

2026. 1. 26 (월)

1월 BOJ: 매파인듯 매파 아닌

- BOJ는 1월 금정위에서 콜금리 목표를 0.75%에서 동결하고 경제전망을 상향 조정
- 기자회견은 매파적이지 않음. 다음 인상 6월일 것이라는 기존 견해 유지
- 환율에 대해 BOJ가 독자적으로 할 수 있는 것 없음. 기자회견 직후 160엔 육박. 결국 외환당국 공조 개입 있고 난 다음에야 달러/엔 155엔대에서 안정화

경제분석

Economist 이승훈
seunghoon.lee@meritz.co.kr

RA 박민서
mspark@meritz.co.kr

일본은행은 1월 금융정책결정회의에서 당사와 시장의 예상대로 콜금리 목표를 0.75%에서 동결하고, 경제/물가전망을 상향 조정했다. 이번 회의를 앞두고 시장 관심은 1) 일본은행의 매파적 스탠스 전환 정도, 2) 엔화 약세 경고 여부, 3) 총리의 조기총선 실시 예고 전후 장기금리 급등 관련 견해 등에 집중되었다.

경제전망과 통화정책 스탠스: 일본은행은 작년 4분기 추경을 반영하여 경제전망을 상향 조정했고, FY25~26년 중 잠재성장률을 상회하는 성장세가 구현될 것으로 보았다. Output gap (+) 상태가 장기화되며 수요측 물가압력이 높아질 가능성을 고려한 물가전망 상향도 있었다. FY26 본예산까지 반영되는 4월에는 전망의 추가 상향이 있을 가능성도 적지 않다. 그러나 경기진단 및 전망 개선만큼 기자회견은 매파적이지 않아, 매파적 동결이라 평가하기 어려워 보인다.

총재는 결정 당시의 환경과 과거 인상 효과를 기반으로 다음 인상 시점을 정한다는 입장이다. 핵심 변수는 아니지만 회기연도가 바뀌는 4월 물가도 고려하고 있다고 언급했다. Behind the curve가 아니라는 인식까지 고려하면 서두르지 않겠다는 의사표시로 해석된다. **다음 인상은 6월일 가능성이 높다는 견해를 유지한다.**

환율과 장기금리: 엔화 약세 심화에 대해 더욱 관심을 기울여야 한다는 원론적 응답 외에 경고는 없었고, 장기금리는 통상과 다른 예외적 환경일 경우 정부와 공조하여 기민하게 오퍼레이션을 실시할 수 있다고 언급했다. 이번 BOJ가 엔화 약세와 장기금리 급등에 대한 기대 조정을 못해 주면서, 엔화는 159.2엔/달러까지 약세가 진행되었고, JGB 10년물 금리는 1bp 안팎의 움직임만 보였다.

엔화 약세 해결사는 결국 외환 당국이었다. 23일 밤 미국 뉴욕 연은이 Rate check 을 했다는 소식이 전해진 직후 엔화 절상이 나타나며 달러 대비 155.7엔까지 절상되었고, 원화도 강제 전환하여 23일 현물은 1,463원, 1M NDF는 1,444원에 거래를 마쳤다. 달러/엔은 160엔, 달러/원은 1,480원이 상단으로 자리매김하는 모습이다.

1월 BOJ: 예상대로 금리동결 및 경제전망 상향 조정

일본은행은 1월 금융정책결정회의에서 당사와 시장의 예상대로 1) 콜금리 목표를 0.75%에서 동결하고, 2) 경제 및 물가전망을 상향 조정하였다. Takata 위원은 기초적 물가압력이 이미 일본은행 목표치인 2%에 도달하였다는 인식에 기반, 이번 회의에서 1.00%로 정책금리를 인상해야 한다는 소수의견을 제시했으나 소수의견이 빈번한 BOJ의 특성상 금리인상 속도 가속화로 해석되지는 않았다.

이번 회의를 앞두고 시장 참여자들의 관심은 1) 일본은행의 매파적 스탠스 전환 정도, 2) 엔화 약세에 대한 경고 여부, 3) 다카이치 총리의 의회 해산/조기 총선 실시 예고 전후 장기금리 급등에 대한 대응 등에 집중되었다. 각각의 사안에 대한 BOJ 입장을 살피고 시사점을 도출한다.

1. 경제/물가전망 상향 조정과 통화정책 스탠스(feat. 다음 인상 시점)

일본은행은 정부정책 효과를 고려하여 경제전망을 상향 조정하였다고 밝혔다. 2월 소비세 감세와 FY26 확장재정은 정해진 사안이 아니기에 전망에 반영하지 않았다는 총재 언급에 미루어 보아, 이번 전망에는 작년 4분기 추경 효과만 고려된 것으로 보이며, FY26 본예산 효과가 반영이 되는 4월에는 추가적인 경제/물가 전망 상향 조정이 자리할 가능성이 커 보인다.

본예산규모도 작년 중기계획(120.7조엔)보다 늘어난 122.3조엔이며, 기초재정수지 흑자 달성 시점도 FY26에서 FY27로 지연되었기 때문이다. 소폭이지만 재정자극이 좀 더 강화되는 수순으로 이해해야 한다고 본다.

추경만을 반영한 값이지만, 전망 변화의 시사점은 있다. 10월 전망에서는 FY25~26년 잠재성장률 수준(0.7%)의 성장세를 시현한 이후 FY27에 1.0%로 레벨이 높아진다 전망했으나, 1월 전망에서는 FY25 후반부부터 사실상 Output gap이 (+)로 전환되고 FY26 중 확장이 더욱 강화되는 방향으로 전망이 바뀐 점이다.

이는 수요측 인플레이션을 키우는 요인이라는 점에서 FY25~FY27 물가전망 상향도 유발했다. 중위수의 변화보다는 전망의 중심분포(central tendency)가 더 많이 바뀌었으며, 신선식품과 에너지를 제외한 CPI 전망의 경우 전망시계 전 구간에서 상향 조정이 있었고, FY27까지 2%를 상회할 것으로 예측되었다.

그러나 높아진 경제/물가전망만큼 우에다 총재의 회견 내용은 매파적이지 않았다. 금리인상의 시점을 묻는 질문에 대해 총재는 1) 금리 결정 당시의 경제/물가/금융 환경이 중요하고, 2) 12월(환율)과 달리 앞으로는 과거 인상의 효과에 대한 정보를 기반으로 판단할 것이라 언급했다.

특이한 답변이라면, 과거의 인플레이션은 기업들의 원자재 비용 전가에서 주로 비롯되었다면 최근은 노동비용 상승을 판매 가격에 전가하는 경향이 더 크다는 언급이다. 금리 결정에 가장 중요한 변수는 아니지만, 4월에 가격이 가장 크게 상승하는 만큼 이를 고려할 필요가 있다는 것이다.

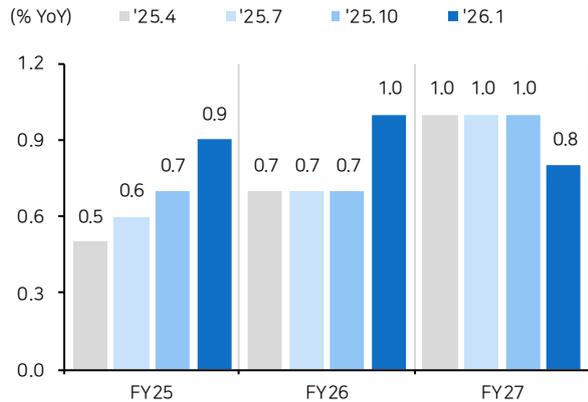
소결론 1. 일부에서 제기해 왔던 3~4월 인상보다는 **4월 물가를 확인한 이후인 6월 인상 가능성이 오히려 높다는 생각**이다. 이는 1) BOJ의 대응이 늦다고 생각하지 않는다(not falling behind the curve), 2) 중립금리(1.0~2.5%로 범위가 제시 중)에 대한 시각 변화가 없다는 발언과도 부합한다. 연내 일본은행 금리인상 시점으로 6월과 12월을 예상한다는 기존 시각을 유지한다.

표1 BOJ 1월 수정 경제전망의 골자

(% YoY)	Median			Central tendency		
	FY25	FY26	FY27	FY25	FY26	FY27
GDP	↑0.9	↑1.0	↓0.8	↑0.8~0.9	↑0.8~1.0	↑0.8~1.0
(10월 전망)	0.7	0.7	1.0	0.6~0.8	0.6~0.8	0.7~1.1
CPI (신선식품 제외)	2.7	↑1.9	2.0	2.7~2.8	↑1.9~2.0	↑1.9~2.2
(10월 전망)	2.7	1.8	2.0	2.7~2.9	1.6~2.0	1.8~2.0
CPI (신선식품 및 에너지 제외)	↑3.0	↑2.2	↑2.1	↑2.9~3.1	↑2.0~2.3	↑2.0~2.3
(10월 전망)	2.8	2.0	2.0	2.8~3.0	1.8~2.2	2.0~2.2

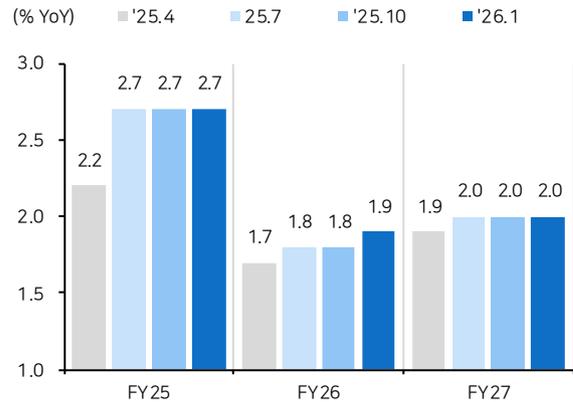
자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림1 실질 GDP 성장률 전망 변화



자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림2 Core CPI (신선식품 제외) 상승률 전망 변화



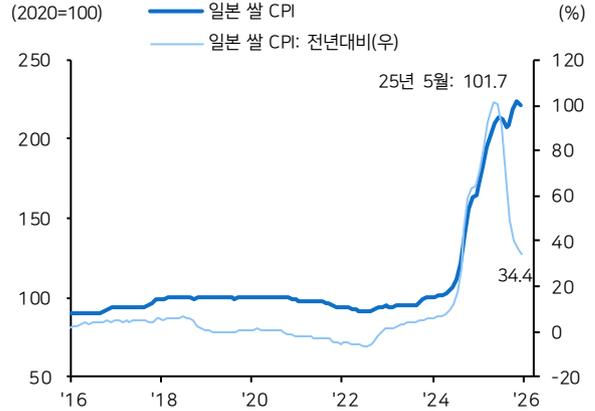
자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림3 일본 소비자물가 상승률: Headline, core, core-core



자료: 일본 통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림4 일본 쌀 CPI 추이



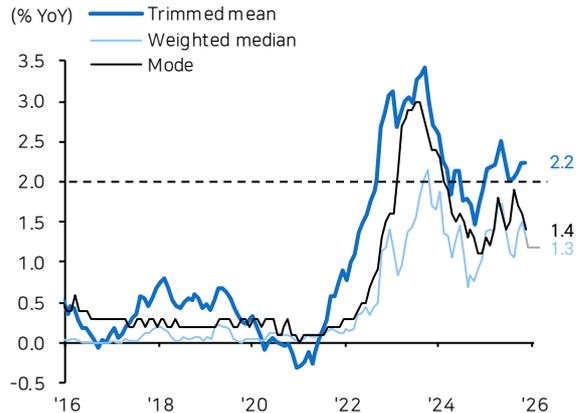
자료: 일본 통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림5 일본 CPI: Goods ex fresh food vs Services



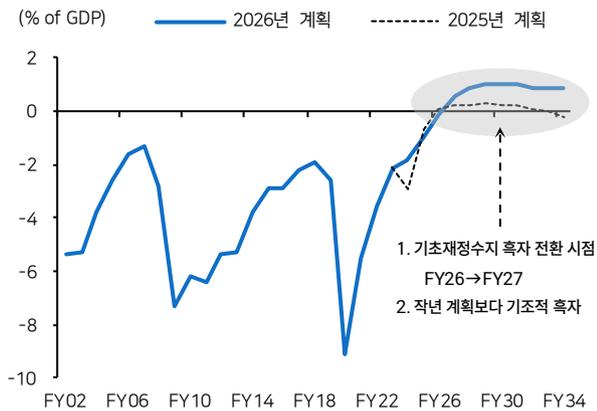
자료: 일본 통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림6 일본 기초적 물가압력 (underlying inflation)



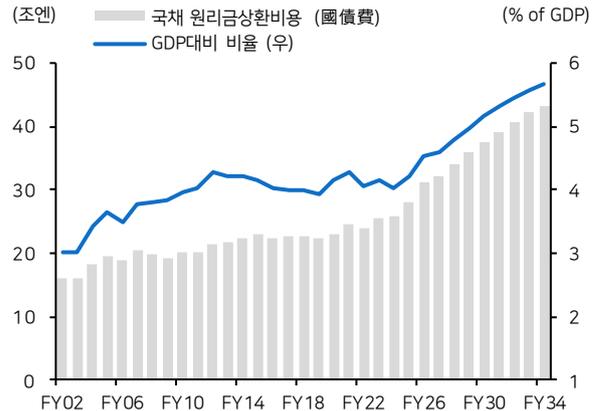
주: '25. 11월이 마지막 데이터. 자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림7 일본 기초재정수지 추이 및 계획 (FY25P vs FY26P)



주: 중장기 실질 0%, 명목 1% 성장 가정하는 過去投影(Past Projection) 경로 기준
자료: 일본 내각부, "中長期の經濟財政に関する試算", 메리츠증권 리서치센터

그림8 일본 국채 원리금상환비용 추이 및 계획 ('26.1월 기준)



주: 중장기 실질 0%, 명목 1% 성장 가정하는 過去投影(Past Projection) 경로 기준
자료: 일본 내각부, "中長期の經濟財政に関する試算", 메리츠증권 리서치센터

2. 환율과 장기금리

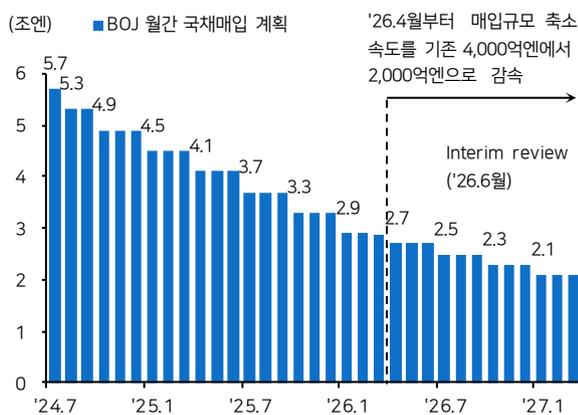
엔화 약세 심화에 대한 경고는 없었다. 총재는 환율을 주시하고 있으며 관심을 더 기울여야 한다고 했지만, 어느 중앙은행 총재들처럼 특정 환율 레벨을 거론하는 것은 곤란하다는 입장을 보였다. 당연하게도 자국 통화 약세는 수입물가를 자극하고, 기업들이 과거와 달리 임금과 판매가격 조정에 적극적이라는 점에서 여기에 미치는 영향에 관심이 있다는 원론적인 답변이었다.

장기금리 급등은 1) 향후 경제/물가 및 재정/금융정책에 대한 시장의 시각 변화와 더불어 2) 회기연도 말 효과로 인한 수급 불안정이 맞물린 결과로 진단했다. 통상과 다른 예외적 환경에는 안정적 금리형성(encourage stable yield formation)을 위해 기민하게 오퍼레이션을 실시할 수 있으며, 이는 정부와 긴밀히 협조할 것이라고 언급했다.

사실 일본은행 입장에서는 국채시장 불안이 가중되고 있음을 인지하고 있더라도, 현재 시행 중인 QT 속도를 늦추거나 QE로 전환하기 매우 부담스러웠을 것이다. 이는 1) 자칫 본원통화 증가 재개로 해석되며 엔화 약세를 심화시킬 소지가 있고, 2) 정책금리와 대차대조표 정책이 실령 별개라 하더라도 통화정책 정상화 기조에 대한 혼선을 가져다 줄 가능성도 있었기 때문으로 판단된다. 일본은행은 2022년 말~2023년 초 금리 이상 급등기에 Market operation을 통해 한시적으로 국채매입을 크게 늘렸던 경험(당시 월간 6조엔 내외 매입 vs '23년 1월 12조엔 이상)이 있는 만큼, 이 수단을 동원할 가능성이 높아 보인다.

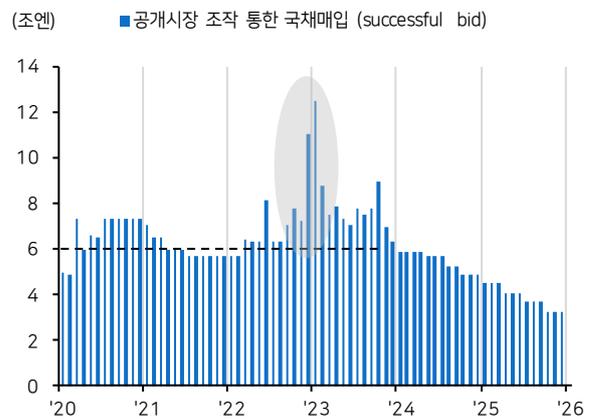
소결론 2. 일본은행이 독자적으로 금리/환율을 안정화시키기 어려운 것으로 보인다. 1) 일본은행이 엔화를 직접 조정할 수 있는 주체가 아니며, 2) 장기금리 안정도 재무부와의 협조 속에 대응 여부를 결정할 수 있다는 점이 이번 회의에서 확인되었다. 기자회견 내내 엔화는 159.2엔/달러까지 약세가 진행되었고, JGB 10년 물 금리는 1bp 안팎의 미미한 움직임만 보였다.

그림9 일본은행 월간 국채매입 계획 (Tapering)



자료: 일본은행(2025년 6월), 메리츠증권 리서치센터

그림10 일본은행 월간 국채매입량 (공개시장 조작)

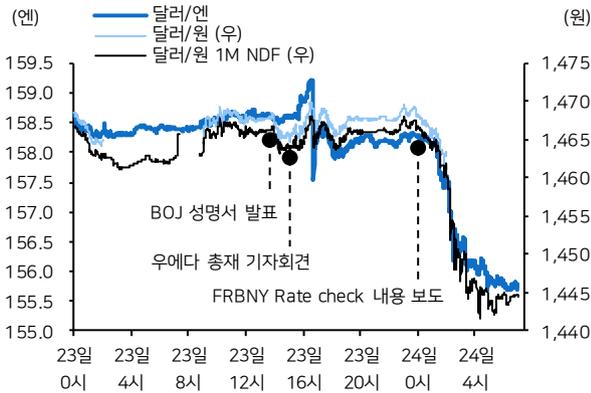


자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

결국 환율문제는 외환당국이 나설 수 밖에: 한편, 엔화 약세가 심화되며 160엔을 상회할 조짐이 보이자, 23일 저녁 외환당국의 개입이 있었던 것으로 보인다. 미국 뉴욕 연인이 런던 외환시장에 Rate check(당국이 시장 개입 전에 주요 은행 등을 상대로 거래 상황 등을 문의하는 것을 의미)을 했다는 소식이 전해졌고, 니혼게이 지(日本經濟)신문은 미-일 외환당국의 강력한 공조 개입 가능성을 보도했다.

엔화는 달러 대비 155.7엔까지 절상되었고, BOJ 회의 기자회견 중 엔화 약세와 동조화되어 움직이던 원화도 강세 전환하여 23일 현물은 1,463원, 1M NDF는 1,444원에서 거래를 마쳤다. 이상은 중앙은행보다는 외환당국(재무부)의 영향이 외환시장에 더욱 큰 영향을 미친다는 점을 각인시킨 계기가 되었다. 달러/엔은 160엔, 달러/원은 1,480원이 상단으로 자리매김하는 모습이다.

그림11 1월 23~24일 달러/엔, 달러/원 (1분봉)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 1월 22~23일 JGB 2Y, JGB 10Y (1분봉)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 2020년 이후 달러/엔, 달러/원 (일봉)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 2020년 이후 JGB 2Y, JGB 10Y (일봉)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[참고자료] 최근 금리결정 history와 BOJ 회의 직전 시장 컨센서스

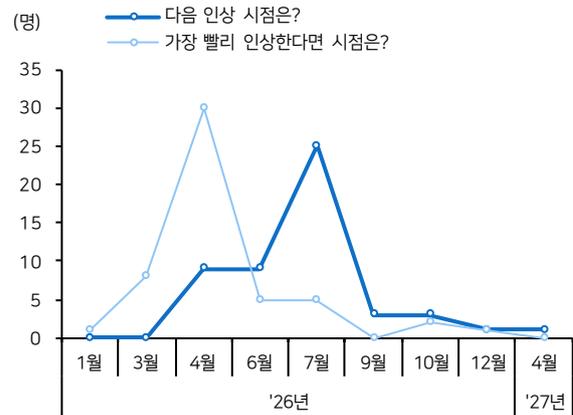
- 2024년 7월 이후 13차례의 금융정책 회의에서 만장일치 7회, 소수의견 6회
- 1월 BOJ는 컨센서스에 부합하는 결정. 환시 개입도 예상했던 수준에서 나왔음

표2 최근 18개월간 일본은행 금리결정 추이

결정일	콜금리 (%)	예상 부합?	Vote
2024-07-31	0.25	X	7-2
2024-09-20	0.25	O	만장일치
2024-10-31	0.25	O	만장일치
2024-12-19	0.25	O	8-1
2025-01-24	0.50	O	8-1
2025-03-19	0.50	O	만장일치
2025-05-01	0.50	O	만장일치
2025-06-17	0.50	O	만장일치
2025-07-31	0.50	O	만장일치
2025-09-19	0.50	O	7-2
2025-10-30	0.50	O	7-2
2025-12-19	0.75	O	만장일치
2026-01-23	0.75	O	8-1

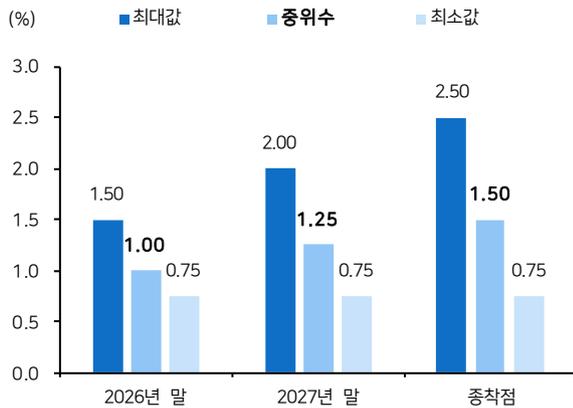
자료: Bloomberg Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

그림15 BBG 서베이: 다음 인상 및 가장 빠른 금리인상 시점 견해



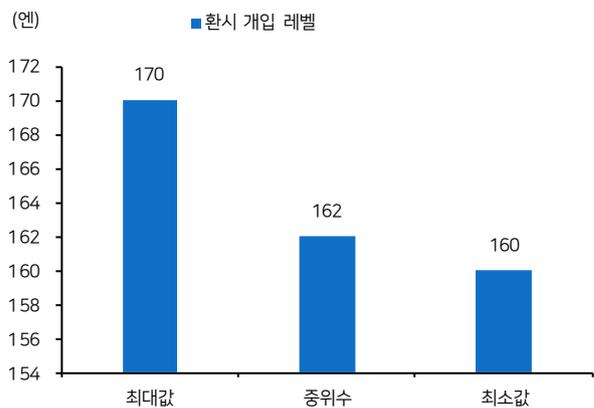
자료: Bloomberg Survey (1.8~1.16), 메리츠증권 리서치센터

그림16 BBG 서베이: 26~27년말 콜금리와 종착점 수준 예상



자료: Bloomberg Survey (1.8~1.16), 메리츠증권 리서치센터

그림17 BBG 서베이: 외환당국이 개입할 달러/엔 레벨은?



자료: Bloomberg Survey (1.8~1.16), 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.