식 및 기대 변화로 물가상승률이 고착화될 가능성을 BOJ도 감안하는 것으로 판단

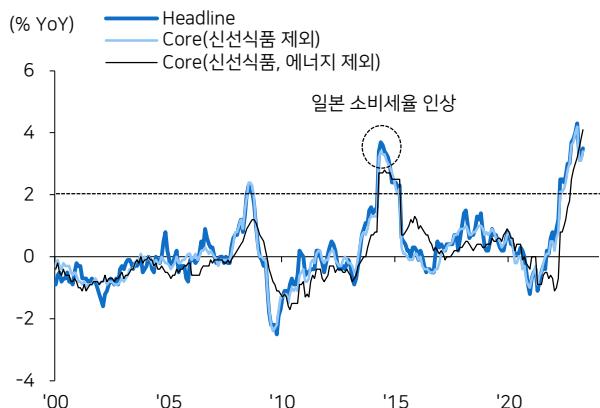
**둘째, 높은 인플레이션으로 인해 실질임금상승률 하락폭 확대**

**둘째, 상기한 높은 인플레이션으로 인해 실질임금상승률은 하락폭 확대되고 있음.** 이는 일본 정치권의 이슈로 변화. 최근 일본 제1야당은 내각 불신임안 제출. 이유 중 하나는 물가 통제가 제대로 이루어지지 않고 있어 실질임금이 하락하고 있다는 것. 하반기 중 내각 불신임안을 이유로 일본 중의원(일본의 하원) 해산 논의가 제기될 수 있음. 중의원 선거를 통해 민심을 확인한다는 명분이 성립하는 한편, 여당이 승리할 경우 향후 최소 3년간(중의원 임기는 4년) 선거 걱정 없이 구심력 유지 가능. 실제로 6월 중 중의원이 해산하면 시차를 두고 BOJ가 내각과 정책 공조를 논의하여 정책 정상화 시기가 앞당겨질 수 있다는 전망 대두되었음. 6월에는 기시다 내각 지지율이 반락하면서 중의원 해산은 기각됨. 그러나 하반기 중 지속적으로 제기될 수 있는 정치적 이슈 중 하나

**셋째, 일본 경기 반등 시작**

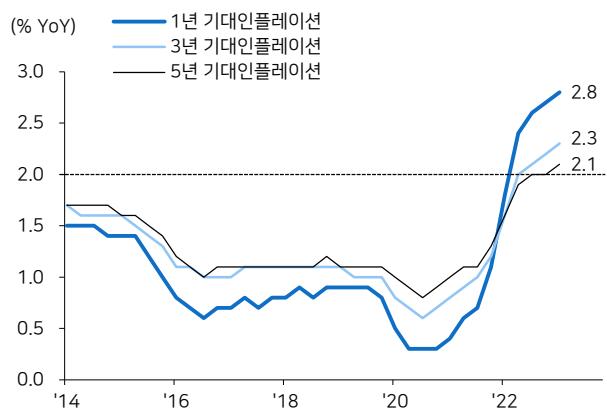
**셋째, 일본은 여타국과 달리 경기가 이미 반등하기 시작.** 일본 분기별 GDP QoQ 성장률 3Q22 이후 증가세. OECD 경기선행지수도 반등. 이는 저금리가 투자 수요를 뒷받침하면서 여타국들에 비해 투자사이를 반등이 일찍 나타났기 때문. 관광객도 늘어나고 있음. 일본의 5월은 3~4월이 벚꽃 시즌 성수기 이후의 여행 비성수기 시즌이나, 외국인 관광객수 감소가 크지 않았음(4월 195만명, 5월 190만명). 일본 경기 반등이 뒷받침될 이유

그림2 일본 CPI 상승률 추이



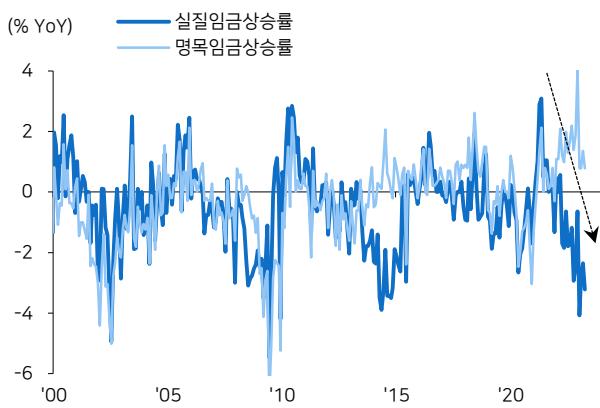
자료: 일본 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림3 일본 기대인플레이션 추이



자료: BOJ, 메리츠증권 리서치센터

그림4 일본 임금상승률 추이



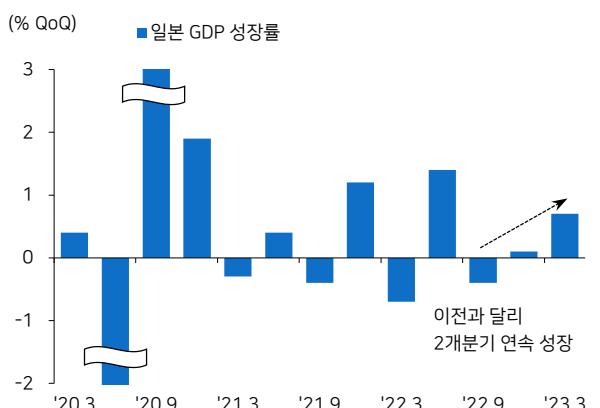
자료: 일본 후생노동성, 메리츠증권 리서치센터

그림5 일본 내각 지지율 추이



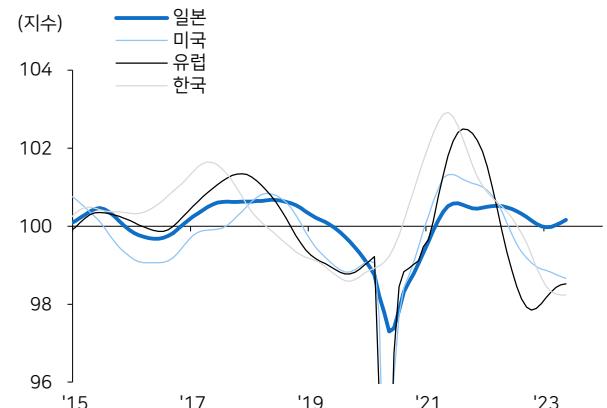
자료: Nikkei, 메리츠증권 리서치센터

그림6 일본 GDP 성장률 추이



자료: 일본 내각부, 메리츠증권 리서치센터

그림7 OECD 경기선행지수 추이



자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림8 일본 연간 투자계획 추이



자료: ESRI, 메리츠증권 리서치센터

그림9 블룸버그 금융환경지수 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 2H23은 BOJ가 정상화를 꾀할 마지막 적기

일본 펀더멘털을 고려하면 정상화  
착수가 바람직

결국 일본은 물가상승률이 2% 넘는 흐름이 고착화되는 가운데, 경기가 반등하면서 BOJ가 정책을 정상화할 펀더멘털이 마련되어 있음. 따라서 BOJ는 적절한 시기를 틈타 정책 정상화를 시작할 유인이 큼

2H23은 BOJ 정상화 시작의 적기:  
여타국 인상사이클 막바지,  
금융시장 환경 우호적

무엇보다도 2H23은 BOJ가 정책을 수정하기에 부담스럽지 않은 마지막 시기. 2024년 들어 주요국 중앙은행이 인하 사이클에 돌입할 것이라 전망되고 있음. 다른 국가들이 금리를 인하하는 가운데 BOJ 나홀로 YCC 정책을 폐지하는 것은 부담. 현재 금융시장 또한 우호적. 엔화 약세가 두드러지고 있어서 통화 절상 부담이 낮으며, 일본 중시 또한 상승세를 지속하고 있음. 금융시장 또한 체력이 뒷받침되고 있다는 것을 방증

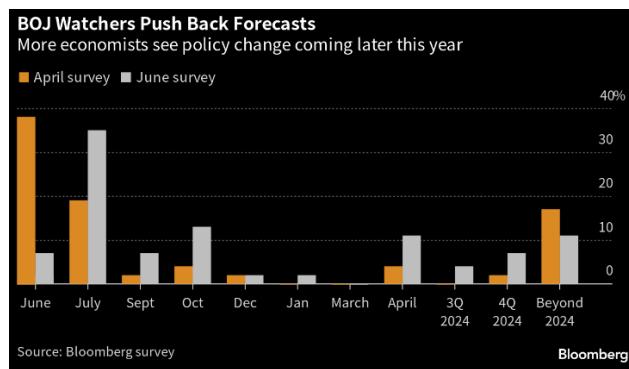
그러나 예기치 못한 YCC 폐지는  
금융시장 충격 야기. 하반기 중  
장기금리 상단 상향조정 가능성 큼

그러나 예기치 못한 정책 변화, 특히 YCC 정책 폐지는 일본의 경제규모를 고려하면 전 세계적으로 금융시장 충격을 야기할 것. 따라서 하반기 중 10년물 금리 상단 25bp 상향조정을 꾀함으로써 정상화에 대한 의지를 보이는 것에 그칠 것으로 전망. 수정경제전망이 발표되는 10월 가능성이 가장 크다고 생각하며, 그 이상의 상향조정은 대내외 펀더멘털을 확인하며 결정할 것

본격적인 YCC 정책 폐지 논의는  
2024년 4월 이후일 것

본격적인 YCC 정책 폐지는 2024년 4월 이후 시기를 탐색할 것이라 생각. BOJ는 역사적으로 정책 전환을 꾀할 때 이전까지의 정책 효과 점검을 단행. 2016년 YCC 정책을 개시할 때도 유사한 상황 있었음. 이번 2023년 4월 BOJ 금융정책위원회에서 정책 효과 점검을 개시한다고 선언했으며, 1~1.5년이 걸릴 것이라고 언급. 내년 4월까지 YCC 정책 폐지 가능성을 낮게 보는 이유

그림10 블룸버그 BOJ 정책 변화 시기 관련 서베이



주: 6월 서베이 결과는 BOJ 6월 금융정책위원회 이전 집계  
자료: Bloomberg

그림11 엔/달러 환율 및 니케이 지수 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

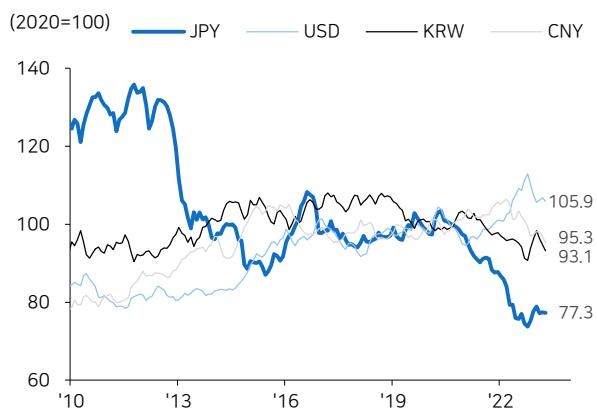
### 하반기 엔화 환율 전망: 연말 엔/달러 133엔, 원/엔 9.3원

연말 환율 전망:  
엔/달러 133엔, 원/엔 930 원

BOJ가 정책 정상화를 꾀하는 것과 동시에 엔화 절상 전환 기대. 이외에 매크로 측면에서도 엔화 추가 절하는 부담스러움. 1) 엔화 실질실효환율이 역사상 저점을 기록하고 있고, 2) 원화 등 여타 통화와 비교해서도 최근 절하폭이 가팔랐기 때문에 추가 절하가 부담스러운 점, 3) 연말 들어 내년에 연준이 인하를 시작할 것이라는 기대감으로 달러가 약세로 전환할 것이라는 전망, 4) BOJ가 외환시장 개입을 통해 절하 속도를 늦출 것이라는 기대도 생각해볼 수 있음. 이를 감안하여 엔/달러 133엔, 원/엔 9.3원 전망

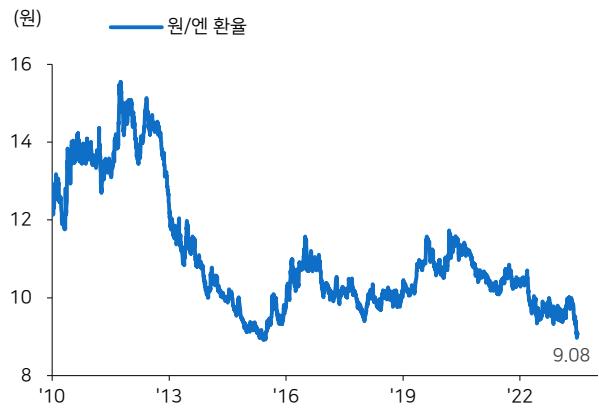
다만 BOJ 정책 전환 전까지 연준의 추가 인상 불확실성으로 인해 달러인덱스 상승할 가능성은 높게 봄. 7월 FOMC에서 동결이 결정될 것이라 전망하는 바, 그 전까지는 엔화 추가 약세 진행될 수 있음에 유의

그림12 주요국 실질실효환율 추이



자료: BIS, 메리츠증권 리서치센터

그림13 원/엔 환율 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

#### Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 주체 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.