국가채무 엔저로 풀어라

* 이 자료는 데이빗 와인스타인(David Weinstein) 컬럼비아대학 교수가 일본경제신문 경제교실: 재정문제, 성장으로 해결가능, 엔저, 조만간 수출에 점화('14.12.29)에 기고한 내용을 요약, 정리한 것임

○ 일본정부의 순 채무수준은 사전 추계치를 하회

○ 성장이 회복되면 재정이 개선, 증세도 가능

○ 일본은행은 국내외 압력에 굴하지 않고 엔저 유지해야

□ 일본은 무엇이 문제인가?

○ 현재 일본의 상황으로 보아 증세는 찬성하기 어려움

- 일본경제는 1997년 재정지출에 의한 경기부양책의 효과가 나타나가 시작한 이후 소비세 인상으로 말미암아 심각한 경기후퇴에 빠진 바 있음

- 금년 4월 다시 소비세 증세를 실시한 결과, 회복이 채 안된 일본경제를 2분기 연속 마이너스 성장으로 몰고 감

- 2015년 10월 예정된 재 증세를 요구하는 목소리가 있었으나, 아베 총리가 소비세 인상을 2017년 4월로 연기

○ 이번 총선에서 집권 여당이 대승함에 따라 정치적 기반이 더욱 단단해졌음

○ 왜 일본에서는 증세가 경기침체를 가져오는가, 아베노믹스는 재정위기로부터 일본을 어떻게 구할 것인가 하는 의문은 여전히 해소되지 않고 있음

- 이런 질문에 답하기 위해서는 현재 일본이 무엇이 문제인가를 정확히 이해할 필요가 있음

□ 일본의 재정, 실태 이상으로 심각

○ 일본의 재정 상태는 심상치 않은 문제를 안고 있는 것처럼 보임

- 자금순환통계에 따르면, 일본의 정부채무 잔고 총액은 1,177조 엔으로 GDP의 약 243%에 상당

○ 그러나 이 수치는 문제의 실태를 이해하는데 2가지 점에서 적절치 않음

- 첫째는, 일본의 정부부문은 기 발행채권의 상당량을 보유하고 있기 때문에, 채무가 2중으로 계상되고 있음

· 기업을 평가할 때 자산총액에서 채무를 공제한 순자산을 보는 것처럼, 정부도 채무총액에서 자산을 공제한 순채무가 현재의 재정 상태를 나타내는 경제적으로 의미있는 수치라고 할 수 있음

- 둘째, 기업의 연결결산에는 자회사가 포함되어 있듯이, 정부의 연결결산에도 공적기업의 자산과 채무를 포함해야 함

· 일본정부의 밸런스시트를 연결베이스로 작성해보면, 금년 6월 시점에서는 순채무가 GDP대비 132%였음

○ 그럼에도 일본의 채무문제가 실태 이상으로 심각하다는 점을 보여주고 있음

- 아베노믹스의 첫 번째 화살인 금융정책은, 구로다 일본은행 총재가 이를 성공적으로 실행한 결과, 현재 일본은행은 기 발행채권의 상당량을 보유하고 있음

- 일본은행은 원리적으로는 국채를 영구 보유할 수 있기 때문에, 일본정부는 그 상황에 골머리를 앓을 필요가 없음

○ 일본은행을 일본정부의 밸런스시트에 포함시킬 경우 금년 6월 시점에서 순채무는 GDP대비 80%로 총액의 1/3 수준

- 일본정부는 채무를 커버하는 풍부한 자산을 가지고 있어, 위기가 발생하더라도 공식통계상의 총채무나 순채무의 응급조치가 필요한 것은 아님

□ 그러나 위기로부터 완전 자유롭지는 않은 일본의 재정

○ 그렇다고 하여 위기상황이 발생하지 않는 것은 아님

- 일본의 국채금리가 갑자기(현재 그리스의 국채금리수준에 가까운) 8%로 상승하는 경우 부족분을 보충하기 위해 대폭 증세를 해야만 함

□ 일본의 재정, 파탄에는 이르지 않아

○ 그러나 일본정부가 파탄상태에 이를 것이라고는 생각되지 않음

- 일본의 국채금리가 저수준을 유지하고 있는 것은 많은 나라들이 일본은 디폴트에는 이르지 않고, 또한 인플레이션에 의존하지 않아도 채무를 상환할 수 있다고 보고 있기 때문임
- 위기에 처한 경우 보다 현실적인 대응은 일종의 금융억압(금융기관에 일본국채를 할당)과 일부 공적기업의 불하, 증세, 세출삭감의 조합이 될 것임

○ 일본이 안고 있는 문제는 채무 잔고 수준은 아니고, 정부지출의 향후 방향임

○ 많은 사람들이 일본은 지속불가능한 차입금 증가의 길로 접어들었다고 주장해왔는데, 이 의견을 평가하는 방법으로서 지속가능한 예상채무 잔고에 비하여 실제 채무가 어느 정도 증가했는가를 볼 필요가 있음

○ 많은 경제학자들이 일본의 재정위기를 예상해왔으나, 크리스천 브로더(Christian Broda) 전 시카고대학 교수와 필자는 이 의견에 찬성하지 않음

- 필자들은 2004년 발표한「음울한 학문으로부터 밝은 뉴스, 일본의 재정정책과 그 지속가능성을 재평가」논문에서, 일본정부가 지속가능한 재정정책을 취할 경우에 순채무 잔고를 2015년 시점에서 GDP대비 84%로 계산
- 2014년 시점의 실적이 GDP대비 80%이기 때문에, 이 예상은 정확하다고 말할 수 있으며, 오히려 채무의 증가가 예상보다 둔화되고 있음

○ 당시 필자들은 일본의 재정위기를 진지하게 생각하고 있지 않고 있다고 호된 비판을 받았음

- 일본 재정의 합리적인 예상으로서는 채무가 증가하더라도 위기는 발생하지 않는 것이 맞음
- 채무가 예상만큼 증가하지 않았던 주된 원인은, 일본은 성장률도 낮았으나 금리도 낮았던 점에 있음
- 세수의 증가는 경제성장과 비례하기 때문에, 재정위기를 회피할 수 있는 것은 거액의 금리부담을 피할 수 있었기 때문임

○ 그러나 이 경우에도 시장이 갑자기, 일본의 국채에 높은 금리를 요구하면 상황은 달라지나 그 가능성은 희박함

- 일본의 성장은 재정 상태를 개선함과 동시에 증세를 용이하게 할 수 있기 때문에, 아베노믹스를 통한 성장회복이 무엇보다도 중요함

□ 구조개혁, 효과의 시기에 관계없이 추진해야

○ 아베노믹스가 가까운 장래 성장률을 끌어올릴 수 있을 것인가?

- 아베 총리가 추진하고 있는 여성의 승진기회 확대, 외국인 노동규제 완화, 무역자유화 추진 등은 장기적으로 소득상승효과를 기대할 수 있음

○ 이런 개혁이 결실을 맺으려면 수년 또는 수십 년 이후이나 그렇다고 구조개혁을 하지 않아도 되는 것은 아님
* 미국의 생산성향상 20%는 성별이나 인종에 의한 불편 등을 줄인데 기인

- 다만, 이해가 필요한 것은 이들 변화는 단기적으로는 효과를 감지하기 어렵다는 점임

○ 구조개혁은 단기적인 변화를 기대할 수 없고, 재정정책은 긴축이 계속된다고 한다면, 금융정책에 성장을 자극하는 효과가 있을지의 여부를 생각해야 하나, 필자는 이 점에 대해서 낙관적임

□ 엔저효과 참고 기다리면서, 엔저를 유지해야

○ 일본의 완화정책이 가져온 큰 영향의 하나는 엔저임

- 아베 총리가 구로다 일본은행 총재를 지명한 이후, 달러 당 80엔 미만이었던 엔화 환율을 달러 당 120엔 전후로 50엔 이상 엔저

- 불과 2년 사이에 금융정책에 의해 일본기업의 노동비용은 외국기업에 대하여 1/3 정도나 낮아짐

○ 역사적으로 대폭적인 통화가치 하락은 디플레이션에 종지부를 찍는 매우 효과적인 수단임

- 현재 남유럽국가들이 안고 있는 많은 문제들도 통화가치 하락을 통해서 해결될 수 있음

○ 일본의 수출은 아직 호황에까지 이른 것은 아니나, 그 한 원인은 동일본 대지진 이후 원전의 가동중단으로 에너지 가격이 대폭 상승, 모처럼의 엔저효과가 대부분 상쇄되었기 때문임

- 중요한 것은 조사에 따르면 환율변동의 절반만이라도 수출가격에 반영되려면 최소 3-5년 정도가 걸린다는 점임

- 기업들은 환율변동에 따른 가격조정을 당분간 하지 못하기 때문임

○ 구로다 일본은행 총재가 엔저를 유지, 긴축을 요구하는 국내외 압력에 굴하지 않는다면, 엔저는 조만간 수출을 촉진, 일본의 수출기업들에게 큰 혜택을 가져올 것임

- 그 결과, 일본은 성장궤도에 오르게 될 것이며, 그것이 바로 아베 총리로서 성공 가능성이 가장 높은 길일 될 것임. 끝.