

일본의 장기금리 하락 요인*

* 이 자료는 후쿠다 신이찌(福田慎一)토쿄대학 교수가 일본경제신문 경제교실: 장기금리가 나타내는 것(15.2.23)에 기고한 내용을 요약, 정리한 것임

- 금융완화는 사실상 재정적자 보전책
- 저금리 요인으로서 낮은 성장 전망과 인플레이션 기대
- 위기회피를 위해서는 시장의 작은 경종도 귀담아 들어야함

□ 국채잔고의 증가와 최저수준의 장기국채금리

- 일본의 채권시장에서 장기금리가 계속 침체현상을 보이고 있음
 - 2015년 1월 20일 장기금리지표인 10년물 국채금리가 한때 0.195%로 처음으로 0.2%대를 하회
 - 그 후 반등하여 불안정한 움직임도 보이고 있으나 그렇더라도 현재 국채금리가 극도로 낮은 저수준임
- 국채는 정부의 빚이며 언젠가는 상환해야 하는 것으로서, 국채잔고가 극단적으로 확대되면 이자 지불이나 상환이 불가능해지고 국가에 대한 신뢰도 흔들리게 됨
- 일본의 정부채무 잔고는 미국과 독일 등 주요국보다도 클 뿐만 아니라 최근 위기에 직면한 남유럽 국가들보다도 수치상으로는 사태가 심각함
 - 예컨대 2014년 일본정부의 채무 잔고의 대 GDP비율은 위기가 재발하고 있는 그리스의 1.8배보다 높은 2.3배까지 확대
 - 정부보유자산을 공제한 순채무는 크게 감소하였으나, 그렇더라도 일본은 GDP의 1.4배를 넘어 사태의 심각성을 보여주고 있음
 - 일본정부도 이대로 재정적자 누적을 방치하는 경우, 파산가능성이 전혀 없는 것은 아님
- 1990년대 말 이후, 일본의 국채금리는 과거에 없는 낮은 수준에서 추이해왔음

- 10년물 국채금리는 1990년대 초에는 8%를 넘었으나 그 후 하락을 계속, 특히 구로다 일본은행 총재가 양적·질적 금융완화가 정책을 시작한 이후는 금리저하 현상이 뚜렷해짐
- 역설적이라고 할 수 있는 것은 이와 같은 국채금리 저하된 시기는 일본의 국채잔고가 크게 증가한 시기에 발생한 점임
- 가령 거액의 정부채무 잔고가 일본 국채의 안정성에 대한 의문을 증폭시키는 경우 리스크프리미엄(리스크에 대응한 추가금리)에 의해 국채금리는 상승하게 됨
- 그러나 실제로 시장에서 발생한 것은 대폭적인 금리하락이기 때문에, 대규모 정부채무 잔고에도 불구하고 일본국채의 안전성에 대한 우려는 가시화되지 않고 있음

□ 저금리의 요인

- 일본의 국채금리가 저수준에서 추이하고 있는 가장 큰 이유는 일본은행에 의한 異차원의 금융완화정책이 계속되고 있는 데 있음
- 일본은행은 정책금리를 제로에 가까운 수준 유지하는 정책을 1990년대 말부터 일부 시기를 제외하고 지속되어 왔음
- 더욱이 작년 4월부터는 양적·질적 완화를 개시, 2% 물가목표의 실현을 위해 장기 국채를 대량 구입하고 있음
- 현재로는 차환분도 포함한 신규 국채의 태반이 발행 후 시장으로부터 바로 일본은행에 의해 흡수되는 상황이 계속되고 있음
- 이와 같은 일본은행에 의한 사실상의 재정파이낸스(재정적자 보전)에 의해, 시장에서는 당분간은 금리가 낮을 것이라는 안심감을 확산시킴으로써 국채금리를 떨어트려왔다고 할 수 있음
- 그러나 국채금리가 저수준에서 추이하고 있는 데는 그 외에도 몇 가지 이유가 있음
- 첫째, 일본경제에 대한 중장기적인 성장전망이 여전히 비관적이며, 그 결과 異차원 금융완화정책 하에서도 인플레이션 기대가 생각한 만큼 높아지지 않다는 점임
- 핏서의 방정식은 명목이자율과 물가상승율간에는 $\text{명목이자율} = \text{실질이자율} + \text{물가상승율}$ 예상치라는 관계가 있음

- 시장에서 당분간은 인플레이션이 계속할 것이라는 기대가 지배적인 한, 국채금리도 침체에서 벗어나기 어려움
- 둘째, 거시적 수준에서 본 일본의 저축과 투자밸런스가 여전히 저축초과상태에 있다는 점도 국채금리가 상승하지 않은 원인이라고 할 수 있음(재정적자는 정부 부문의 저축이 마이너스임을 의미함)
- 그러나 민간부문에서는 저축이 여전히 투자를 상회하고 있어 이 잉여자금이 일본 경제 전체로서 재정적자를 보전하고 있음
- 근년에는 고령화에 따라 가계저축율이 크게 저하되고 있는데도, 가계부문은 1,600조 엔을 상회하는 금융자산을 보유하고 있음
- 또 과거 자금부족 상태에 있었던 법인부문에서는 국내에서의 투자기회가 크게 감소한 결과, 내부유보의 형태로 저축이 크게 증가, 이것이 경제 전체의 저축초과로 이어지고 있음
- 정부의 채무인 국채잔고가 확대되더라도 저축초과 상태에 있는 국내민간부문에서 국채수요가 높아지면, 국채금리도 낮은 수준에서 추이할 것으로 예상
- 이와 같은 일본의 상황은 국채의 외국인비율이 높아 그것이 국채금리를 불안하게 했던 남유럽 국가와는 크게 다름
- 일본 국채의 외국인비율은 최근에도 10%에 불과하나 일본국채의 보유자 내역을 보면, 보유 주체가 금융기관에 극단적으로 편중되어 있음

□ 금융기관에 의한 국채의 대량보유와 그 요인

- 2014년 9월말 시점에서 일본은행, 일본정부, 공적연금 등 공적기관이 30% 이상 보유하고 있으며 은행과 보험, 연금 기금 등 국내 금융기관이 약 57%를 보유
- 이와 같이 금융기관이 일본국채를 대량 보유하고 있는 이유는, 국채보유에 유리한 규제체계에 더하여 경제침체가 지속되고 있는 가운데 일본 국내에서의 자금운용선이 한정되어 있다는 점 등을 들 수 있음
- 이렇게 보면, 일본 장기국채금리의 저수준은 일본은행의異차원 금융정책에 의한 사실상의 재정파이낸스와, 여전히 장기정체에서 벗어나지 못하고 있는 일본의 펀더멘털에 의해 발생되고 있는 것을 알 수 있음

- 이것은 異차원의 금융정책이 기대한 만큼 실물경제에 플러스효과를 가져오지 못한 데서 비롯되고 있음
- 그러나 이 특수한 상황은 어느 의미에서 금융정책과 실물경제의 미묘한 밸런스 하에 성립하고 있는 것임
 - 장래 어떠한 형태로든 일본경제가 장기침체로부터 탈출, 일본은행에 의한 異차원의 금융정책이 출구를 맞게 되는 경우, 그 미묘한 밸런스가 일거에 붕괴하여 국채금리가 급등할 가능성이 결코 적지는 않음
- 다만 일본에서는 아직 장래에 증세 여지가 존재한다는 점에서 그나마 다행이라고 할 수 있음
 - 유럽에서는 일본의 소비세에 상당하는 부가가치세의 세율이 20%에 가까운 나라는 적지 않음
- 재정적자가 크더라도, 그것을 세율인상으로 해소하기는 어려움
 - 현재 일본의 소비세 세율은 8%로 이것을 앞으로 단계적으로 유럽 국가만큼 인상하면 재정적자를 줄이는데 기여할 수 있음
- 그러나 2014년 소비세 인상 연기결정에서 보는 바와 같이, 일본정부의 재정재건 추진속도는 늦어지는 경향이 있음

□ 저금리→ 재정규율 약화에 의한 재정위기 가능성

- 막대한 정부채무에도 불구하고 국채금리가 저수준에서 추이하고 있는 것이, 재정규율을 약화시켜 결과적으로 장래 재정위기 가능성을 높이고 있음
- 다만 현재로서는 일본정부가 단기간에 파산할 가능성은 거의 없음
- 그러나 재정적자의 과도한 누적은 앞으로 일본경제에 여러 가지 부작용을 가져올 가능성이 높은 바, 시장의 작은 반응에도 주목하여 위기를 미연에 방지하기 위한 체제구축을 서둘러야 함. 끝.