

2025. 7. 31

BOJ 7월 Review: 성명문은 Hawkish, 총재는 Dovish

▲ FX/원자재

Analyst 박수연

02. 6454-4897

soo-yeon.park@meritz.co.kr

- ✓ 정책금리 만장일치 0.5% 동결하여 컨센서스 부합
- ✓ 수정경제전망과 총재 기자회견 스탠스가 상반됨
 - 수정경제전망: FY2025 Core CPI 2.2%→2.7%, Core Core CPI 2.3%→2.8%
 - 총재 기자회견: 지금은 공급측 인플레이션이기 때문에 금리 인상 불필요
- ✓ 당사 10월 추가 인상 전망 유지. 고물가로 인한 소비심리 악화를 통제할 필요성

수요냐, 공급이나, 그것이 문제로다

BOJ 6월 금정위는 만장일치 정책금리 0.5% 동결, 컨센서스 부합

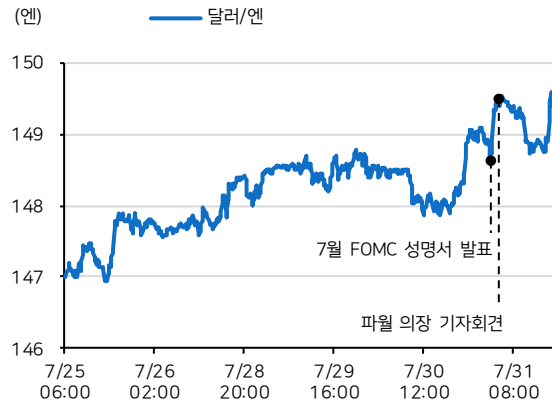
이번 금정위 관전 포인트는 수정물가전망. 관세협상 체결은 곧 대외 불확실성 감소를 의미. 즉, 물가목표 달성 자신감만 확인되면 BOJ는 금리를 인상할 수 있음. BOJ는 FY2025 Core CPI(2.2%→2.7%)와 Core Core CPI(2.3%→2.8%) 전망치를 0.5%p씩 상향. 특히 **FY2027 Core CPI, Core Core CPI 전망치 2.0%는 중장기 물가 목표 2% 달성에 대한 자신감으로 해석됨**

성명문에서는 구조적인 노동 공급 부족과 기대인플레이션 상승 때문에 기조적 물가의 추세적 상승을 전망. 실제로 춘투 2025년 임금인상률이 최종 5.25%로 결정되었음에도 향후 추가 임금 인상을 고려한다는 기업은 64.9%에 달함. 일본 기대인플레이션도 1년, 3년, 5년 시계에서 모두 2% 이상을 유지하고 있음

그러나 **총재 기자회견이 dovish했음. 특히 일본의 고물가가 수요측이 아닌, 공급측 요인 때문이라 언급하여 금리 인상 필요성을 일축.** 총재는 쌀 가격 급등과 노동 부족에 따른 임금 상승이 모두 물가 상승의 공급측 요인으로 해석. 따라서 FY2025 물가상승률 전망치 상향을 이유로 금리를 인상하지 않을 것이라 언급. 공급 충격으로 인한 물가 상승을 금리 인상으로 대응하면 경기위축이 발생할 것으로 보기 때문. 수정경제전망에서 GDP 성장률 상향조정폭이 크지 않았던 이유

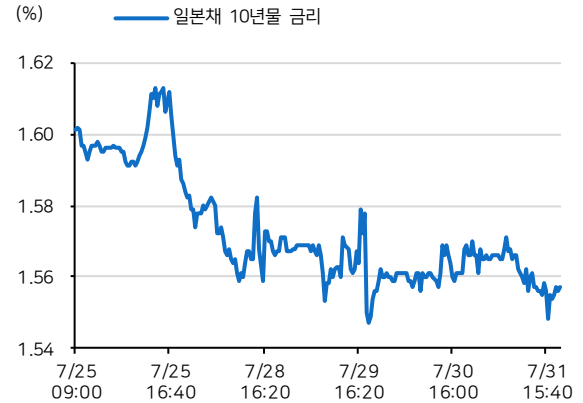
그럼에도 당사는 BOJ가 10월에 추가 인상에 나설 것이라는 기존 전망 유지. 고물가로 인해 소비심리 악화가 누적되고 있기 때문. 일본 5월 명목임금상승률은 1.1% YoY이었으나 실질임금상승률은 -2.6%를 기록. 성명문에서도 고용과 소득 여건이 개선되어 민간소비는 견조하나 소비심리가 악화되었다고 언급. 반면, 실질금리는 여전히 (-)를 유지하고 있기 때문에 추가 인상이 완화된 금융 환경을 해치는 상황이 아님. 따라서 10월 중 관세의 매크로 여파를 추가적으로 확인한 후 수정경제전망과 함께 금리인상에 나설 것으로 예상

그림1 달러/엔 틱차트



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 일본 10년 금리 틱차트



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 2025년 7월 BOJ 수정경제전망

(% YoY)	중위수			전망치 분포		
	FY2025	FY2026	FY2027	FY2025	FY2026	FY2027
GDP 성장률	0.6	0.7	1.0	0.5~0.7	0.7~0.9	0.9~1.0
(5월 전망)	0.5	0.7	1.0	0.4~0.6	0.6~0.8	0.8~1.0
Core CPI(신선식품 제외) 상승률	2.7	1.8	2.0	2.7~2.8	1.6~2.0	1.8~2.0
(5월 전망)	2.2	1.7	1.9	2.0~2.3	1.6~1.8	1.8~2.0
Core Core CPI(신선식품 에너지 제외) 상승률	2.8	1.9	2.0	2.8~3.0	1.7~2.1	2.0~2.1
(5월 전망)	2.3	1.8	2.0	2.2~2.4	1.7~2.0	1.9~2.1

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

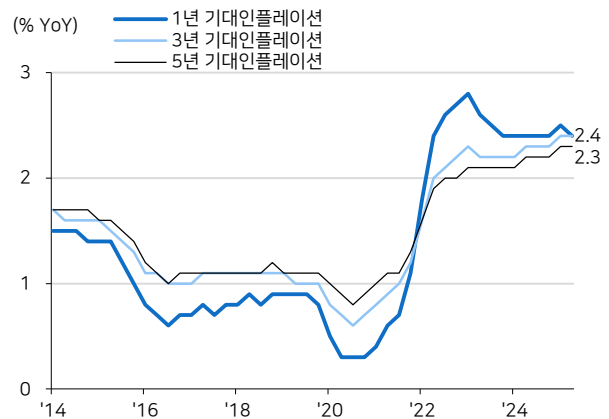
자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

표2 춘투 2025년 서베이 “향후 인상 계획”에 대한 응답

응답 내용	응답 수(개)	비율
검토하고 있다 (検討している)	1,829	64.9%
검토하지 않고 있다 (検討していない)	228	8.1%
아직 판단하지 못함 (判断できない)	749	26.6%
무응답	11	0.4%
총계	2,817	100.0%

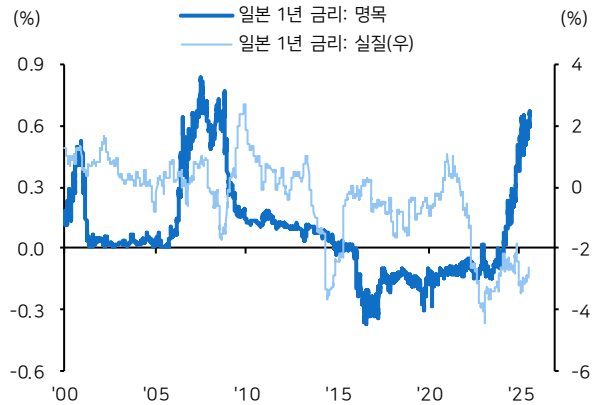
자료: Rengo, 메리츠증권 리서치센터

그림3 일본 기대인플레이션



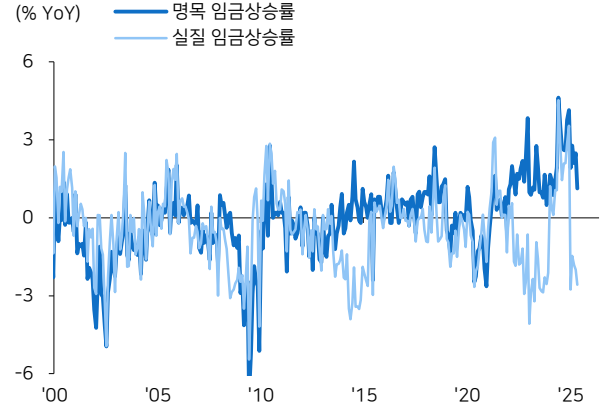
자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림4 일본 1년 금리: 명목 vs. 실질



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 일본 임금상승률: 명목 vs. 실질



자료: 일본 후생노동성, 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.