

2026. 4. 28 (화)

4월 BOJ: 일단 관망. 6월에 인상 재개

- 4월 중순 들어, 4월 말 BOJ 동결 가능성이 시장에서 우세를 보임
- 물가전망 크게 상향 되었지만, 경기전망도 하향 조정. 4월은 6:3으로 동결 결정
- 다음 회의인 6월 인상 재개 예상: 임금-물가 선순환 유효 + 인상 소수의견 존중
- 당사는 일본은행의 걱정처럼 경기가 크게 둔화될 것으로 보고 있지 않음

경제분석

Economist 이승훈
seunghoon.lee@meritz.co.kr

RA 박민서
mspark@meritz.co.kr

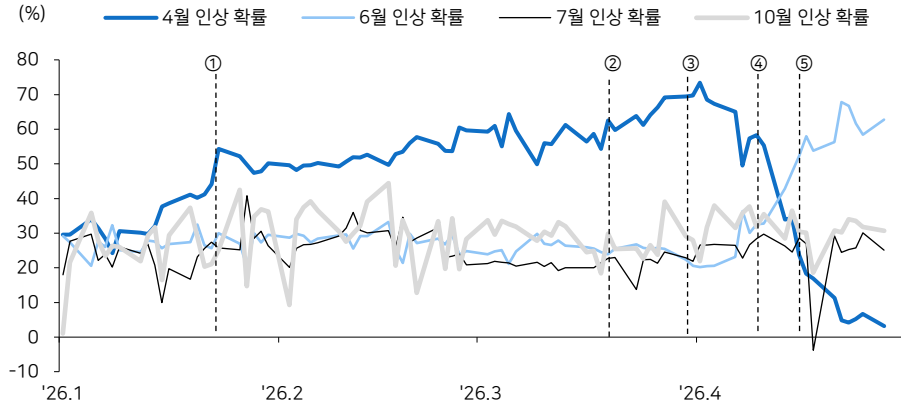
일본은행은 3월 금정위에서 “성장이 제약 받더라도 기초적 물가압력이 우상향이 면 금리인상이 가능하다”는 우에다 총재의 발언으로 4월 인상을 기정 사실화했다. 3월 26일에는 제도적 요인을 제외한 Core와 Core-core CPI 상승률이 공히 2%를 상당 기간 상회한다는 데이터(그림 2~3)를 발표했고, 4월 2일 발표된 Output gap(재추계)은 2022년 이후 일본 경제가 4년 연속 (+) 산출갭 영역에 있음을 확인시켜 주었다(그림 4~5). 모두 금리인상의 필요성을 지지하는 요인들이었다.

그러나 4월 9일(의회)과 17일(IMF 총회)의 총재 발언을 소화하는 과정에서 금융 시장은, BOJ가 전쟁의 성장/물가 충격을 함께 고려하고 있다 여기며, 4월 인상 기대를 10% 미만으로 낮추었다(그림 1). 금융시장이 준비가 되지 않은 상태에서 BOJ가 인상을 강행하기는 어렵다. 결과적으로, 28일 BOJ 회의에서는 FY26 물가전망의 대폭 상향 조정(Core: 1.9%→2.8%, Core-core: 2.2%→2.6%)에도 경제전망이 크게 낮아지면서(1.0%→0.5%), 6:3으로 금리가 동결되었다. 3월 BOJ 당시 우에다 총재의 발언이 정면으로 뒤집힌 것이다.

당사는 다음 회의인 6월에 BOJ가 인상할 것으로 전망하며, 그 이후 인상은 6개월 뒤인 12월이 될 것으로 예상한다. 이는 총재가 기자회견에서 1) 임금과 물가의 선순환이 유효하며, 2) 경기가 크게 둔화되지 않는다면 인상이 가능하다고 발언한 점을 감안한 것이다. 또한 총재는 3명의 인상 소수의견을 존중하며, 금정위원들 역시 upside risk를 고려하고 있다고도 언급했다.

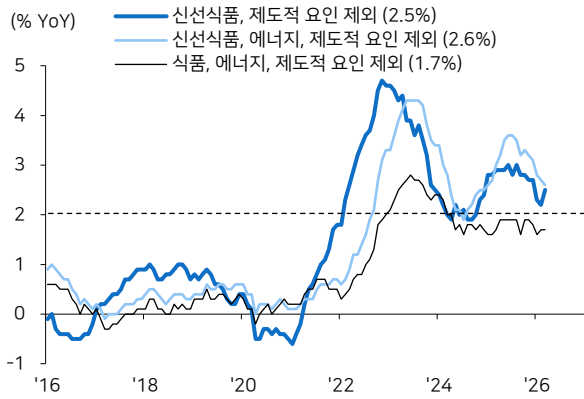
우리는 BOJ가 우려하는 것처럼 경기가 크게 둔화될 것으로 보지 않는다(당사 FY26 일본 GDP 전망 0.8%). BOJ는 유가 상승-교역조건 악화로 기업이익과 가계 소득 부진 현실화를 우려하나, 전쟁 여파가 부분적으로 반영된 1분기 수출물량은 전년대비 3.6% 증가(4Q25: -0.8%)하며 개선되었고, 기업 경기전망도 양호하기 때문이다. 노동시장은 전에 없이 타이트하며, 도소매 판매나 소비관련 지표의 둔화도 관찰되지 않았다. 단지 중동향 자동차 수출 하방 위험이 있고, 3월 경기위쳐 서베이 경기판단 지수가 47.6에서 42.2로 급락했을 뿐이다. 향후 전쟁 향방에 따라 가변적일 것이나, BOJ 경기전망은 향후 상향 조정될 소지가 큰 것으로 보인다.

그림1 OIS 시장에 반영된 월별 금리인상 확률 추이



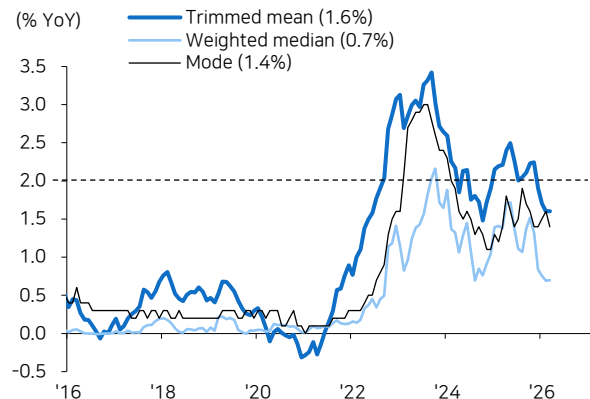
주: ① 1월 BOJ(1.23), ② 3월 BOJ(3.19), ③ 3월 동경 CPI 예상 하회(3.31)
 ④ 우에다 총재 국회 발언(4.9): 단기, 중장기 금리는 명백히 완화적이다 (조건부 금리인상 발언 없었음)
 ⑤ 우에다 총재 G20/IMF 발언(4.16~17): 에너지 가격 급등은 양방향 위험, 교역조건/경제성장 악화 위험 언급
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 기초적 인플레이션 (1): 정책 요인 제외



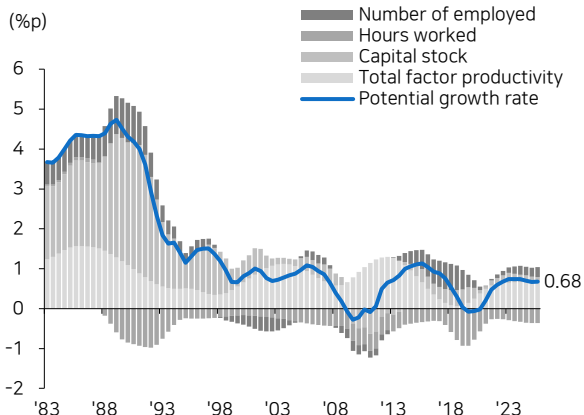
주: 범례의 ()은 2026년 3월 수치임
 자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림3 기초적 인플레이션 (2): 절사평균, 가중평균, 최빈값



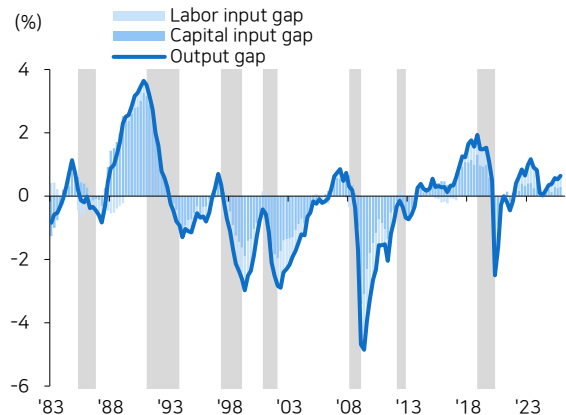
주: 범례의 ()은 2026년 3월 수치임
 자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림4 일본 잠재성장률



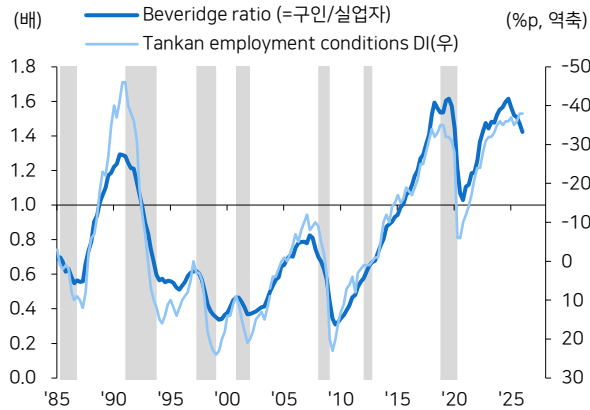
자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림5 일본 Output gap



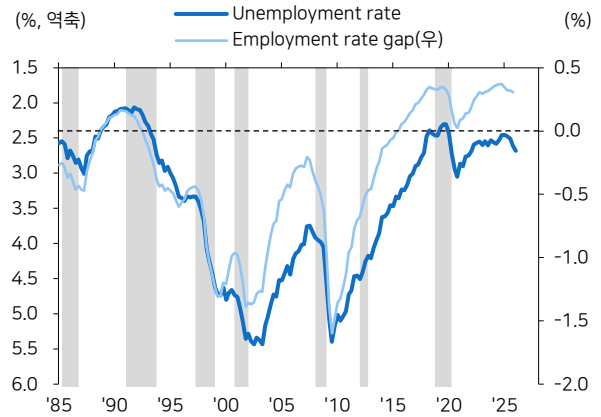
자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림6 일본 노동시장 환경 (1): 구인/실업자 비율



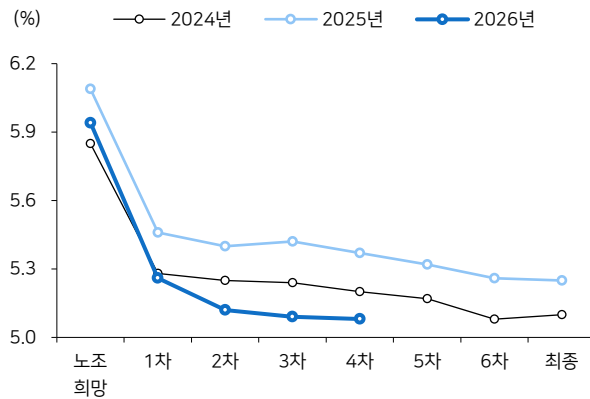
자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림7 일본 노동시장 환경 (2): 실업률과 Employment gap



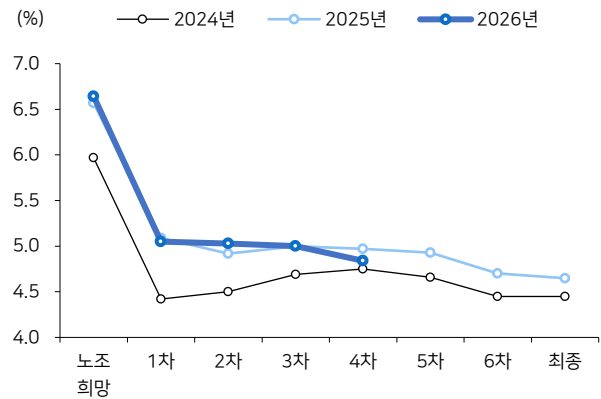
자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림8 춘투 협상임금 상승률 추이 (1): 대기업



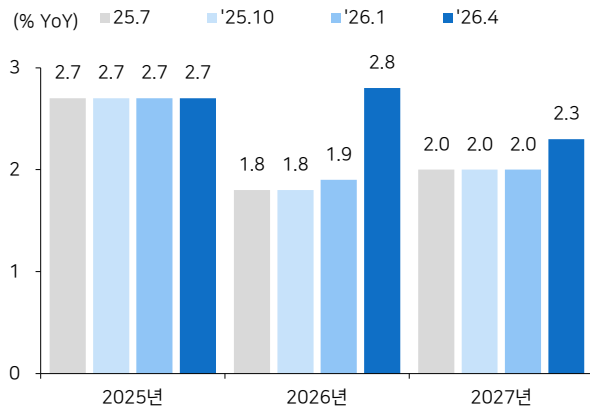
자료: Japanese Trade Union Confederation, 메리츠증권 리서치센터

그림9 춘투 협상임금 상승률 추이 (2): 중소기업



자료: Japanese Trade Union Confederation, 메리츠증권 리서치센터

그림10 수정 경제전망 변화: FY25~28 신선식품 제외 CPI



주: 중위수 기준

자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

표1 BOJ 4월 수정 경제전망 내용

	GDP	CPI (신선식품 제외)	CPI (신선식품/에너지 제외)
FY25	+1.0~+1.0 [+1.0]	+2.7	+3.0
1월 전망	+0.8~+0.9 [+0.9]	+2.7~+2.8 [+2.7]	+2.9~+3.1 [+3.0]
FY26	+0.4~+0.7 [+0.5]	+2.8~+3.0 [+2.8]	+2.5~+2.7 [+2.6]
1월 전망	+0.8~+1.0 [+1.0]	+1.9~+2.0 [+1.9]	+2.0~+2.3 [+2.2]
FY27	+0.6~+0.8 [+0.7]	+2.3~+2.4 [+2.3]	+2.6~+2.7 [+2.6]
1월 전망	+0.8~+1.0 [+0.8]	+1.9~+2.2 [+2.0]	+2.0~+2.3 [+2.1]
FY28	+0.7~+0.8 [+0.8]	+2.0~+2.2 [+2.0]	+2.1~+2.4 [+2.2]

자료: 일본은행, 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.
