

## 아베노믹스 1년, 평가

### 1. 아베노믹스 의도

#### □ 첫 번째 화살 : 금융완화

- 3개의 화살로 구성된 아베노믹스의 시발은 첫 번째 화살인 금융완화정책임
- 2012년 11월, 중의원 선거에서 아베 총리는 디플레이션 탈출을 일본경제 부활의 과제로 설정하고, 인플레이션 목표 설정과 대담한 금융완화로의 정책전환을 일본 은행에 강력히 요구
- 금융완화와 기대 물가상승율의 상승은 엔저에 의한 수출증가, 리스크 자산으로의 민간자금 이동에 의한 자본시장 활성화와 설비투자 확대에 이어질 것으로 기대

#### □ 두 번째 화살 : 재정지출 확대

- 디플레이션으로부터 확실하게 탈출하기 위해 실시한 정책이 두 번째 화살이 단기적인 재정지출 확대임
- 1998년부터 15년간 계속된 디플레이션 균형을 해소하기 위해서는 강력한 정책의 힘이 필요하다는 판단이었음
- 민간수요에 더하여 정부지출에 의해 총수요를 늘리고, 나아가 기대 물가상승율의 상승과 함께 수급 갭을 축소시켜 디플레이션 탈출을 도모하였는데, 여기까지는 기대의 개념을 중시하는 새로운 케인즈파(뉴 케인지언)의 정책패키지임

#### □ 세 번째 화살 : 성장전략 추진

- 저출산·고령화로 노동력 인구감소가 현저한 가운데, 성장을 유지하기 위해서는 규제완화에 의한 생산성 향상, 여성·고령자의 노동참가율 상승이 필요하다고 판단, 하여 추진한 것이 성장전략이라는 세 번째 화살임

#### □ 디플레이션 균형에서 정상 균형으로

- 3개의 화살은 다수균형이라는 개념에 의해 정합적으로 이해할 수 있음
- 디플레이션이 디플레이션 기대를 낳고, 디플레이션 기대가 소비의 연기와 투자채산성을 낮추는 디플레이션 균형이 있음

- 한편, 2%의 기대 물가상승율하에서 잠재적인 소비와 투자가 실현되는 정상균형이 있음
- 아베노믹스는 일시적으로 강력한 힘을 줌으로써, 디플레이션 균형으로부터 정상균형으로의 전환을 목표로 한 것임

## 2. 아베노믹스에 대한 평가

### 1) 종합

#### □ 경기회복이라는 면에서는 분명한 성과

- 아베노믹스는 경기의 회복이라는 점에서는 분명히 성과를 거두었음
  - 일본경제연구센터가 정기적으로 이코노미스트들의 경기예측을 묻는 「ESP예측조사」에 의하면, 조사대상 40명 전원이 일본의 경기가 2012년 11월을 바닥으로 확대국면에 진입
  - 또한 2013년도 성장률은 일본경제로서는 상당히 높은 2.7%로 고성장이 예상되어, 아베노믹스 등장을 계기로 일본의 경기는 상당한 속도로 호전
- 일본의 산업계와 정부 내 분위기도 밝아지고 있는데, 그 배경에는 엔저, 고주가가 있으나, 정권교체에 따른 아나운스먼트 효과도 큼
  - 민주당 정부는 성장보다 행복, 기업보다 생활, 반 공공사업 지향, 관료주도의 행정으로부터 정치주도로의 전환을 목표로 했음
  - 이에 대해 아베정부는 성장지향, 기업지향, 공공투자 지향을 명확히 드러내고 관료와의 관계도 안정시킴
  - \* 아베 총리는 기업·관료 친화적인 일련의 정책패키지로 접근

#### □ 그러나 2014년도 경기전망은 불투명

- 그러나 2014년도 경기전망은 불투명하여 시련의 한 해가 될 전망
  - 2014년도 성장률은 0.8%로 대폭적인 둔화가 예상
  - 이는 2013년 10월 결정된 5조 엔의 경제대책 효과(0.5%정도의 성장률 증대효과)를 감안한 것이기 때문에 이 효과가 없었다면 성장률은 더욱 저하될 것임
  - 성장률로 보면 아베노믹스는 2014년에 수명이 다할 가능성이 높음

- 이 같은 성장률 둔화와 관련하여, 몇 가지 일시적인 요인이 2013년도의 성장을 실력 이상으로 높였음
- 우선 상당히 늘어난 공공투자, 소비세율 인상 전 가수요가 2013년도의 성장률을 높인 한편, 그 반동으로 2014년도 성장률을 떨어트림
- 특히, 가수요의 반동은 2013년도에 나타난 플러스효과의 2배에 달하는 마이너스효과가 나타나게 되며, 여기에 증세에 의한 소비억제효과가 더해지게 됨
- 주의해야 할 것은, 2014년도 성장률 감속이 기본적으로는 어쩔 수 없는 부득이한 것이라는 점임
- 소비세 증세에 따른 가수요는 단기적인 것으로 소비억제의 영향도 증세인 이상 피하기 어려운데다, 공공투자도 언제까지나 늘려갈 수는 없음
- 일시적인 요인을 제거하면 2013, 2014년도의 성장률은 1.7~1.8%정도로 비슷하며, 2014년도에 경제력 이상으로 떨어지는 것은 아님
- 그럼에도 불구하고 아베 정부는 어떻게 해서라도 성장률 감속을 피하려 하고 있음

#### □ 상호 관련성 있는 아베노믹스의 3가지 특징

- 일련의 「광의의 아베노믹스」는 다음과 같은 특징이 있음
- 첫째는, 시야가 단기적이라는 점
  - 제2의 화살인 공공투자 증액은 본래, 단기적인 효과밖에 없는데, 5조 엔의 경제대책을 결정한 것도 시야의 단기성을 보여주고 있음
  - 성장 감속을 재정지출로 피하려 하면, 필연적으로 재정은 악화되기 마련이며, 재정 악화는 장기적으로는 일본 국채의 신인도를 낮추어 국민생활에 큰 혼란을 야기 시킴
- 금융정책에도 이와 유사한 점이 있음
  - 대량으로 사들인 국채를 되파는 것은 어려우며, 방치하면 물가·금리가 더욱 상승해버리기 때문인데, 장기적인 출구전략 방식에 대한 논의는 아직 없음
- 둘째는, 국가의 의지가 경제를 선도한다는 자세가 강하다는 점임
  - 예를 들면, 아베 총리는 경제단체에 임금인상을 요구하거나, 기업이 자율적으로 3년 육아휴업이나 여성임원 등용하도록 요구하고 있음
  - 또한, 성장전략으로 「신 타게팅 폴리시(new targeting policy)」를 내걸고 국가가 건강수명 연장 등의 목표를 정한 후에, 과제해결에 기여하는 산업과 시장을 특정하고 있음

- 성장전략이 핵심인 국가전략특구도 국가가 일정한 규제완화의 틀을 제시한 후, 세제 등 우대조치를 부여하고 있는데, 종래 구조개혁특구에 비하여 정부의 개입정도가 상당히 큼
- 이와 같은 정책은 국가가 기업과 시장보다 미래 선도 산업을 정확하게 판단할 수 있다는 전제에 기초하고 있는데, 온건한 표현을 쓰면, 가부장적이며 약간 강한 표현을 쓰면 국가 관리적이라고 할 수 있음
- 셋째는, 비용 유보형이라고 하는 점임
  - 금융정책은 출구 때, 막대한 비용을 발생시킬 가능성이 있으며, 공공투자의 증액은 재정적자 확대를 통하여 미래 세대의 비용으로 전가됨
  - 그리고 재정채권을 위해서는 사회보장비 삭감과 증세를 병행시킬 필요가 있으나, 국민부담 증가로 이어지기 쉬운 정책은 보류되고 있음
- 이상 3가지 특징은 상호 관련되어 있음
  - 단기적으로 경기확대를 중시한 것은 경제 분위기를 밝게 했으며, 더욱이 국민부담은 보류되었기 때문에 당분간은 인기를 유지할 수 있음
  - 경기회복이라는 결과가 나타나고 있기 때문에, 산업계도 정부의 가부장적인 지도에 협력할 자세를 보이고 있음
  - 그러나 보류된 부담은 언젠가는 치러야하며, 국가주도적인 성장전략은 오히려 불확실성이 높다고도 할 수 있는 바, 앞으로 단기 지향적인 성과가 다할 때 아베노믹스에 대해 진정한 평가가 이루어질 것임

## 2) 금융정책

### □ 첫 번째 화살 적중

- 첫 번째 화살인 대담한 금융완화와 물가상승을 목표 설정은 그것이 구체적인 정책으로 실현되기 전에 그것을 기대하는 시장이 반응했음
- 중의원 해산이 예고된 2012년 11월 14일부터 엔저·고주가의 동시 진행이 시작
- 2013년 4월 4일 구로다 일본은행 총재가 양적·질적 완화(QQE)를 발표하기 전날까지 엔화환율은 달러당 78엔에서 93엔까지 약 20% 엔저, 닛케이 평균주가는 9,000엔에서 12,400으로 약 38% 상승
- QQE 발표 후 달러당 103엔으로 엔저가 가속, 주가는 16,000엔 가까이 수준으로 상승했으나, 5월 22일 버냉키 FRB 의장의 양적완화 축소를 시사하는 발언의 영향으로, 이후 엔환 환율은 100엔 전후, 주가는 14,000~15,000엔 정도까지 추이

- 이 같은 엔저·고주가는 자산효과로부터 소비를 끌어올려 수출관련 기업들의 실적을 대폭 개선시켰음
- 설비투자와 수출 증가까지는 아직 이어지지 않고 있으나, 물가상승률은 착실히 상승, 플러스 영역에 들어가 있어, 첫 번째 화살은 적중

## □ 그러나 금융완화의 효과는 한정적

- 아베노믹스의 두 번째 화살 즉, 공공투자 증액에 의한 재정지출이 가능하게 된 것은 재정수지가 개선되었기 때문이 아니고, 양적·질적 금융완화가 재정지출의 서포트 역할을 해주었기 때문임
- 재정수지는 재정지출의 결과 더욱 악화됨에도 불구하고 첫 번째 화살인 대담한 금융완화에 의해 장기금리가 저하되어 국채소화가 원활히 이루어지고 있기 때문임
- 이러한 의미에서, 대담한 금융완화와 기동적인 재정정책이 동시에 실시됨으로써, 의도야 어찌되었든 중앙은행의 파이낸싱에 의존한 재정지출의 확대라고 하는 재정파이낸싱적인 정책이 취해지고 있다고 보임
- 재정파이낸싱적인 정책은 단기적인 경기자극 효과를 갖고 있어 현재 경기회복에 기여하고 있는 것으로 보임
- 그러나 중앙은행이 파이낸싱했다고 하여, 재정지출에 따른 재정적자 확대라는 결과가 없어지는 것은 아니며, 장래 그 비용이 매우 크다는 점에서 우려됨
- 대담한 금융완화를 구체화한 것으로서, 2013년 4월 4일 이후 실시되어온 양적·질적 금융완화는 재정지출을 서포트하는 작용을 하고 있음
- 그러나 그것은 별도로 하고, 금융완화 그 자체의 효과를 보면, 상당히 한정적인 것에 그치고 있다고 평가하지 않을 수 없음

## □ 금융완화의 3가지 파급 경로

- 일본은행이 양적·질적 금융완화의 파급경로로서 지적해왔던 것은 3가지임
- 첫 번째 파급경로는 산출커브(이회율곡선) 전체의 하락을 통한 것으로서, 단기금리 뿐 만 아니라, 중장기 금리도 하락함으로써 경기를 자극하는 효과임
- 장기금리 하락에 대해, 당초 일본은행은 주저했으나, 최근 드디어 안정적인 금리 하락을 촉진하는데 성공
- 그러나 단기뿐만 아니라 중장기 금리도, 이번 완화실시 이전부터 이미 상당히 저하되어 있었기 때문에 추가적인 저하 여지는 한정되고 있었음
- 따라서, 조금이나마 금리의 추가적인 하락으로 큰 경기자극효과가 발생한다고는 보기 어려움
- 두 번째 파급경로는 포트폴리오·리밸런싱(portfolio rebalance) 효과임

- 이번 금융완화에 질적이라는 명칭을 부여한 것은 종래보다도 만기까지의 잔존기간이 긴 국채를 구입한다고 하는 취지 때문임
- 장기국채는 이제까지 민간금융기관의 자산운용의 중심으로서, 장기국채를 대량 구입해줌으로써 민간금융기관에 포트폴리오의 재검토(rebalance) 촉진을 기대할 수 있음
- 장기국채 대신에 준비예금을 보유하더라도 수익성이 떨어지기 때문에, 민간금융기관은 보다 리스크가 큰 자산운용을 하게 됨
- 그러나 지금까지의 경우 포트폴리오 리밸런스는 본격적으로는 발생하지 않고, 장기국채의 매각대금이 그대로 준비예금상태로 쌓여있기 때문에, 일본은행의 목표(국채보유를 늘려 기본통화=자금공급량을 늘리는 것)는 달성하더라도 실물경제에 대한 유효한 효과가 미칠 것으로 기대하기는 어려움
- 금융기관들 간에 치열한 경쟁구조 하에서, 일본의 민간금융기관들이 자금조달비용(단기금리)에 필요한 금리차를 얹혀 대출 금리를 결정하는 행동을 취하기는 어렵기 때문에, 대출 금리는 대략 장기금리와 연동된 수준에서 결정되고 있음
- 따라서 단기금리에 저하 여지가 있는 동안 금융완화에 의해 장기금리가 단기금리의 저하 폭만큼은 하락하지 않기 때문에, 단기로 조달하여 장기로 대출하는 은행의 매매차익 폭이 확대하여 대출의 채산성이 개선되고 대출증가의 인센티브가 발생하기 됨
- 그러나 단기금리가 제로의 하한에 도달한 이후의 금융완화는 장기금리만 하락시킴으로써, 오히려 매매차익 폭이 축소되어 대출의 채산성이 악화됨
- 채산성이 악화되는데도 금융기관이 대출을 늘릴 것으로 기대하기는 어려움
- 세 번째 파급경로는 기대의 작용임
  - 명목금리의 하락 여지가 적은 가운데, 인플레이션 기대를 높임으로써 실질금리를 저하시키려는 대처방법인데, 이 같은 시도는 전례가 없는 도전으로 이번 완화가 별칭 '이차원 완화'라고도 불리는 이유임
  - 그러나 기본 통화를 늘리면 인플레이션 기대가 높아진다고 하는 것은 제로 금리의 제약 하에서는 논리적인 근거가 없음
  - 이러한 의미에서 3번째 파급루트는 중앙은행이 진정으로 의지를 보이면, 기대는 바뀐다고 하는 정신론적인 것에 그치고 있음
  - 실제로도 엔저에 따른 수입인플레이션 우려와 소비세율 인상을 고려하는 형태로 단기인플레이션기대가 약간 높아지고 있는 것으로 보여 지나, 중장기적인 인플레이션 기대가 지속적인 물가상승으로 이어지는 유의한 증거는 부족한 상태임
- 이상과 같이 어느 파급효과도 큰 실적으로 이어질 것으로 보여 지지 않음
  - 따라서 이번 금융완화의 금융정책적인 효과는 한정적이라고 말할 수밖에 없음
  - 그러나 재정지출과 동시에 실시되고 있어 객관적으로는 그 실제 역할이 재정정책을 지원하는 형태로 되고 있다고 할 수 있음



### 3) 재정정책

#### □ 두 번째 화살도 성공

- 신축적인 재정정책에는 단기적인 재정자극과 중기적인 재정재건이라는 메시지가 응축되어 있음
  - 단기적인 재정자극은 2013년 2월 13조 엔에 달하는 추가경정예산으로 2103년 전반기 재정지출이 크게 추가되어 공공사업과 부흥 사업에 충당됨
- 그 결과 성공적으로 경기부양이 이루어짐으로써 금융완화효과와 병행하여 2013년 전반은 연율 4% 성장을 달성
- 7~8월 기간에는 2014년 4월 소비세율 8% 인상 여부를 놓고 논쟁이 있었으나, 예정대로 증세를, 경기가 꺾이지 않도록 충분한 재정조치를 조건으로 10월 1일 아베 총리가 소비세율 인상을 결정
- 두 번째 화살도, 목표한 대로 경기부양이라는 단기적인 효과를 가지고, 그것이 나아가 중기적인 재정재건에 이어졌다는 점에서 성공했다고 말할 수 있음

### 4) 성장전략

#### □ 실행이 늦은 성장전략

- 세 번째 화살인 성장전략의 내용은 6월 14일 발표된 일본재흥전략임
  - 하나의 예를 들면, 아베 총리는 강한 농업을 강조하고 있는데, 이제까지 농업은 취약한 산업으로 고율 관세로 지켜야 한다고 생각하는 사람들이 많았음
  - 종래 농정은 기로의 변화나 젊은 층 인구의 감소로 수요가 감소하면 이에 맞추어 공급을 줄이려고 하는 계획경제의 발상이었다는 것
  - 이것이 생산조정과 생유의 계획생산으로 규모도 크고 가장 생산성이 높은 지역과 농지에도 생산이 제한되어 왔던 바, 생산성 향상과는 정반대의 발상임
- 생산성을 높이면 수출가능성이 있는 브랜드 쌀과 프리미엄 우유 등도 생산 확대와 수출노력이 없었음
  - 강한 농업으로 발전시키기 위해서는 규모의 확대, 비용절감을 통하여 보호로부터 벗어나 수출촉진으로 전환하려는 발상이 필요함
  - 정치적으로도 생산조정제도 폐지를 결정한 것은 세 번째 화살의 선구적인 조치로서 중요하나, 일본재흥전략에 담고 있는 많은 항목들을 단계적으로 실행하지 않고는 모멘텀을 잃게 됨

### 3. 과 제

- 2014년 아베노믹스의 과제는 우선 성공하고 있는 금융정책과 재정정책을 지속시키 나가는 것임
  - 2% 목표의 물가상승율만 만일, 일본은행의 목표치를 하회하는 사태가 발생하는 경우에는 일본은행의 추가완화가 필요
- 2014년 4월 소비세 인상은 1분기의 내구소비재에 대한 가수요와 2분기의 반감을 가져올 것임
  - 이러한 미니 경기순환의 변동 폭을 완화하도록 공공사업 등 정부지출을 1분기에서 2분기로 전환하는 예산편성이 바람직함
- 2014년 춘투 교섭에서는 수년 만에 기본임금 인상을 둘러싼 공방이 중요
  - 디플레이션으로부터 2% 인플레이션으로 이행하는 가운데, 임금상승이 인플레이션을 상승에 되쳐지지 않도록 하는 것이 바람직
  - 과거 高인플레이션으로부터 低인플레이션으로 유도할 시, 노동조합을 설득하여 인플레이션을 인하와 임금억제가 동시에 이루어지도록 한 소득정책이 있었는데, 이번 임금상승을 촉진하는 정책은 逆소득정책이라고 할 수 있음
- 무엇보다도 2014년의 과제로 중요한 것이 규제완화와 선택과 집중, 그리고 효율성을 추구하는 생산성 향상에 의한 성장전략을 실행에 옮기는 것임
  - 장기간의 보조금에 의한 안이한 성장전략은 자의적인 배분 위험도 있어 바람직하지 않음

### 4. 평가

- 아베노믹스의 3개화살 중에서 성공한 것은 재정정책뿐이며, 그것도 양적·질적 금융완화라는 두 번째 화살 도움으로 가능했다는 평가임
- 금융완화정책은 적중은 했으나 3가지 파급효과(장기금리 하락, 재정재건, 기대에 따른 물가상승)면에서 모두 불확실하고 크지 않다는 점에서 그 효과가 한정적임
- 첫 번째 화살과 두 번째 화살이 단기적인 대응이라면, 세 번째 화살인 성장전략은 장기적인 대응으로 아직까지 실행되지 않은 것들이 많고, 효과도 장기적으로 나타날 것으로 예상

참고자료 : アベノミクスの 1 年(상,중,하), 일본경제신문(2013.12.2~4)