

## 아베노믹스 투자정책의 문제점과 시사

\* 이 자료는 미야가와 쓰도부(宮川努) 일본가쿠슈인(学習院)대학교수가 일본경제신문 경제교실: 금융완화에 의한 설비투자 증가는 한계 '15.3.11'에 기고한 내용을 요약, 정리한 것임

- 금융완화 실시 이후 2년간 민간투자 증가율 둔화
- 수출수요 부진과 해외투자기업의 국내유턴 비용도 문제
- 금융완화 효과가 충분히 침투되기 되기 위해서는 성장전략이 병행되어야 함

### □ 민간투자의 상대적 부진과 과도한 공공투자 의존

- 아베노믹스가 실시된 지 2년이 경과한 시점에서, 첫 번째 화살인 뿔차원 금융완화의 목표인 '2년에 2% 물가상승율'을 둘러싸고 논의 중
  - 일시적으로는 물가가 상승했으나, 2014년 중반 이후 유가하락과 함께 물가상승율이 저하됨에 따라 당초 목표가 달성될 전망은 희박
- 그러나 금융정책에 기대하는 효과는 물가상승만이 아니고, 기대물가상승율의 상승을 통하여 실물경제를 부양시킨다는 점에서 기대라는 요소도 중요함
- 최근 2년간 실물경제를 보면, 실업율과 기업이익 개선 등 플러스 효과도 보여 지나, 다른 한편으로 엔저로 반전했음에도 불구하고 수출이 부진하는 등 당초 예상과는 다른 현상도 보여 짐
- 2012년 4분기를 경기의 저점으로 보고, 그 후 2년간 GDP성장율의 주요 항목의 증가율은, 민간소비가 마이너스 0.01%, 민간설비투자가 1.8%, 공공투자가 8.1%임
  - 21세기 들어 과거 2회에 걸친 경기회복기와 비하여 공공투자 의존도가 가장 높음
- 소비가 작년 4월 소비세증세 영향을 받아 부진한 것은 어쩔 수 없다고 해도, 왜 민간설비투자가 부진한 상태에 있는가?
- 최근 일본의 투자행동에 관한 분석에 기초하여 금융정책의 설비투자 파급효과에 관하여 분석

### □ 기대 물가상승율과 설비투자

- 당초 금융완화가 설비투자를 자극하는 첫 번째 경로로 강조된 것이 기대 물가상승율의 상승에 따른 실질금리(명목금리-기대 물가상승율)의 저하임
  - 명목금리가 제로에 근접한 수준에서 움직이는 가운데, 기대 물가상승율의 하락은 실질금리의 저하를 통하여 기업의 투자를 유발함
- 이 같은 접근은 1960년대 하버드대학의 텔조겐슨 교수가 제창한 고전적인 투자이론에 기초하고 있는데, 여기에서 중요한 역할을 하는 기대 요소가 바로 장래 수요에 관한 전망임
  - 만일 기업이 저출산에 따른 국내수요의 장기적인 침체를 예상하고 있다면 그것은 실질금리의 하락에 의한 설비투자 확대 효과를 상쇄할 가능성이 있음

### □ 수출용제품 생산을 위한 국내 설비투자

- 금융완화가 설비투자 증가로 이어지는 두 번째 경로는 엔저가 유리한 수출환경을 조성해줌으로써 수출용 국내투자가 증가하는 효과임
  - 다만, 신규 해외진출인 경우에는 국내 설비투자에 그치지 않고 판매거점 설치나 해외 판매 인력의 고용 등 부대적인 비용을 필요로 함
- 이미 엔고로 생산거점을 해외에 이전한 경우도 많아, 다시 일본 국내로 유턴시키는 경우에는 이전 비용이 발생
  - 특히 일본형 고용관행에서는 자본뿐만 아니라 노동도 고정적인 생산요소로 투입되기 때문에, 그에 따른 이전비용이 구미의 기업들에 비하여 상대적으로 크게 됨
- 이러한 점을 고려하면, 수출용 생산거점을 국내에 설치하기 위해서는 엔저 폭이 커야 하는데 2014년 엔화의 실질실효환율은 엔저 폭이 적었음
- 이에 더하여 일본기업들은 그동안 중국과 한국 등에 대항하기 위해 고부가가치 제품 수출의 해외 판매에 주력해왔음
  - 최근 실증분석에서는 이 같은 고부가가치제품일수록 환율에 대한 반응도 낮아져,

가격경쟁으로 시장을 확대하기보다도 가격을 고정시키면서 이윤율을 높이는 전략을 취하고 있음

- 최근 엔저에 의한 일본기업들의 수익 증가는 이러한 실증연구결과와도 정합적임
- 일본정책투자은행의 실증분석에서도, 1990년대 금융위기 이후 일본기업의 대형설비투자는 실질실효환율 변화에 대하여 감응적이지 않은 것으로 나타남

## □ 기업가치의 증대와 설비투자

- 금융정책이 설비투자를 증가시키는 세 번째 경로는 토빈의 Q(시가총액/자본취득가액) 이론에 근거하고 있음
- 기업수익의 증가가 기업의 가치 즉, 주가상승이나 현금흐름의 증가를 통하여 설비투자를 증대시킴
- 그러나 현재 일본은 기업가치의 상승과 기업수익의 증가에도 불구하고 설비투자 움직임이 둔한 데, 이를 설명할 수 있는 요인으로 2가지를 들 수 있음
- 첫 번째 요인은 기업지배구조의 변화가 설비투자에 미치는 영향임
  - 히토즈바시 대학 후카오 교수가 지적한 바와 같이 버블붕괴 이후 일본의 자본수익율은 계속 저하
  - 가큐슈인대학의 무라세히데아키(村瀬英彰) 교수와 추오(中央)대학의 안도코이치(安藤浩一)교수는 자본수익율이 저하하면 일본기업의 지배구조가 변화, 기업의 자본축적을 저하시킨다고 주장
  - 즉, 1990년대의 금융위기로 금융기관으로부터 기업경영에 대한 영향이 후퇴하는 가운데, 자본시장으로부터의 규율이 약한 상태였음
  - 결과적으로 경영자와 안정주의 재량권이 강해져 증가된 기업수익을 리스크가 따르는 성장분야에 투자하기보다는 화폐나 국채 등 안전자산으로 운용하게 됨
  - 기업가치의 상승이 실물자산에 대한 투자를 유발하는 것이 토빈의 효과라고 한다면, 현재 일본에서는 逆 토빈효과라고 할 수 있는 현상이 발생하고 있음
  - 기업행동에 관한 와세다대학의 히로다신이치(広田真一) 교수의 실증분석 결과가 시사

하는 바와 같이, 기업이 기업가치의 최대화가 아니고 생존확률의 최대화를 목표로 하고 있다면, 기업의 안전자산 지향성은 한층 강해지고 있다고 보아도 좋음

- 두 번째 이유는 인재나 조직개혁 등 보이지 않는 자산에 대한 투자가 제약을 받고 있는 점임
- 21세기 들어 전반적으로 투자가 침체된 상황에서도, IT투자는 일정부분이나마 증가해왔고, 이 때문에 IT자본집약적 산업은 잃어버린 20년 속에서도 성장의 견인차 역할을 해왔음
- IT투자는 인재나 새로운 기술에 맞는 조직의 개선 노력이 수반됨으로써 비로소 생산성과 수익성을 향상시킬 수 있음
- 그러나 21세기 들어 일본에서 IT투자는 증가하고 있으나 인재나 조직개선을 위한 투자는 증가하고 있지 않고 있음
- 노동시장이 팽박해지고 있는 현재와 같은 상황에서는 영업 측면과 업무합리화 측면에서 적극적인 IT투자가 기대되나, 그 같은 경향이 뚜렷이 보여 지지 않고 있는 배경에는 인재 등이 보틀넥으로 작용할 가능성이 있음
- 실제로 국제IT재단이 2014년 11월에 약 600개사를 대상으로 실시한 조사에서도, IT활용의 과제로서 절반 이상의 기업들이 IT 전문 인력이 부족한 실정이라고 응답

## □ 시사점

- 설비투자의 활성화는 단순히 수요 측의 경기부양을 가져올 뿐만 아니라, 자본축적을 통하여 잠재성장력을 높인다는 의미에서도 중요한 역할을 담당
- 그러나 앞에서 설명한 일본의 기업행동이나 설비투자에 관한 분석결과에 근거한다면, 당초 상정했던 異차원 금융완화에 의한 설비투자활성화 프로세스는 약간 낙관적이었다고 말할 수 있음
- 금융완화정책에 의한 설비투자 확대 경로에는 다양한 장애요인이 존재하기 때문에, 정책효과가 효과적으로 파급되기 위해서는 적극적인 실물투자를 통한 기업성장가능케 하는 기업지배구조 개혁이나 인재육성에 대한 지원이 필수적임
- 아베노믹스 추진 이후 2년간 경험은 첫 번째 화살(금융완화)과 세 번째 화살(성장전략)이 동시에 실시될 때 비로소 본래의 효과를 가져 올 수 있음을 시사. 끝.