

# 異次元 금융완화의 효과와 과제

## - 엔저, 주가 상승, 기업 수익, 고용 개선은 성과 -

\* 이 자료는 기타자카 신이치(北坂真一) 일본 도시샤(同志社)대학 교수가 일본경제신문 경제교실 : 검증·異次元 금융완화 2년(상)(15.3.30)에 기고한 내용을 요약, 정리한 것임

- 일본은행의 금융완화는 시장과 투자자들의 행동변화를 촉진
- 물가목표 기한을 2년으로 한정할 필요가 희박해졌으므로 중장기적으로 변경
- 앞으로 마이너스 금리 정책 도입 및 정부와의 거리 유지가 초점

### □ 금융완화 이전부터 금융완화와 엔저를 예상한 시장의 행동이 엔저·주가상승으로 이어져

- 금융완화책은 ①2%의 소비자물가상승율을 2년 내에 실현, ②자금공급량(본원통화)과 장기국채, 주가지수연동형 상장투자신탁(ETF)의 보유액을 2년에 2배로 확대, ③장기국채매입의 평균잔존기간을 2배 이상인 7년 정도로 연장 등으로 구성
- 2014년 10월 추가완화책으로서, 자금공급량 증액과 국채와 ETF 보유 잔고의 증가 속도를 3배로 확대하고, 국채잔존기간도 10년 정도로 연장
- 엔저와 주가 상승은 일반적으로 금융완화로 자산 가격이 자극된 것으로 보여 지고 있으나, 실제로 엔저·주가상승이 시작된 것은 금융완화 이전인 2012년 가을, 중의원 해산 전후임
- 따라서 금융완화가 2년 이상에 걸친 엔저·주가상승의 계기가 되었다고 할 수 없음
- 2012년 가을 엔저·주가상승은 헤지펀드로 대표되는 투기적인 해외투자자들이 금융완화에 의한 디플레이션 해소를 주장하는 아베 정권의 출범 이후 대규모 완화를 예상, 엔 매도와 주식매입에 움직인 결과로 보여 짐
- 이론적으로는 제로금리 하에서 금융완화가 반드시 엔저를 가져온다고는 할 수 없고, 실제 과거에 양적완화를 해도 엔저가 되지 않은 기간이 있었음
- 그러나 아베 정권이 출범되기 전부터 시장은 대담한 완화와 엔저를 예상하여 행동
- 여기서 일본 국내 투자자들과 달리 디플레이션 마인드가 약한 해외투자자들의 행동으로 일본의 자산시장이 움직였다는 것이 흥미로움

- 이것은 엔저·주가상승이 일본은행의 금융정책의 결과라기보다도, 금융완화를 강경하게 요구하는 아베 정권의 자세가 시장참가자들의 기대를 움직였음을 시사
- 많은 연구결과에 따르면 금융정책의 효과는 비대칭적이며, 금융긴축은 경기과열 및 인플레이션에 효과적이거나 금융완화 단독의 경기자극효과는 불확실하고 약한 것으로 지적되고 있음

### □ 금융완화의 타기팅 효과

- 그러나 이러한 견해가 양적·질적 금융완화의 가치를 훼손하는 것은 아님
- 아베 정권 출범 이후 물가안정목표 설정과 대규모 완화 등 異次元의 금융완화가 없었다면, 투자자들의 기대는 무너지고 엔저·주가상승이 일시적인 현상으로 끝났을 것임
- 즉 과거 2년 이상의 기간에 걸친 큰 폭의 엔저·주가상승은 정권 주도로 금융완화는 뒤늦게 쫓아가는 격이었으나, 자산가격의 적정수준으로의 조정에 필수적인 정책이었다고 평가할 수 있음
- 구체적으로 금융완화의 핵심을 보면, 물가목표의 2년 내에 실현이라는 기한의 명시나 본원통화의 2배 증가라는 목표설정은 경제주체들의 기대에 작용하는 강력한 약속의 효과가 있었음
- ETF 등의 매입 및 장기국채의 잔존기간 연장은 주식이나 국채시장의 수급에 직접 개입하여 지탱해주는 실체적인 효과를 발휘
- 정권 주도의 엔저·주가 상승정책을 상징이라도 하듯이, 연금적립금관리운용독립형정법인(GPIIF)등의 공격자금의 주식의 투자비율을 높임
- 이와 병행하여 생명보험회사 등의 기관투자자들도 국채에 대한 투자비율을 줄이고, 외채와 사채에 대한 투자비율을 높이는 포트폴리오 밸런스(자산구성변동)효과도 보임
- 2014년 10월 추가완화로 엔저와 주가상승은 가속되고 있음
- 당시는 소비세율 인상 논의와 함께 원유가격도 급락하고 있어, 인플레이션 기대의 저하 위험에 더하여 소비세 증세에 따른 경기회복 지체도 고려하면 추가완화가 필요한 상황이었음

### □ 엔저·주가상승·저금리 등의 효과

- 금융완화에 지원된 엔저·주가상승, 게다가 금융완화가 직접 가져온 저금리는 실질경제에 좋은 영향을 미쳤음
- 우선 엔저에 의한 자동차와 전자부품 등 수출기업들을 중심으로 기업수익 개선이 계속되고 있음
- 다음으로 주가상승에 의한 일부 부유층의 소비와 저금리에 의한 주택투자로서, 소비세 증세의 악영향은 컸으나 도심의 맨션 등의 수요는 활발하고 지가회복경향도 계속되고 있음
- 또 고용 관련 지표의 개선으로서 실업율이 3%대로 저하되고, 임금도 2014년 봄부터 일부 기업을 중심으로 인상되기 시작하여 최근에는 임금인상 폭의 확대와 함께 임금인상을 실시하는 기업들이 많아지고 있음

### □ 향후 과제

- 이와 같이 일본은행의 양적·질적 금융완화가 일본경제의 기초 개선에 기여했음에도 불구하고 몇 가지 과제를 남겨놓고 있음
- 첫째, 일본은행이 스스로 최근 2년간을 총괄하여 정책의 틀이나 방법에 대하여 문제가 없었던가를 솔직하게 점검·공표하고, 아울러 앞으로 내용을 조정하는 것이 바람직함
- 구체적으로는 물가안정 목표에 대하여 2년 정도라는 문구를 삭제하고 중장기적으로 변경해야 함
- 세계적으로 보면, 중앙은행이 물가목표 수치를 제시하는 것은 일반적이라 하더라도 기한을 정하는 것은 이례적임
- 2년 전 도입 당시에는 일본이 심각한 디플레이션 상태에 있어 기한을 제시함으로써 정책효과를 높일 필요가 있었으나 현재는 그 필요성이 희박해지고 있음
- 둘째는, 유가하락효과의 일순 및 금년 봄 임금인상에도 불구하고 인플레이션 기대가 감소하게 되면, 본원통화의 증가 및 국채의 대량 구입이라는 종래의 틀에 구애되지 않고, 초과준비에 대한 이자조항의 철폐, 유럽에서 실시하는 마이너스 금리의 도입 등, 새로운 금융완화를 시도해야 함

- 국제시장의 유동성 문제와 완화효과의 관점에서 필요에 따라 새로운 방법을 선택하는 시기에 와있음
- 셋째는, 주가가 급등하여 자산 가격이 펀더멘털과 괴리를 보이는 등 과거 버블시의 양상을 보이는 경우 이에 대한 대응임
- 현재 주가는 기업수익의 증가에 따른 것이나, 이미 그 수준은 높고 나아가 상방으로 괴리할 가능성도 있음
- 주가버블에 대해서는, 규제 및 감독에 의해 금융기관의 건전성을 확보하고, 버블이 붕괴하더라도 경제 전체에 악영향을 미치지 않도록 하는 것이 기본이며, 금융정책의 예방적 대응도 필요함
- 엔화환율에 대해서도 마찬가지로, 과거 2년간 엔저는 일본경제에 전체적으로 플러스가 되었다고 평가할 수 있음
- 그러나 앞으로 달러당 120엔을 넘어 엔저가 진행되는 경우 수입기업과 가계에 미치는 마이너스 측면이 커질 것임
- 앞으로 일본은행에는 물가에만 구애받지 않은 유연한 자세가 요구됨

- 네 번째 과제는 금리가 상승하는 경우임
- 현재는 일본은행이 기간이 긴 국채를 구입함으로써 기본적으로 금리는 낮은 수준으로 억제되고 있음
- 그러나 국채의 신인도가 낮아져 금리가 상승하는 국면이 되면, 일본은행에 의한 국채 구입은 금융정책이라는 본래의 역할에서 이탈하여 재정파이낸스(재정적자 보전)에 급급하게 됨
- 그러한 사태를 방지하기 위해 정부에는 세출삭감에 의한 재정건전화 로드맵을 제시, 확실히 실행하는 것이 요구됨

- 어떤 과제보다도 일본은행으로서 최대 초점은 일본정부와의 거리 조정임
- 최근 2년간 일본은행은 아베 정권이 추진하는 디플레이션으로부터의 탈출이라는 틀에서 충실히 그 역할을 담당해왔음
- 그러나 앞으로 경제상황에 따라서는 위치조정이 필요해지는 국면이 있을 것임
- 일본정부와 중앙은행은 역사적으로 보면 대립과 협조 사이에서 항상 긴장관계에 있었던 바, 그러한 관계를 변화시킬 수 있는 것이 일본은행 총재의 역량임. 끝.