

Economist 김호정 3770-3630

Weekly Macro One Pick

Macro Check Up & Monitoring (5/26)

순탄치 않은 일본의 상황

소비 침체와 수출 부진이 만든 마이너스 성장

2025년 1분기 일본 실질 GDP는 전분기대비 -0.2%, 전년동기대비 -0.7%를 기록하며 4개 분기 만에 다시 마이너스 성장으로 돌아섰다. 시장 예상치(YoY -0.1%)를 크게 하회하는 수치로, 작년 4분기의 +0.6% 성장세에서 급격히 반전됐다. 이러한 경기 둔화는 내수와 수출의 동반 부진에서 비롯된 것으로 분석된다.

소비 측면에서는 3월 CPI가 전년대비 3.6%로 높은 수준을 유지한 가운데, 실질 구매력이 제약되며 소비 위축이 이어졌다. 특히 트럼프 행정부의 관세 리스크에 따른 선제주문이 증가하면서 사재기성 재고투자 확대가 실질 내수를 과대평가한 요인으로 작용했는데, 이를 제외하면 내수 기여도는 사실상 거의 없는 수준이다. 수출 또한 엔화 약세에도 불구하고 회복이 지연되며 성장에 기여하지 못했다. 미국의 관세 압력으로 인한 수입 물가 상승은 아직 데이터로 확인되지 않았지만, 1월 이후 3개월 연속 수입 물가가 하락한 점을 고려할 때, 시차를 두고 반영될 것으로 예상된다.

재정 리스크에 대한 우려, 초장기채 급등

GDP 발표 당일(5/16) 일본 국채시장은 극단적인 반응을 보였다. 40년물 JGB 금리는 장중 3.48%로 급등하며 20년 만에 최고치를 기록했다. 이후 일본 20년물 국채 입찰에서도 응찰률은 2.5배로 2012년 8월 이후 최저치를 보이며 수요 부진이 확인됐다. 시장은 일본의 초장기 재정 건전성에 대한 우려로 반응했고, 현 상황에서 BOJ의 점진적 금리 정상화 시도는 부담을 받을 수 있다.

이 같은 금리 급등의 배경엔 단순한 물가 상승 외에도 재정 정책에 대한 불확실성이 작용하고 있다. 이시바 시게루 총리는 “일본의 재정 상황은 그리스보다 더 심각하다”고 언급하며, 세금 감면을 위한 국채 발행에 반대 입장을 밝혔다. 실제로 2025년 일본의 GDP 대비 정부 부채비율은 234.9%로 그리스(142.2%)를 크게 웃돌며, 채무상환 비용 또한 예산의 25%에 육박하고 있다. 이외에도 미국의 감세 중심 ‘메가 법안’ 추진 역시 글로벌 국채금리 상승 압력을 자극하고 있어, 외부 불확실성도 JGB 시장에 반영된 상황이다.

BOJ의 신중한 통화정책과 재정 리스크

BOJ는 급변하는 시장 상황 속에서 금리인상에 있어 신중한 태도를 보이고 있다. 노구치 아사히 위원은 “서비스 인플레이션이 2%를 안정적으로 상회하기 전까지는 금리인상에 신중해야 한다”고 언급했으며, 2026년 이후의 채권 매입 축소 계획도 장기적 관점에서 재설계할 계획이라고 밝혔다.

그러나 BOJ의 이러한 신중론은 구조적 재정 리스크와 얽혀 있다. 일본은 이미 고령화로 인해 2023년 기준 GDP 대비 사회보장 적자가 7.6%에 달하며, 이를 보전하기 위해 채권 발행이 구조화된 상태이다. 특히 일본은 전체 보건의료 지출 중 정부 부담 비중이 2022년 기준 86%로 주요국 대비 높은 편이며, 이는 고령층 증가와 맞물려 재정 지출의 경직성을 심화시키는 구조적 요인으로 작용하고 있다.

높은 정부 부채의 이면

앞서 언급했듯, 일본의 정부 부채는 2025년 기준 GDP 대비 234.9%로, 주요 선진국 중 가장 높은 수준이다. 그러나 자산 측면까지 고려한 연결 대차대조표상 순공공부채는 24년 2분기 기준 GDP 대비 78% 수준에 불과하다. 단순 채무 비율만으로 일본의 재정 건전성을 판단하기는 어렵다.

이러한 차이는 일본 정부가 상당한 고수익 자산을 보유하고 있기 때문이다. 정부와 공공부문은 국내외 주식, 외화 채권, 기타 유가증권 등 위험자산 비중을 높게 유지해왔으며, 동시에 조달 측 부채는 은행 준비금이나 장기 저금리 국채 등 수익률이 낮은 형태가 중심이다. 이러한 자산-부채 구조는 일본 공공 부문의 순수익을 높이는 기반이 되고 있다.

실제로 일본 공공부문 대차대조표는 2013년부터 2023년까지 연평균 GDP의 6%를 초과하는 순수익을 창출했다. 특히 사회보장기금은 연평균 6% 이상의 수익률을 꾸준히 달성하며, 정부 채무의 순증 속도를 일정 부분 상쇄하는 역할을 해왔다. 이러한 구조 덕분에 일본은 과도한 총부채를 보유하고 있음에도 불구하고, 자산 운용 능력과 수익 창출력을 통해 시장의 신뢰를 유지할 수 있는 재정적 기반을 확보하고 있는 셈이다.

관세 압력과 통화 불확실성, 그러나 아직은 절제된 대응

5월들어 엔화는 강세 압력을 받고 있지만 지난주 후반부 부터는 강세 압력은 약하게 나타나고 있다. 최근 미국과의 환율 논의에서 “시장에 의해 결정돼야 한다”는 원칙이 재확인되었고, 엔화에 대한 직접 개입 가능성이 낮아졌기 때문이다. G7 재무장관 회의에서 일본 재무상 가토 가쓰노부는 미국 측에 “관세는 유감스럽다”는 입장을 전달했지만, 달러-엔에 대한 실질적 논의는 이루어지지 않았다.

이처럼 일본 당국이 환율 대응에 신중한 태도를 보이는 가운데, 대외무역 측면에서는 관세를 둘러싼 미국과의 협상이 병행되고 있다. 현재 일본은 미국과 자동차 관세 철회 협상을 진행 중이며, 이는 도요타 등 일본 제조업체에 직접적인 영향을 줄 수 있다.

대외 의존도가 높은 일본 경제는 통화와 물가 경로 모두에서 주요 리스크에 노출되어 있다. 실제로 5월 일본 제조업 PMI는 49.0을 기록하며 작년 7월 이후 11개월 연속 위축세를 이어갔다. 일본의 공장 활동이 미국의 관세 여파로 타격을 받고 있는 것으로 분석된다. 이처럼 대외 요인으로 인한 비용 압박은 수입 물가에 영향을 미칠 가능성을 시사한다.

일본 경제에 대한 주시가 필요

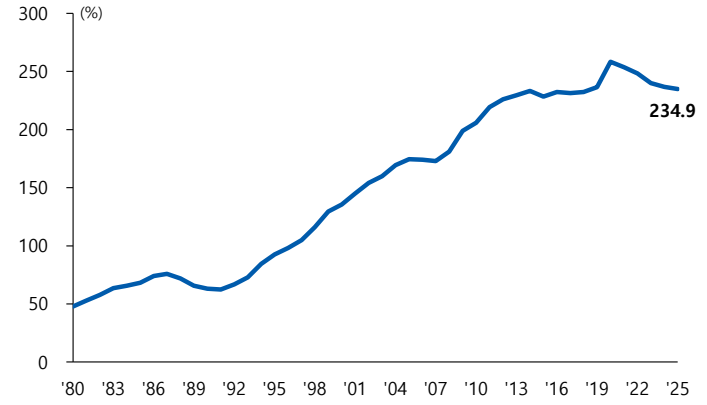
2025년 1분기 일본은 한국과 마찬가지로 역성장을 기록하며 내수와 수출이 동시에 둔화되는 국면에 진입했다. 인플레이션이 고착화되는 가운데 소비는 위축되고 있으며, 고령화로 인한 구조적 재정 지출 확대도 지속되고 있다.

여기에 무역 갈등에 따른 관세 리스크가 맞물리며 일본 경제의 하방 압력을 확대하고 있다. Fed와 달리 BOJ는 통화 정책의 선택지도 제한적인 상황으로. 일본의 다음 선택지는 더 이상 금리만이 아니라 정책 신뢰와 채권시장의 안정성 확보에 달려 있을 가능성이 크다.

일본은 미국 국채 보유 1위국으로 국제 금융시장에서 상당한 유동성 공급자 역할을 하고 있다. 일본의 경제, 재정, 통화정책 등 행방은 글로벌 유동성과 채권 수급 그리고 환시에도 영향을 미치는 만큼 하반기 주시해야 할 사항이다.

Weekly Review

일본 '25년 GDP 대비 정부 부채비율 234.9%



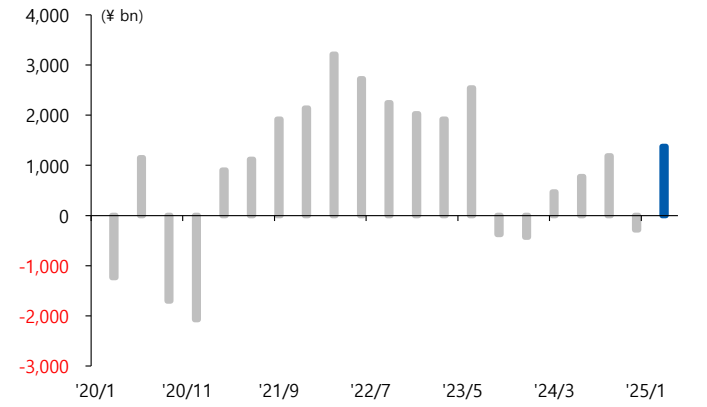
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

일본 40년물 국채금리 급등



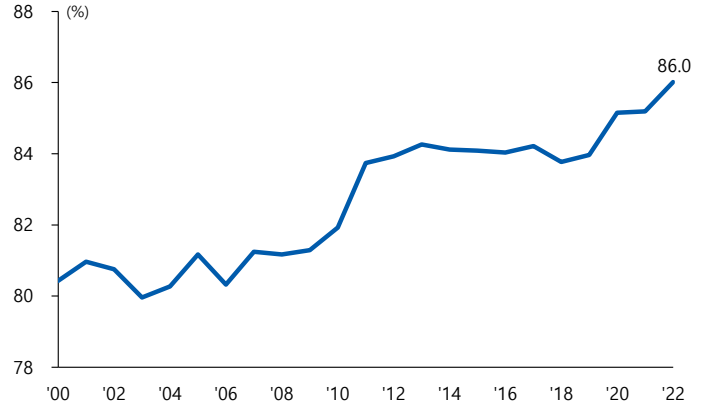
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

일본 분기별 민간재고 변화량



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

일본 '22년 보건의료지출 중 정부 부담 비중 86.0%



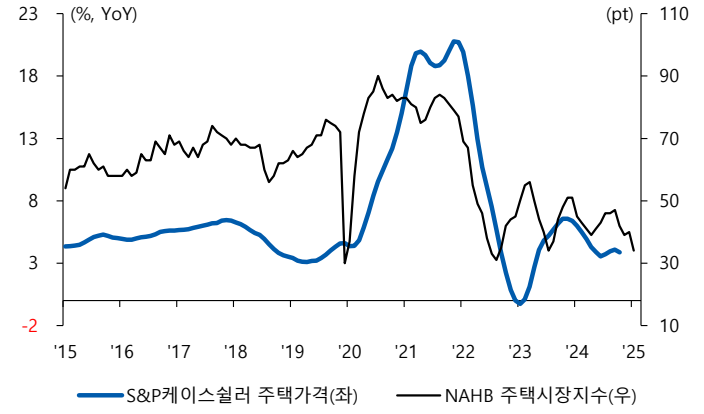
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

발표일자(한국시간 기준)	국가	경제지표 (이벤트)	기간	예상치	발표치	이전치
5월 19일(월)	중국	광공업생산 YoY	4월	5.7%	6.1%	7.7%
	중국	소매판매 YoY	4월	5.9%	5.1%	5.9%
	중국	고정자산투자 YTD YoY	4월	4.3%	4.0%	4.2%
	미국	컨퍼런스보드 선행지수 MoM	4월	-0.8%	-1.0%	-0.7%
5월 20일(화)	중국	LPR 1년·5년	5월 20일	3.0%, 3.5%	3.0%, 3.5%	3.1%, 3.6%
	유로존	소비자기대지수	5월 P	-16.0	-15.2	-16.7
5월 21일(수)	일본	무역수지	4월	¥194.8b	-¥115.8b	¥544.1b
	일본	수출 YoY	4월	2.5%	2.0%	3.9%
5월 22일(목)	일본	단칸지수	5월	3	8	9
	일본	핵심기계수주 YoY	3월	-1.8%	8.4%	1.5%
	일본	지분은행 제조업 PMI	5월 P	-	49.0	48.5
	유로존	HCOB 제조업 PMI	5월	49.4	49.4	49
	미국	S&P 글로벌 제조업 PMI	5월 P	51.0	52.3	50.2
	미국	기존주택매매 MoM	4월	3.2%	-0.5%	-5.9%
5월 23일(금)	일본	CPI YoY	4월	3.4%	3.5%	3.6%
	미국	신규주택매매 MoM	4월	-3.3%	-	7.4%

주: A 예비치, P 잠정치, F 확정치

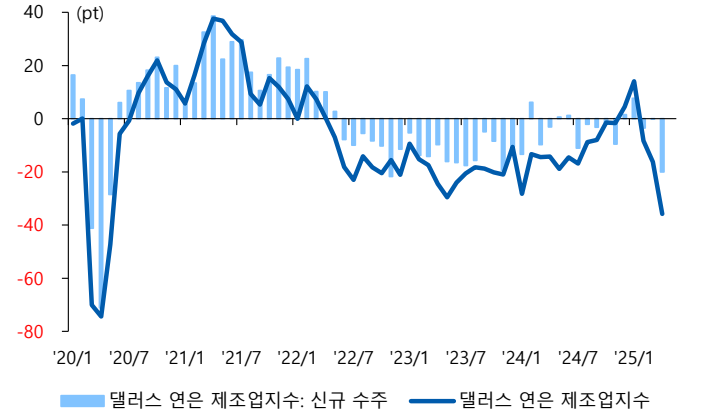
Weekly Preview

미국 3월 케이스쉴러 주택가격지수 발표 (전월 4.5%)



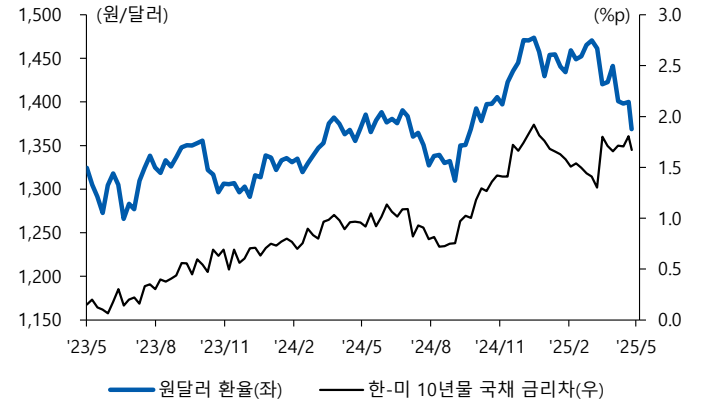
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 5월 댈러스 연준 제조업 지수 발표 (전월 -35.8)



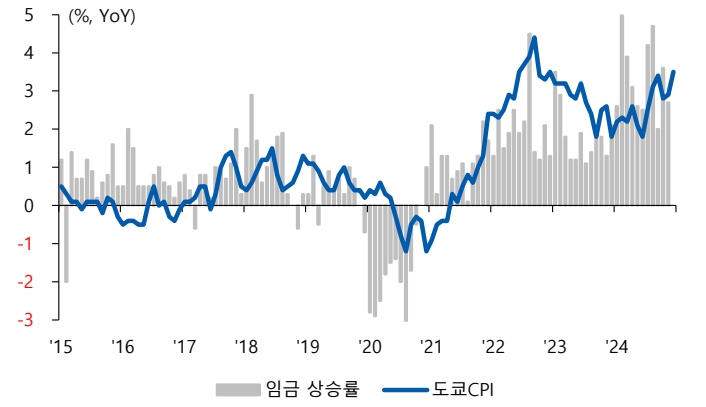
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

한국 금통위 기준금리 결정



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

일본 5월 도쿄CPI 발표 (전월 3.5%)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

발표일자(한국시간 기준)	국가	경제지표 (이벤트)	기간	예상치	발표치	이전치
5월 27일(화)	한국	소비자심리지수	5월	-	-	93.8
	유로존	경기기대지수	5월	94.2	-	93.6
	미국	내구재 주문 MoM	4월 P	-8.2%	-	7.5%
	미국	S&P/케이스쉴러 주택가격지수 YoY	3월	-	-	4.5%
	미국	컨퍼런스보드 소비자기대지수	5월	87.0	-	86.0
	미국	댈러스 연준 제조업 지수	5월	-	-	-35.8
5월 28일(수)	미국	리치몬드 연방 제조업 지수	5월	-	-	-13
	미국	댈러스 연준 서비스업 지수	5월	-	-	-19.4
5월 29일(목)	한국	금통위 기준금리 결정	5월 29일	2.50%	-	2.75%
	일본	소비자기대지수	5월	32.0	-	31.2
	미국	미결주택판매 MoM	4월	-1.1%	-	6.1%
5월 30일(금)	일본	실업률	4월	2.5%	-	2.5%
	일본	도쿄 CPI YoY	5월	3.4%	-	3.5%
	일본	소매판매 YoY	4월	2.7%	-	3.1%
	미국	PCE 물가지수 MoM	4월	0.1%	-	0.0%
	미국	실질 개인소비 MoM	4월	0.0%	-	0.7%

주: A 예비치, P 잠정치, F 확정치

• 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.(작성자:김호정)
• 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.