

아베노믹스의 행방*

- 일본의 특수성, 완화효과 저감, 개인 혜택 적은 소비억제 -

* 이 자료는 J-하우스만 미시간 대학 조교수와 J-워렌드 캘리포니아 대학 산디에고캠퍼스 조교수가 일본경제신문 “아베노믹스의 행방, 일본의 특수성, 완화효과 저감” (2018.11.29)에 기고한 내용을 요약, 정리하고 시사점을 덧붙인 것임

- 가계소비가 부진한 상황에서 성장률회복은 이례적인 현상
- 기존 주택론 금리는 거의 하락하지 않음
- 수출기업, 이익이 증가해도 임금인상·투자에 신중

□ 아베노믹스, 절반의 성공

- 아베노믹스의 첫 번째 화살 즉, 금융완화정책 하에서 일본은행은 대담한 행동을 취해 왔음
 - 대규모의 주식·채권 매입, 2%의 인플레이션 목표치 공표, 명목금리의 마이너스 수준 유도 등임
- 그 의도는 매우 명쾌함. 금융완화는 현실의 인플레이션률과 예상 인플레이션률을 올려 주가상승과 엔저를 유발하는 것임
 - 장래 물가상승이 예상되게 되면, 가계는 소비를 늘리며, 실질금리가 하락하면 기업은 차입하여 투자함
 - 또 엔저가 되면, 일본제품이 저렴해지기 때문에 수출이 증가함
 - 이렇게 하여 총수요가 확대되면 일본의 생산이 증가하고 고용이 증가하게 됨
- 그러나 이러한 논리는 절반밖에 맞지 않았음
 - 아베노믹스 하에서 일본경제는 호조를 보이고 있음. 2012년 이후 국민 1인당 GDP는 평균 연평균 1.5% 증가, 동 기간 중 미국을 약간 하회하는정도임
 - 노동시장도 견조를 보였고, 실업률이 미국보다 낮고, 생산연령인구의 취업률은 미국보다 높음

- 이에 더하여 일본의 자산 가격은 상승하여 일본 평균주가는 2012년 말 시점의 2배 이상 수준임

□ 인플레이션과 소비증가율을 수반하지 않은 경제성장

- 그런데도 그 성과는 많은 경제학자들이 예상했던 대로 실현된 것은 아님
 - 우선 실제 인플레이션률도 예상인플레이션률도 거의 오르지 않고 있음. 가계소비도 부진, 2012년 이후 평균증가율은 연 0.5%정도에 그침
 - 이와 같이 아베노믹스가 인플레이션률이나 가계소비를 올리지 않고 평균 경제성장률을 올린 것은 종래 거시경제학의 논리에 의문을 던졌다고 할 수 있음
- 미국경제의 과거 추이나 거시경제학을 고려하면, 특히 이해할 수 없는 것은 가계소비가 부진하고 있는 점임
 - 전체적으로 경제성장은 견조를 보여 실업율은 매우 낮음. 실질금리가 마이너스임에도 왜 일본의 가계 부문은 그만큼 지갑이 열리지 않는 것인가?
 - 본 연구는 이에 초점을 맞추고 있음. 이러한 의문에 천착함으로써 일본의 정책타당성을 검증하는 동시에 일본경제에 관한 이해도 심화시킬 수 있다고 생각되기 때문임

□ 가계소비증가 억제요인으로서 일본의 특수성 : 적은 일본의 주택론 금리 하락폭

- 표준적인 거시경제모델과 미국의 실증적인 데이터는 금융완화정책을 취하면 많은 경우 가계소비가 증가하게 됨
 - 미국에서는 금융완화가 주택시장에 직접 영향을 미치는 것이 하나의 원인으로 거론됨. 미국에서는 채권금리가 하락하면, 신규 주택구입자, 기존 주택소유자들이 지불하는 론 금리가 바로 하락함
 - 기존 주택 소유자들도 차입하기 때문에 낮은 금리를 지불하게 됨. 소득 중 이자지불에 충당하는 분이 감소하기 때문에, 소비에 이전되는 분이 증가함. 따라서 총수요가 확대됨
- 일본 내각부 경제사회종합연구소의 지원을 받아 추진하고 있는 다른 연구에 의하면, 일본 주택시장 고유의 제도적 특징에 의하여 미국과 같은 금리과급 효과가 저지되고 있음

- 2009년 이후 미일 신규 주택금리를 보면, 일본의 주택구입자는 미국에서 신규 론을 이용한 주택구입자가 금융완화의 혜택을 입는 것과 같은 정도로 아베노믹스에 의한 확장적 금융정책의 메리트도 향수 받을 수 있음.
- 그러나 기존 론에 대해서는 미일간 사정이 크게 다름
 - 미국의 주택론 잔고의 평균금리는 장기국채금리와 비교하여 하락폭이 큼. 이에 대하여 일본의 평균 론금리는 아베노믹스 실시 기간 중 0.15%밖에 하락하지 않고 있음

□ 일본 주택론 금리 하락폭이 적은 이유

- 그 원인은 일본 주택시장 고유의 3가지 요인에 있음
 - 첫째, 일본의 세대가 주택을 구입하는 빈도는 매우 적음. 신규 주택론의 금리가 하락하더라도 그 혜택을 받는 사람은 인구비율로 보아 극히 적음
 - 둘째, 일본에서는 금리가 하락하더라도 빌려 갚는 사람은 거의 없음. 2013-2016년 기간 중 빌려 갚는 금액은 신규 대출액의 20%정도에 그쳐, 가장 많았던 2016년에도 25%임
 - 한편 같은 시기 미국에서는 빌려 갚는 것이 신규대출액의 절반에 이르고 있음
 - 셋째, 일본의 변동금리형 주택론은 단기프라임레이트(최우대대출금리)로부터 고정적인 스프레드를 공제한 방식으로 결정되나, 단기프라임레이트는 2009년 1월부터 변동하지 않고 있음. 이러한 상관습이 빌려 갚는 것이 적은 효과를 한층 조장하고 있음
 - 이러한 특징의 결과, 일본에서는 신규 주택금리론 금리를 비롯한 장기금리가 하락해도, 기존 주택금리는 변동금리에서 조차 하락하지 않음
 - 미국에서는 태반을 점하는 고정금리론은 빈번히 빌려 갚고 있어 차이가 큼

□ 소비자자와 기업간 엔저이익의 상충 → 신중한 임금인상·투자증대와 가계소비의 억제

- 금융완화책의 효과를 훼손하는 일본경제 고유의 요인은 주택시장만은 아님
 - 금융완화는 통상, 그 나라의 통화가치를 하락시키고 수출품을 싸게, 수입품은 비싸게 함. 그 결과 국산품의 소비가 증가하여 생산을 늘리고 고용을 늘림
 - 그러나 통화가치하락의 분배효과는 이러한 통상의 이치가 저해되는 경우가 있음

- 세계적인 공황이 계속되던 1933년 미국 대통령에 취임한 루스벨트는 금본위제를 이탈하여 달러화 약세를 유도했음
 - 오늘날 일본과는 달리, 1930년대 미국은 타국과의 무역이 극히 적었기 때문에, 달러화 약세가 되어도 수출을 늘려 경제를 회복시키는 효과는 그렇게 크지 않았음.
 - 달러화 약세의 덕택에 면화나 소맥 등 수출농산품을 생산하는 농가의 소득이 오름으로써, 농가는 증가된 소득의 많은 부분을 소비를 늘림으로써 GDP도 증가되었음
- 일본의 아베노믹스로 발생한 현상은 정반대임
 - 금융완화책은 확실히 엔저를 가져왔음. 그러나 데이터를 보는 한, 1933년의 미국과는 달리, 엔화약세는 수입물가의 상승에 직면한 소비자로부터 엔화표시 수출가격의 상승으로 혜택을 본 수출기업으로 소득을 재분배하고 있음
 - 그러나 수출기업은 이익이 늘어난 분을 임금인상이나 투자로 돌리는 것에 지금도 엉거주춤한 자세를 취하고 있음
- 이상과 같이 이번 연구에서 아베노믹스의 첫 번째 화살에 기대된 만큼 효과가 없었던 원인은 일본 주택부분의 특수성과, 엔저의 분배효과에 의한 소비자 이익이 감소된 데 있다고 생각됨

□ 아베노믹스의 금융정책효과를 높이기 위한 방책

- 금융정책이라고 하는 첫 번째 화살의 효과를 높이기 위해, 일본은행은 금융정책이 가계에 효율적으로 영향을 주도록 하는 방법을 개발하려고 함
 - 이를 위한 방책의 하나는 기존 주택 소유자들도 낮은 주택금리의 혜택을 받을 수 있도록 하는 것임. 이를 위해서는 빌려갚는 것을 장려하거나 또는 은행에 기존 변동금리론의 금리설정방법을 바꾸도록 촉구하는 것이 효과적임
- 엔저의 분배효과가 기능하지 않는 문제에 대해서는, 주택론에 대한 대책과 같은 명확한 정책조치는 없으나 기업에게 엔저로 벌은 이익을 임금인상이나 국내투자에 돌리도록 장려하는 것이 바람직함
- 그러나 생산의 급성장과 거의 담보상태의 인플레이션률과 소비가 동시병행적으로 발생하고 있다고 하는 사실은 엄중히 받아들이 필요가 있음

- 이와 같은 놀랄만한 현상으로부터 우리는 금융정책의 대전환을 추천하는 만큼의 충분한 지식을 가지고 있는가. 의심하지 않을 수 없음
- 아베노믹스가 가르쳐주는 것이 하나 있다면, 우리는 거시경제에 관한 지식에 대하여 겸허해야만 한다는 점임

□ 시사점

- 본 연구는 아베노믹스가 소비증가를 수반하지 않은 성장을 이룩했다는 점에서 절반의 성공으로 보고 소비에 초점을 맞추고 있음
- 그동안 일본적 특수성이라 하면 일본적 경영, 일본 문화와 같은 것들이 많이 지적되어왔는데, 이러한 요소들은 일본 경제발전에 순기능적으로 작용해왔다는 점에서 경제적 합리성과 효율성을 지니고 있다고까지 회자되곤 했음
- 반면, 일본적 특수성이 일본 경제발전에 역기능적으로 작용했다고는 주장은 찾아보기 어려운데, 본 연구에서는 일본의 특수한 주택금융제도와 같은 요소가 금융완화의 효과를 감쇄시키는 방향으로 작용했다고 분석하고 있음
- 이는 특히 금리하락이 투자증가 못지않게 자동차와 같은 내구소비재 소비에 큰 영향을 미치고 있는 미국에 비하면 설득력이 큼
- 한편, 아베노믹스가 절반의 성공밖에 거두지 못한 두 번째 요인으로 엔저 효과를 들고 있는데, 이는 엄밀하게 말하면 일본적 특수성과는 크게 관계가 없음
- 엔저가 만일 ①기업에게는 수출가격 상승 → 이익증가 → 임금인상, 투자 증가, ②소비자에게는 수입가격 상승→소비감소를 가져온다는 2가지 명제가 성립한다면, 경제전체로는 ①에 의해 보상받을 수 있음
- 그러나 ①의 명제가 반드시 성립하는 것이 아니라면, 그만큼 소비자의 이익은 감소하고 소비는 더 줄어들 수밖에 없음
- 다만 ①과 관련하여, 일본기업이 단기적인 이익추구보다는 시장점유율 확대나 장기적인 성장을 추구하는 특수한 행동원리를 가지고 있다면, 이것과 관련시킬 수는 있음. KJCF