

2025. 5. 2

BOJ 5월 Review: 관세가 우리 계획을 망쳤어요

▲ FX/원자재

Analyst 박수연

02. 6454-4897

soo-yeon.park@meritz.co.kr

- ✓ 정책금리 만장일치 0.5% 동결 결정. 시장 예상에 부합한 결과
- ✓ 수정경제전망과 총재 기자회견 모두 관세로 인한 "불확실성"이 부각돼
(FY2025 GDP 성장률 1.1% → 0.5%, Core CPI 상승률 2.4% → 2.2%)
- ✓ 당사는 연내 2회(7월, 10월) 추가 인상 및 2026년 2회 인상 전망 유지.
불확실성은 인정하나, 7월 중 주요 정치/경제 이벤트가 모두 해소되기 때문

관세가 앓아간 물가 목표 2% 달성 자신감

BOJ 5월 금정위는 **만장일치 정책금리 0.5% 동결** 결정. 시장 예상에 부합한 결과

이번 금정위 관전 포인트는 수정경제전망. BOJ는 GDP 성장률과 CPI 상승률 전망을 일제히 하향조정. FY2025 GDP 성장률은 (1월) 1.1% → (5월) 0.5%로 큰 폭 낮춰, 대외 무역 불확실성의 부정적인 효과를 반영. Core CPI(신선식품 제외) 상승률은 FY2025 (1월) 2.4% → (5월) 2.2%로 하향하고, 앞으로의 궤적으로 FY2025 2.2% → FY2026 1.7% → FY2027 1.9%로 제시. **중장기 물가전망이 2%를 밑돈다는 것은 물가 목표 2% 달성에 대한 자신감이 줄어든 것을 나타냄**

기자회견도 "불확실성"으로 요약할 수 있음. 관세 충격이 얼마나 오래, 어떠한 강도로 나타날지에 대해 총재도 확신하지 못했음. BOJ 수정경제전망 기본 시나리오는 단기적으로 관세 충격이 반영된 후, 중장기적으로 노동력 부족과 기대인플레이션 상승이 물가상승률을 2% 내외 목표 수준으로 유지시킬 것이라 가정

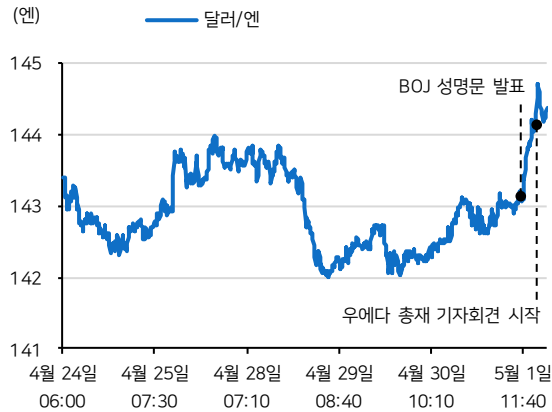
그러나 총재는 물가 전망 달성 지연이 인상 지연을 의미하는 것은 아니라 발언하여 향후 정책 결정의 유연성을 보장하고자 함. 해당 발언 이후에 달러/엔 상승세(엔화 절하) 멈췄음. BOJ 인상 전망 불확실성 증대됨

당사는 BOJ의 2025년 추가 2회 인상(7월, 10월) 및 2026년 2회 인상 전망 유지.

매크로 불확실성이 확대된 만큼 정책금리 전망 리스크도 커진 것은 인정. 그러나 '불확실'한 상황은 '불확실'하기 때문에 전망을 변경할 정보는 아님. 게다가 7월은 각종 정치/경제 이벤트가 겹친 시기. 1) 7월 초 2025년 춘투 임금 협상 최종 결과 발표(2024년은 7월 3일), 2) 7월 9일 미국 상호관세 유예 종료, 3) 7월 중순 일본 참의원 선거가 예정됨. 해당 이벤트를 모두 확인한 후 7월 31일 BOJ는 수정경제전망 발표와 함께 금리 인상에 나설 가능성 큼

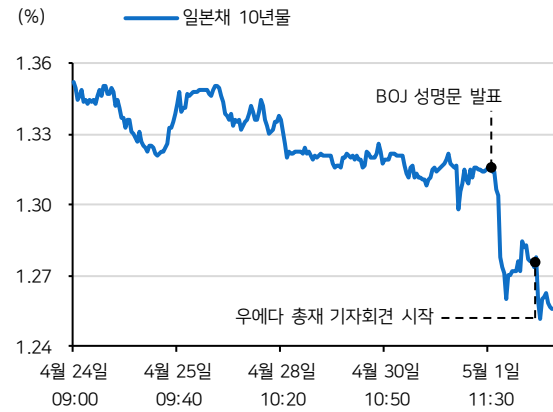
달러/엔은 5월 중 달러 저가매수와 BOJ의 애매한 스탠스를 반영하며 상승할 것(엔화 절하). 그러나 중장기적으로는 엔화가 2) 안전자산이며, 2) 저평가 되었다는 점, 3) BOJ의 인상 사이클이 부각되며 달러/엔 하락세(엔화 절상) 이어갈 전망

그림1 달러/엔 틱차트



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 일본 10년 금리 틱차트



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

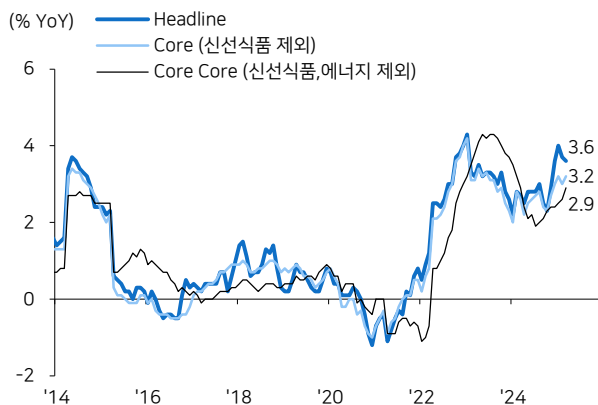
표1 2025년 5월 BOJ 수정경제전망

(% YoY)	중위수				전망치 분포			
	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027
GDP 성장률	0.7	0.5	0.7	1.0	0.7	0.4~0.6	0.6~0.8	0.8~1.0
(1월 전망)	0.5	1.1	1.0	-	0.4~0.6	0.9~1.1	0.8~1.0	-
Core CPI(신선식품 제외) 상승률	2.7	2.2	1.7	1.9	2.7	2.0~2.3	1.6~1.8	1.8~2.0
(1월 전망)	2.7	2.4	2.0	-	2.6~2.8	2.2~2.6	1.8~2.1	-
Core Core CPI(신선식품 에너지 제외) 상승률	2.3	2.3	1.8	2.0	2.3	2.2~2.4	1.7~2.0	1.9~2.1
(1월 전망)	2.2	2.1	2.1	-	2.1~2.3	2.0~2.3	1.9~2.2	-

주: FY2024 = 2024년 4월 ~ 2025년 3월, FY2025 = 2025년 4월 ~ 2026년 3월, FY2026 = 2026년 4월 ~ 2027년 3월, FY2027 = 2027년 4월 ~ 2028년 3월

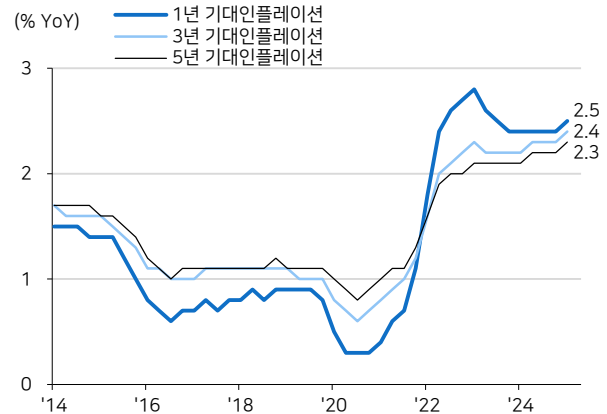
자료: Bank of Japan, 메리츠증권 리서치센터

그림3 일본 물가상승률



자료: 일본 통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림4 일본 기대인플레이션



자료: Bank of Japan, 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 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 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.
