

## 아베노믹스의 금융완화 1년 평가와 전망

\* 이 자료는 하마다 코이치(浜田宏一)에일대학 명예교수가 「일본경제신문 경제교실: 자산발 실물경제에 선순환(14.4.1)에 기고한 내용을 요약, 정리하고 시사점을 덧붙인 것임

- 아베노믹스에 의한 금융완화의 성공 포인트는 자산가격과 GDP의 선순환이 디플레이션 갭(deflation gap)의 축소에 의한 기업의 투자확대와 임금상승으로 나타나고 있다는 점임
- 다만, 최근 들어 주가상승세가 주춤하고 투자가 부진한 점 등으로 아베노믹스의 효과에 대한 불안조짐도 보여 지고 있음
- 소비세 인상 이후 추가 금융완화의 필요성이 대두되고 있는 가운데, 금융완화가 투자의 본격화, 아베노믹스의 선순환으로 계속 이어질지는 6월에 발표 예정인 성장전략에 달려 있다고 전문가들이 진단

### □ 금융완화 실시 이전의 경제상황

- 아베노믹스의 소위 異차원적 금융완화가 시행된 지 1년이 경과되었는데, 그 성과를 보기 위해서는 실시 이전 상황을 살펴볼 필요가 있음
  - 당시 일본경제가 직면했던 디플레이션과 超엔고는 모두 화폐적인 현상으로 금융완화 외에는 특효약이 없었음
  - 그러나 일본은 이미 제로금리라 금리인하 효과가 거의 없는 상황에서, 금융정책이 디플레이션 해소에 듣지 않는다는 것이 금융계와 학계의 통설이었음

### □ 아베 정부의 대담한 시험

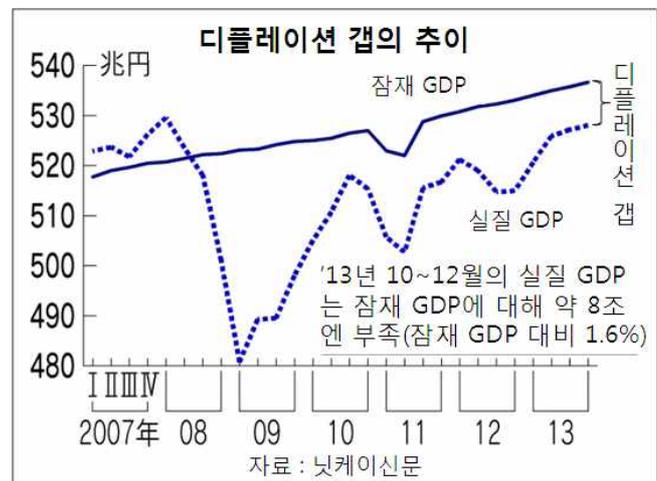
- 2012년 말 총선 당시 야당이었던 자민당 아베 총재가 들고 나온 금융완화에 의한 경제재생 계획은 실로 대담한 시험으로서 성공적이었음
  - 이와타 쿠키오(岩田 規久男) 일본은행 부총재 등은 경제주체들이 인플레이션 기대를 가짐으로써, 화폐에 매달리는 행동을 멈출 것이라고 판단하고 있었음
  - 로머 미국 전 대통령경제자문위원회(CEA) 위원장도 금융정책이 듣지 않는 것은 시험해보지 않았기 때문이라고 주장

□ 금융완화정책의 낙수효과

- 금융완화가 엔저, 수출증대, 주가상승을 통해서 소비를 촉진시키고, 그 영향이 서민들의 생산과 노동시장에도 파급된다는 점을 고려하면, 아베노믹스는 침투 내지는 낙수효과(trickle down effect)를 지닌 정책이라고 할 수 있음
- 하마다 교수는 생산과 고용 등 실물경제 측면에서 디플레이션갭이 축소되고 있다는 점을 들어 아베노믹스의 효과가 성공을 거두고 있음을 증명

□ 아베노믹스에 의한 디플레이션갭 축소

- 우측 <그림>은 일본의 잠재적인 GDP와 실질 GDP의 경로를 나타낸 것임
- 일본의 노동과 자원이 정상적으로 산출 가능한 잠재적인 성장경로와 현실적인 경로의 차이가 디플레이션 갭임
- 2008년 리먼 쇼크 이후 현실의 성장 경로는 잠재적인 성장경로보다 낮은 수준에서 침체를 거듭했음
- \* 2012년 후반 디플레이션 갭은 GDP대비 3%정도였으나, 2013년 전반에는 아베노믹스의 효과로 1%대까지 축소



- 디플레이션 갭이 축소되면 과잉설비도 줄어들기 마련이며, 투자수요도 증가함
- 노동시장도 수급압박으로 유효구인배율이 1을 상회, 임금상승 유인으로 작용
- 아베노믹스에 의한 자산가격과 GDP 선순환은 디플레이션 갭 축소에 의해 발생한 것임
- 하마다 교수는 2%의 인플레이션 목표를 최우선으로 고수하기보다도, 디플레이션 갭의 축소에 주안점을 두는 것이 중요하다고 주장
- 우려되는 것은, 2013년 중반부터 잠재적인 성장경로와 현실의 성장경로가 평행을 유지하여 디플레이션 갭이 축소되지 않고 있는 점이라는 것
- 과거의 예를 보면, 디플레이션이 제로 또는 약간 마이너스가 되더라도 인플레이션이 바로 시작되는 것이 아니기 때문에 갭을 제로로 하는 노력이 필요하다는 것

- 이에 4월 소비세 인상이 악영향을 끼칠지도 모름
- \* 하마다 교수는 적어도 현재와 같은 디플레 갭이 있는 국면에서는 내년에 예정하고 있는 소비세 10% 재인상에는 찬성할 수 없다면서, 디플레이션 갭을 제로로 하기 위해서는 추가적인 금융완화가 필요하다고 주장

## □ 일본도 성숙채권국임을 인식, 경상수지 집착을 지양해야

- 최근 금융정책에 의한, ‘엔저→ 수출증대→ 경상수지 개선’ 경로에 이상이 생겼다는 지적임
  - 수입가격 상승에 대응한 수입량이 감소되지 않고 있는 반면, 일본기업의 해외진출로 엔저 효과가 수출물량 증대로도 이어지지 않고 있음
- 이에 일본은 라이프 사이클 측면에서 성숙채권국이 되고 있다는 인식이 필요함
  - 인생처럼 국가도 가난한 때에는 외국에서 차입하여 무역적자를 메꾸고, 장년기에 인구가 늘어나면 무역흑자로 벌어들여 외화자산을 획득하게 됨
- 일본과 같이 인구도 감소하게 되면 국내 생산능력이 저하되기 때문에 무역적자를 과거에 축적된 대외자산의 이자수입과 배당으로 보전하는 패턴을 보이게 됨
  - 때로는 인구감소를 예측, 경상수지도 적자가 되어 대외자산의 일부를 잠식할 수도 있을 것임
- 세계 전체로는 무역수지도 경상수지도 합이 체로라는 점을 고려하면, 지금까지 일본이 흑자를 유지하였다고 하여 언제까지나 흑자일 필요는 없음
  - 대외수지가 적자로 된다는 것은 자국의 성장을 자국의 수요가 지탱하고 있음을 의미
  - \* 외국 압력으로 1980년대 「마에카와 리포트」에서 기대되었던 상태가 실현되고 있음에 불과

## □ 금융정책의 경기자극 효과

- 금융정책에는 엔저를 매개로 수출입에 변화를 초래하는 것 외에도, 경기를 자극하는 경로가 있음
  - 통화량 증가는 주식에 대한 수요를 높이는 리밸런스(rebalance)효과와 주가상승이 신주발행 비용을 낮추어 투자를 촉진하게 되는데, 바로 이것이 토빈의 q효과로 알려져 있음

- 주가상승은 차입 시 담보가치를 상승시킴
  - 제로금리 상황에서도 대출이 증가하지 이유는, 자금에 대한 수요가 없어서가 아니고, 대출자를 만족시킬 수 있는 담보를 제공할 수 없기 때문임
  - 주가상승이 은행의 신용공여를 용이하게 하는데, 이와같은 신용가속 효과는 은행의 대출 확대를 촉진

□ 적정수준의 임금인상에 정부의 캠페인도 한 몫

- 일본은 시장경제국가이기 때문에 총리가 업계에 간청하더라도, 합리적인 수익기반이 없으면 기업들이 정부가 희망하는 대로 임금인상을 할 수는 없음
  - 수요측면에서는, 아베노믹스의 효과를 경영자와 주주로부터 서민 노동자에게 배분하는 것이 총수요를 높이는 효과가 있음
  - 그러나 공급측면에서 보면, 임금이 생산성 상승률보다도 높아지는 상황은 디플레이션 갭의 해소와 노동시장에 바람직하지 못한 영향을 끼침
- 케인즈도 임금상승율이 물가상승율과 생산성상승율의 합보다 근소하게 적은 상태가 바람직스러운 인플레이션이라는 논리
  - 임금인상이 그 이상으로 이루어지면, 수요측면에서는 좋으나 공급측인 기업입장에서는 부담이 늘어나기 때문에 고용창출로 이어지지 않음
  - 가계와 기업 쌍방 입장에서 보면, 금년 춘투의 결과는 적절한 결과라고 생각해도 좋음
- 그러나 임금인상, 더욱이 기본급 인상에까지 확대되었다는 것은 경제원리가 아니라 시장심리 측면에서 좋은 결과임
  - 일본 대중들은 지금도 아베노믹스에 대한 일종의 불신감이 있는데, 아베노믹스는 주식시장과 수출 대기업들의 것이지, 노동자와 서민들의 것이 아니라는 점임
- 아무튼, 낙수효과가 임금교섭에까지 영향을 줌으로써, 노동자들에게도 이익이 배분된다고 실감하게 된 것은 일본정부의 임금인상 캠페인의 성과임

□ 동아시아와 우호관계, 아베노믹스의 성공에 필요

- 아베노믹스가 성공하기 위해서는 일본이 동아시아 국가들과 안정적인 우호관계를 유지하는 것이 바람직함
  - 중국내 일본계기업에서 근무하는 중국인 수는 1,000만명에 가까운 것으로 알려지고 있듯이, 중일관계에서 경제적으로는 윈-윈 관계가 작용하는 기반이 있음
- 그러나 한국 및 중국과의 영토문제는 물론, 역사인식 문제도 동일한 파이를 둘러싼 제로섬, 때로는 마이너스섬의 관계임
  - 역으로 아베노믹스가 성공하면, 일본경제를 보다 매력적으로 만들어, 세계 각국이 일본과 보다 협력하려고 하는 정치적 요인이 될 수 있음

□ 시사점

- 아베노믹스의 금융완화의 효과는 2가지로 집약
  - 첫째, 하마다 교수가 강조하고 있듯이, 자산가격과 GDP의 선순환이 디플레이션 갭의 축소에 의한 기업의 투자확대와 임금상승으로 나타나고 있다는 점
  - 둘째, 아베노믹스가 장기금리 저하와 물가상승에 의한 실질금리 인하를 통해서 기업의 투자확대로 이어지는 환경을 조성하고 있는 점
- 그러나 최근 들어 주가상승세가 주춤하고 있는 점, 투자부진 등으로 아베노믹스의 효과에 대한 불안조짐도 보이고 있음
- 소비세 인상 이후 약화된 경기진작을 위해 대대적인 추가 금융완화를 해야 한다는 필요성이 대두되고 있는 가운데, 금융완화가 투자의 본격화, 아베노믹스의 선순환으로 이어지기 위해서는 6월 발표 예정인 성장전략이 열쇠가 될 것임 -끝-