

제 목 일본의 recession기 정책당국의 주요 대응사례 및 시사점

1. 일본 장기불황의 전개과정 및 주요 정책대응

- 일본경제는 1990년대 초반 버블붕괴를 시작으로 5차례의 경기변동을 겪는 과정에서 **저성장 및 디플레이션 경제**로 변화
 - 버블붕괴 외에 아시아 외환위기, 은행시스템 불안, 글로벌 금융위기, 유럽재정위기 등 대내외 충격이 누적되면서 장기불황으로 진행
 - 이에 따라 실질GDP성장률이 4%대에서 1% 미만으로 하락하였고, CPI상승률(신선식품 제외)은 2%대에서 0%대 ~ -1%대로 하락
- 일본정부는 구조개혁보다는 **공공사업 등을 중심으로 대규모 적자재정**을 집행
 - 일본은행은 6%이던 정책금리를 93.9월 1.75%로 인하한 데 이어 95.9월에는 0.5%로 실질적인 **제로금리 수준**으로 낮추었으며 2000년대 들어서는 **양적완화(QE), 양적·질적금융완화(QQE)**를 실시
 - 또한 정책당국은 엔화시세의 안정화를 위해 **외환시장에 개입**

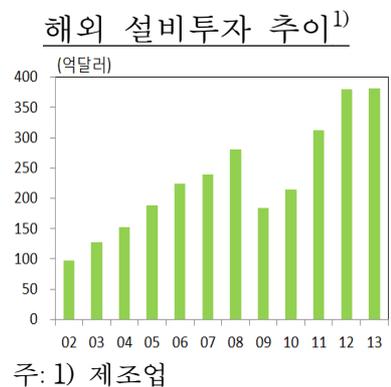
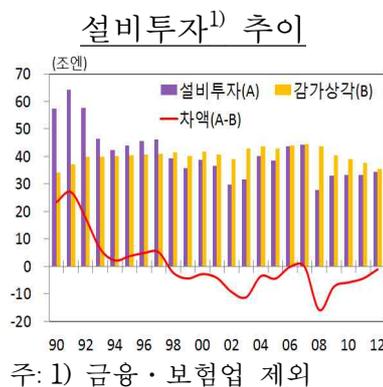
일본 장기불황의 전개과정 및 재정·금융정책

시기 ¹⁾	1990~96년 (91.1/4~93.4/4)	1996~00년 (97.2/4~99.1/4)	2000~07년 (00.4/4~02.1/4)	2007~11년 (08.1/4~09.1/4)	2011~14년 (12.2/4~4/4)
충격 요인	주식 및 부동산 버블 붕괴	아시아 외환위기, 일본은행 도산	글로벌 IT버블 붕괴	글로벌 금융위기	동북대지진, 유럽재정위기
경제 상황 ²⁾	GDP: 4.0% → 0.3% CPI: 3.1% → 1.0%	GDP: 3.9% → -2.6% CPI: 0.5% → -0.3%	GDP: 2.2% → -1.6% CPI: -0.2% → -0.9%	GDP: 1.6% → -9.4% CPI: 0.4% → -0.9%	GDP: 3.2% → -0.3% CPI: 0.1% → -0.2%
재정 정책	66조엔 경제대책 (6회)	70조엔 경제대책 (4회)	10조엔 경제대책(3회), 금융구조조정	187조엔 경제·금융 대책(7회)	64조엔 규모의 경제대책(4회)
금융 정책	정책금리: 6% → 1.75%(5회), 95년중 0.5% 인하(2회)	정책금리: 0.5% → 0.15%(2회)	제로금리 및 양적완화(당좌예금 잔액 목표)	제로금리 및 자산 매입기금도입 등 포괄적 금융완화	국채매입 확대 등 양적·질적완화
외환 시장 개입 ³⁾	91~92년 매수개입 0.8조엔, 93~96년 매도개입 11.2조엔	97~98년 매수개입 4.1조엔, 99~00년 매도개입 9.2조엔	01~04년 매도개입 42.2조엔	10~11년 매도개입 16.4조엔	-

주: 1) ()내는 경기후퇴기 2) 경기후퇴기 진입전 연간실적 → 경기후퇴기중 최저 연간실적
 3) 매수개입은 엔화매수/달러매도, 매도개입은 엔화매도/달러매수를 의미

2. 부문별 주요 구조변화

- (정부부문) 세입증가가 제한된 가운데 대규모 공공투자 집행, 인구구조 변화로 인한 사회보장비 증가로 **정부채무 급증**(금년 10월말: GDP의 216%)
 - 공공투자의 승수효과가 하락(1998년 1.31 → 2011년 1.14)하고 최근 예산대비 집행률도 크게 낮아지면서 **재정투입을 통한 성장경인**이 어려워짐
- (기업부문) 과잉 설비·고용·채무가 주요 문제점으로 대두됨에 따라 기업들이 디레버리징 과정에서 **설비투자를 감축**하여 **1998년부터는 감가상각 수준**에도 미치지 못함
 - 반면 내수부진 타개, 엔화강세 등에 대응하기 위해 해외영업을 강화하여 제조업의 **해외생산비중**(2002년 26% → 2013년 35%) 및 **해외설비투자규모**(97억달러 → 381억달러)는 꾸준히 증가



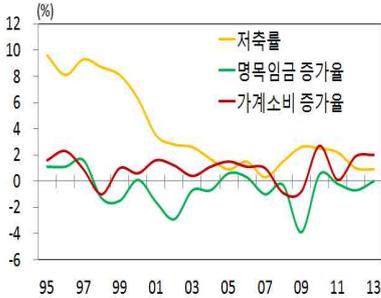
- (가계부문) 가계소득(피용자보수) 정체에도 일정수준의 민간소비가 이루어지면서 **저축률이 최근 2% 내외** 수준까지 하락
 - 1,200조엔을 상회하는 금융자산(가계부채 제외)의 **80% 이상을 고령층이 소유**하는 등 세대간 부의 격차가 존재
- (금융부문) 은행의 **총대출잔액이 2000년 수준을 하회**하는 등 금융중개 기능이 저하되는 모습. 다만 **해외대출은 꾸준히 증가**
 - 한편 장기간의 금융완화 상태가 지속되는 가운데 QQE 시행 이후 **일본의 금융완화 정도**가 주요 선진국에 비해 더욱 **확대***되는 추세

* GDP대비 중앙은행 자산규모(2014.9월말): 일본 56.1%, 미국 25.7%, ECB 20.9%

□ (대외부문) 경상수지는 흑자기조를 유지하고 있으나 흑자폭 크게 축소

- 소득수지 흑자가 확대되고 있지만 2011년 이후 무역적자 구조가 고착화되고 있는 데 주로 기인

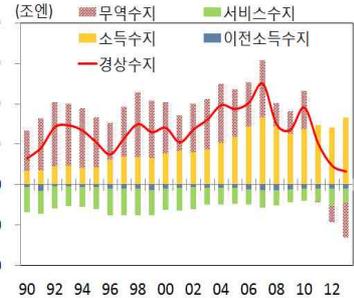
가계의 소비·입금·저축률



은행 대출액 및 예대율



일본 경상수지 추이



3. 평가 및 시사점

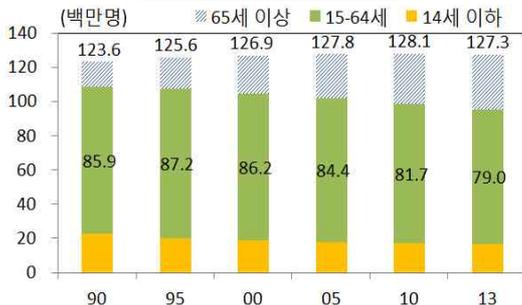
① 경제사회적 구조변화의 영향에 대한 면밀한 분석

- 일본 정책당국은 경기후퇴시마다 단기처방을 우선하고 장기 구조개혁을 미루는 행태를 보임에 따라 불황이 장기화·심화되는 결과를 초래
→ 중장기적인 관점에서 경제사회적 구조변화의 영향을 종합적이고 면밀히 분석하고 대응해 나가는 것이 매우 중요

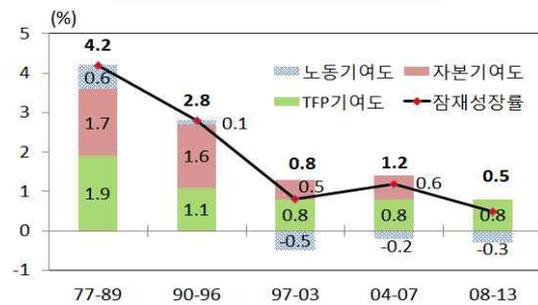
② 기업의 성장동력 확충

- 재정 및 금융정책을 완화적으로 운용함에도 불구하고 일본의 성장잠재력은 하락세 지속
→ 법인세 인하 및 기업지배구조 개선 등 민간 주도 성장전략이 착실히 실행될 수 있도록 노력하는 한편 여성·고령층의 경제활동 참여 확대, 이민정책 등 외국인인력 활용 제고방안 등을 강구

일본의 인구 추이



일본의 잠재성장률 추이



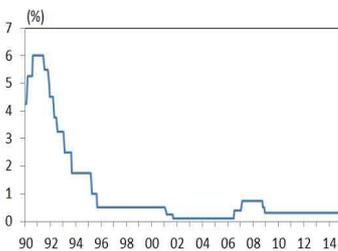
③ 재정·금융정책 수행을 위한 여력 확보

- 정부부채가 **과다**한 가운데 **정책금리가 장기간 제로수준**에 머물고 있어 정책의 유연성이 떨어지고 정책효과도 저하
 - 최악의 경기위축 가능성에 대비하면서 필요시 정책효과를 높이기 위해서는 **재정 및 금융정책의 수단**을 일정부분 확보해 둘 필요

④ 가계부문의 활력 회복

- **금융자산 및 소득의 세대간 격차** 확대로 젊은층의 경제적 여건이 불리해지고 있는 가운데 이들의 결혼 및 해외유학도 감소추세
 - **생산성·임금간 연계**를 강화하는 방향으로 임금체계를 개편하는 한편 젊은층이 보다 양질의 노동기회에 수혜할 수 있도록 **고용제도 개혁**

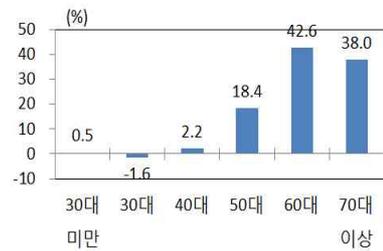
일본은행 기준금리 추이



일본은행 당좌예금 규모 추이



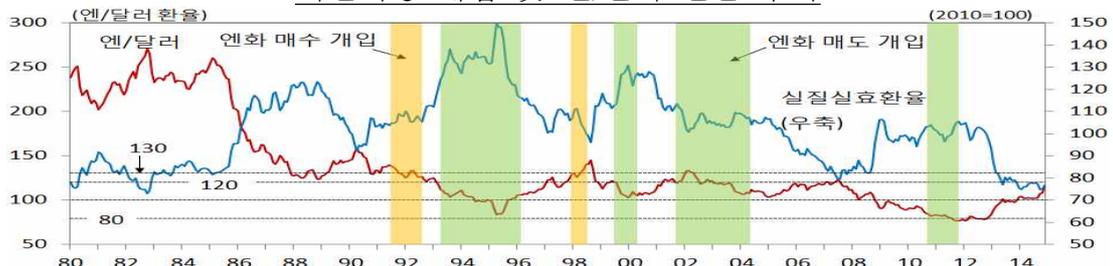
연령대별 순금융자산 보유비중



⑤ 엔화시세의 상당폭 저평가

- 일본은행의 QQE 추가 확대 등으로 엔화약세가 가파르게 진행되면서 **실질 실효환율(2010=100)이 1980년 이래 가장 낮은 75**를 기록
 - 과거 엔화약세기 당국의 엔화매수 개입수준(실질실효 105)을 크게 하회하고 있는 가운데 명목환율이 7년만의 최고치인 120엔*대에 이르면 따라 중소기업 및 가계를 중심으로 실적 악화, 실질소득 감소 등 부작용에 대한 우려 확산
 - * 기업 CEO(100명) 대상 적정환율에 대한 설문조사 결과 **100~110엔 40.9%**, **110~120엔 21.8%**, **120엔 이상 2.0%**로 나타남(일본경제신문 12.8일)
 - 이러한 상황을 감안할 때 향후 엔화 변동성이 확대될 가능성도 배제할 수 없음

외환시장 개입 및 엔/달러 환율 추이



I. 조사 배경

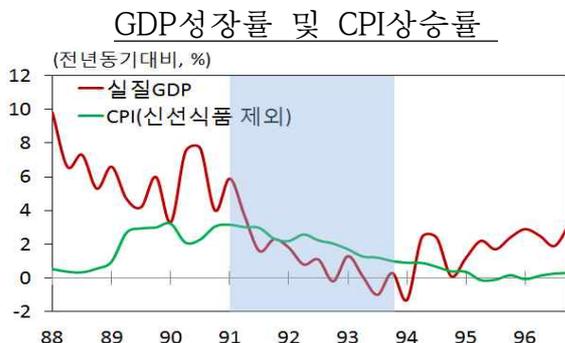
- 일본은 1990년대 중반부터 물가상승률이 0%대로 떨어지거나 마이너스를 보인 디플레이션 상황을 겪은 가운데 5차례의 경기후퇴기를 경험
 - 이러한 **경기침체 및 디플레이션 상태**에서 벗어나기 위해 일본정부 및 일본은행은 수차례에 걸쳐 공공사업 확대 및 금융완화를 추진
 - 특히 일본은행은 제로금리정책은 물론 양적완화, 양적·질적 금융완화 등 중앙은행 역사상 유례가 없던 방안을 강구
- 1990년대 이후 일본경제 전개과정에서 일본 **정책당국의 대응내용** 및 이에 따른 **부문별 구조변화**를 살펴봄으로써 우리나라에의 시사점을 도출해 보고자 함

II. 장기 불황의 전개 과정 및 주요 정책대응

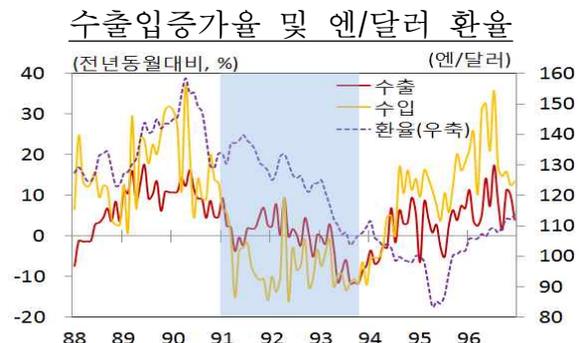
1. 1990~96년

(경기후퇴기의 경제상황)

- 1980년대말 급등세를 보였던 주가 및 부동산가격이 90년을 전후로 하락하기 시작하면서 일본경기도 1991~93년중 급속히 위축
 - GDP성장률이 종전의 6% 내외에서 1% 미만으로 급락하였으며, CPI(신선식품 제외)상승률도 3%대에서 1% 내외로 하락
- 엔/달러 환율은 미·일간 금리차 축소, 일본 경상수지 흑자 지속 등으로 1990년의 158.5엔(4월)에서 1995년 83.5엔(5월)으로 절반 가까이 절상
 - 이를 반영하여 수출증가세가 크게 둔화되었지만 수입 감소가 동반됨에 따라 무역흑자는 지속(경상수지는 92~94년중 연평균 +14조엔)



주: 음영부분은 경기후퇴기(이하 같음)
자료: 내각부



자료: 경제산업성, 일본은행

(정책대응)

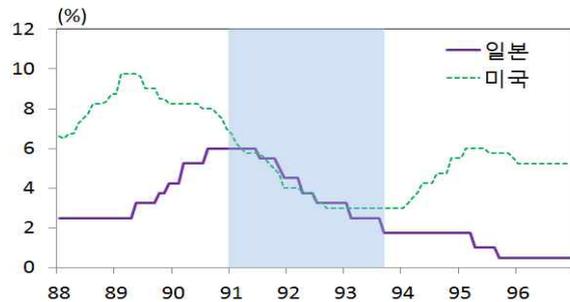
- 1992년 들어 일본정부는 91.2/4분기부터 경기가 후퇴하고 있다고 진단하고 95년까지 총 6차례, 66조엔 규모의 재정확대를 실시
 - 92.8월의 10.7조엔(GDP대비 2.2%)을 시작으로 93년 두 차례, 94년 한 차례, 95년 두 차례 실시
- 일본은행은 경기위축이 가시화되자 91년 하반기부터 완화적 통화정책 실시
 - 91.7월 정책금리(재할인율)를 6.0%에서 5.5%로 인하하였고, 이어 단계적으로 인하하여 93.9월에는 1.75%(총 5회)로 낮춤
 - 또한 95.4월에는 1.75% → 1.0%로, 9월에는 1.0% → 0.5%로 더욱 인하

재정정책의 주요 내용

시기	규모 ¹⁾	주요 내용
92.8	10.7 (2.2)	공공사업 5조엔
93.4	13.2 (2.7)	공공사업 5.3조엔
9	6.2 (1.3)	공공사업 1.5조엔
94.2	15.3 (3.1)	공공사업 4.2조엔 소득세 감면 6조엔
95.4	7.0 (1.4)	고베대지진 복구 5조엔
9	14.2 (2.8)	공공사업 4.6조엔

주: 1) 조엔 기준, ()내는 GDP대비 비중(%)
자료: 내각부

일본은행 재할인율 추이



자료: 일본은행, Bloomberg

- 한편 일본정부는 1993.4월~96.2월까지 엔화강세에 대응하여 모두 11.2조엔에 이르는 엔화매도(달러매입) 시장개입을 실시*

* 다만 1991~92년중에는 엔화매입/달러매도의 시장개입 실시(1991년 4회 702억엔, 1992년 23회 7,169억엔). 한편 Fed도 엔화매입에 협조개입(1991~92년중 1.4억달러, 4회)

- 120엔대를 상회하던 엔/달러 환율이 1993.3월 이후 110엔대로, 95.4월에는 80엔대 초반으로 떨어지자 모두 162차례에 걸쳐 엔화매도 개입
 - 특히 1994~95년중에는 미 연준이 엔화매도(달러매수)의 협조개입 실시 (1994.4.29.~95.8.15일중 총 13회, 59.1억달러)

— 1996.2월 시장개입 종료후 엔/달러 환율은 110엔대 내외로 상승

엔화강세기 시장개입 규모 및 환율

	(조엔, 엔/달러)			
	1993 (4~9월)	1994 (2~11월)	1995 (2~9월)	1996 (2월)
개입금액 (횟수)	2.55 (49)	2.06 (55)	4.96 (43)	1.60 (5)
개입시점	114.1	102.1	98.7	104.9
개입종료	104.3	97.4	100.1	104.0
최고치 ¹⁾	126.1	113.1	104.3	115.9
최저치 ¹⁾	101.0	96.5	81.3	103.5

주: 1) 연중 기준

엔/달러 환율 추이



자료: 재무성, 일본은행

(정책효과 및 평가)

- 일본경제는 확장적인 재정 및 금융정책 시행 이후 민간소비 및 설비투자가 늘면서 1990년대 중반에는 **2%대의 성장률** 회복
- CPI상승률이 0%대 전반에서 안정되었고, 경상수지도 상당폭 흑자 유지

1990년대 중반 일본의 주요경제지표 추이

	(% , 조엔)						
	실질GDP	민간소비	설비투자	정부소비	공공투자	CPI	경상수지
1993	-0.5	1.4	-12.9	3.3	9.1	1.1	14.2
94	1.5	2.1	-1.9	3.5	-1.6	0.6	12.4
95	2.3	2.2	3.1	3.9	7.5	0.0	9.5
96	2.9	2.7	5.7	1.7	-2.9	0.3	7.3

- 대규모의 재정투입 결과 1990년 균형수준을 이루던 재정수지(GDP대비 비중)가 **1995년 -6.9%**를 기록하는 등 **적자로** 전환

- 이러한 재정정책과 관련하여 FRB는 당시 일본의 비교적 높은 재정승수 효과, 민간의 급속한 투자 위축 등의 상황을 고려할 때 **보다 확장적 재정정책이 필요**했다고 지적(FRB, 2002년)

— 또한 일본내에서도 1990년대 중반 추가예산을 통해 공공투자를 늘리면 익년도에는 관련 투자를 감축하는 방식으로 예산을 편성함으로써 실제로 공공투자 확대가 제한적^{*}이었다는 의견(宮崎勇, 2005)

* 공공투자(명목) 증가율: 92년도 17.7% → 93년도 8.1% → **94년도 -2.2%** → 95년도 7.2% → **96년도 -3.3%**

- 반면 일본정부는 이를 재정정책의 오류라기보다는 당시 경제상황이 건설업 중심의 **설비·인력 조정**을 시급히 진행중이어서 **공공투자 증가가 민간 설비투자 확대로 이어지지 못하였다**고 평가(내각부, 2011)

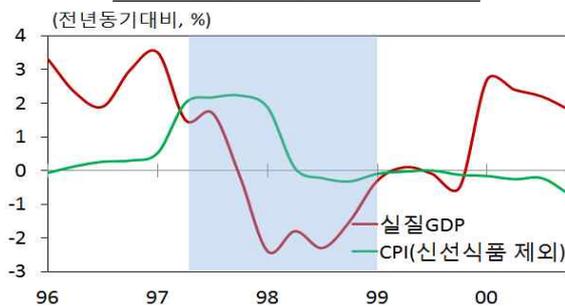
- 일본은행도 경기둔화 억제를 위해 금융완화를 지속함에 따라 재할인율이 당시 최저인 **1.75% 수준**을 상당기간(93.9~95.5월) 유지
 - 이와 관련 FRB는 당시 금리가 낮은 수준이었지만 낮은 물가상승률, 마이너스 생산갭, 엔화강세에 따른 금융정책 파급효과 반감 등을 감안할 때 **더욱 과감한 금리인하가 필요**했다는 의견(FRB, 2002년)
 - 또한 구로다 히토츠바시대 교수(현 일본은행 총재)는 재정정책은 특성상 신속한 결정·집행이 어려운 데 비해 신축적인 결정·집행이 가능한 **금융정책이 경기후행적 행태**를 보였다고 비판(구로다, 2005)
 - 이에 대해 일본은행 등은 1.75%의 금리는 역대 최저 수준이고 **자산가격 급등이 재연될** 우려가 있었으며 **실물경기도 94년 이후 회복세**를 보였던 점 등을 근거로 반론

2. 1996~2000년

(경기후퇴기의 경제상황)

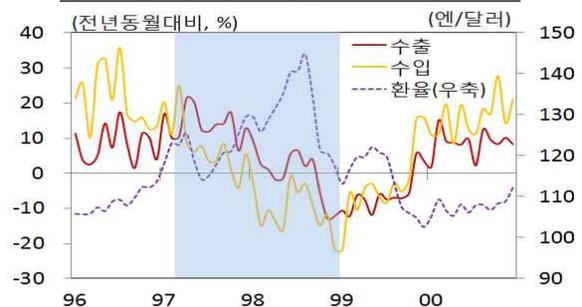
- 90년대 중반 이후 회복세를 보이던 일본경제는 1997년 아시아 외환위기의 여파 등으로 99년초까지 부진 지속
 - 1996년 3%에 이르렀던 GDP성장률이 마이너스로 전락하였으며, CPI상승률(신선식품 제외)도 1~2%*대에서 0% 내외로 하락
 - * 1997.4월 소비세율 인상(3% → 5%)으로 1997.2/4~98.1/4분기중 2% 상승률을 기록하였으나 동 효과를 제외할 경우 0.7% 정도임
 - 한편 엔/달러 환율은 110~120엔대를 유지하는 등 대체로 엔화약세 기조가 지속되었으나 수출은 98~99년중 크게 부진*
 - * 경상수지는 소득수지의 큰폭 흑자(6조엔) 속에 무역수지 흑자도 이어지면서 1996~2000년중 매년 7.5~15.0조엔의 흑자 기록

GDP성장률 및 CPI상승률



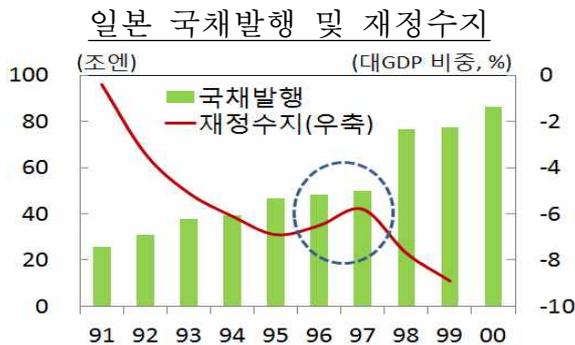
자료: 내각부

수출입 증가율 및 엔/달러 환율

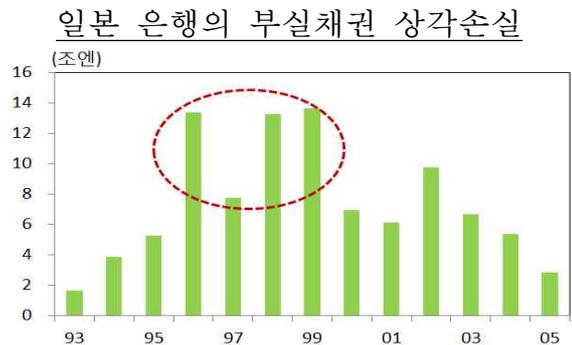


자료: 경제산업성, 일본은행

- 1990년대 후반의 경기후퇴는 **아시아 금융위기**라는 해외요인 외에 **재정건전화정책 및 일본 금융시스템 위기** 등 국내요인도 복합적으로 작용
 - 1994~96년중 성장경로를 회복한 것으로 본 일본정부는 1996~97년중 공공투자 감축 및 소비세 인상 등을 시행하여 재정수지의 개선 도모
 - 또한 1996년 대규모 부실채권 상각손실이 은행권에서 발생하는 등 버블 붕괴의 영향이 1990년대 후반기 들어 금융시스템에 표면화



자료: 내각부



자료: 금융청

(정책대응)

- 일본정부는 경기부진이 심화 조짐을 보이자 재정건전화정책의 추진을 중단하고 대신 **1998~2000년중 4차례, 총 70조엔**의 대규모 경제대책을 추진
 - 1998년중 두 차례에 걸쳐 40.6조엔(GDP의 8%)의 부양책을 실시하였으며 그 이후에도 연 1회의 빈도로 대규모 재정을 집행
 - 일본은행은 정책금리 인하를 통해 **제로금리정책**을 실시
 - 98.9월 무담보 콜금리 목표를 재할인율수준(0.5%)에서 0.25% 내외로 낮추었고, 99.2월에는 0.15% 이하로 더욱 인하하여 제로금리정책을 실시
 - 이러한 제로금리정책은 2000.8월 콜금리 목표를 0.25%로 인상할 때까지 유지
 - 이 외에도 98.11월에는 매입대상 CP의 기간확대(3개월 → 12개월), 임시대출제도 도입*, 적격담보대상에 회사채 편입 등의 조치를 시행
- * 은행의 기업대출 순증가분중 50%를 일본은행이 무담보 콜금리로 은행에 여신 지원

재정정책의 주요 내용

시기	규모 ¹⁾	주요 내용
98. 4	16.7 (3.3)	공공사업 7.7조엔 소득세 감면 4조엔
11	23.9 (4.7)	공공사업 8.1조엔 소득·법인세 감면 6조엔
99.11	18.1 (3.6)	공공사업 6.8조엔 중소기업금융 7.4조엔
00.10	11.0 (2.2)	공공사업 4.7조엔 중소기업금융 4.5조엔

주: 1) 조엔 기준, ()내는 GDP대비 비중(%)
자료: 내각부

일본은행의 정책금리 추이



자료: 일본은행

- 한편 일본정부는 1997~98년중에는 엔화약세에 대응하여, 1999~2000년 중에는 엔화강세에 대응하여 각각 외환시장에 개입
 - 아시아 외환위기로 1997.12월 및 1998.4~6월중 엔/달러 환율이 130엔을 넘어서자 모두 6차례에 걸쳐 4조엔 규모의 엔화매입 개입을 실시
 - 1998.6.15일 미 연준은 한차례 8.3억달러 상당의 달러매도/엔화매수 개입
 - 한편 99년 들어 엔화가 강세로 전환됨에 따라 1999.6월부터 10여개월간 8.5조엔 규모로 엔화매도 개입을 실시
- 이후 엔/달러 환율은 110엔대 내외에서 안정

외환시장개입 규모 및 환율

	1997 (12월)	1998 (4~6월)	1999 (1월)	1999~00 (6월~4월)
개입금액 (회수)	1.06 (3)	3.05 (3)	0.66 (1)	8.50 (15)
개입시점	131.2	133.0	109.0	119.3
개입종료	127.6	142.1	112.3	104.8
최고치 ¹⁾	131.6	147.3	124.5	114.8
최저치 ¹⁾	111.3	113.6	101.7	101.9

주: 1) 연중 기준 99~00년은 00년 기준

엔/달러 환율 추이



자료: 재무성, 일본은행

(정책효과 및 평가)

- 일본경기는 1999년부터 설비투자가 회복되면서 완만한 회복세로 반전
 - 그러나 소비자물가(신선식품 제외) 상승률은 1998년 들어 처음 마이너스를 기록한 이후 2004년도까지 마이너스 상태 지속

1990년대 후반 일본의 주요경제지표 추이

	실질GDP	민간소비	설비투자	정부소비	공공투자	CPI	경상수지
1997	0.1	-1.0	5.5	0.6	-7.1	0.7	13.2
1998	-1.5	0.5	-7.8	2.0	1.9	-0.2	14.3
1999	0.5	1.2	0.5	3.8	-3.2	-0.1	13.6
2000	2.0	0.3	4.8	4.8	-6.1	-0.4	13.6

(%, 조엔)

- 일본은행이 **제로금리정책 도입을 통해 경기회복에 기여**했다는 점에 대해서는 긍정적 평가가 우세
 - 하야미 일본은행 총재는 디플레이션 가능성을 반박하면서 당시의 물가 하락현상을 IT 및 유통혁명에 의한 가격파괴, 1998년 이후의 엔화강세에 따른 수입가격 하락 등 **‘좋은 디플레이션’(good deflation)**으로 인식
 - 또한 **‘강한 엔화’**가 일본경제에 유익하다는 소신도 낮은 물가상승률이 갖는 의미를 과소평가했을 가능성
 - * 일본은행은 동 내용의 보고서(物價の安定についての考え方)를 2000.3월 금융정책결정 회의에서 채택한 바 있으며, 하야미 총재는 물가하락이 디플레이션의 악순환으로 이어질 가능성은 작다고 평가(2000.12.22. 경제클럽 강연)
 - 이러한 일본은행의 인식이 2000.8월의 제로금리정책 종료 결정으로 이어졌다는 평가(내각부 경제사회연구소, 2011)
- 한편 금융시스템 불안은 진정시키기에 충분한 만큼의 공적자금 투입이 지체되면서 금융불안이 장기화된 점, 재정집행 확대로 단기간에 정부부채가 급증한 점 등은 이후 일본경제의 부담요인으로 작용
 - 자산가격 피크 시기에서 공적자금의 투입시까지의 **소요기간이 8년***에 달해 미국(0년), 북유럽(3~4년)에 비해 매우 지체(1999년도 경제재정백서)
 - 일본의 부실채권정리는 1998.2월 금융안정화법 제정을 계기로 본격화되었으며 1998.3월 1.8조엔을 시작으로 2002년까지 총 **8.6조엔의 공적자금**(32개 금융기관)이 투입
 - 또한 금융부문에 대한 공적자금 투입과 공공사업 등 대규모 적자재정 시행으로 **GDP대비 정부부채 비율**이 1997.3월말의 75.7%에서 **2000.3월 말 105.4%**로 급등

3. 2000~2007년

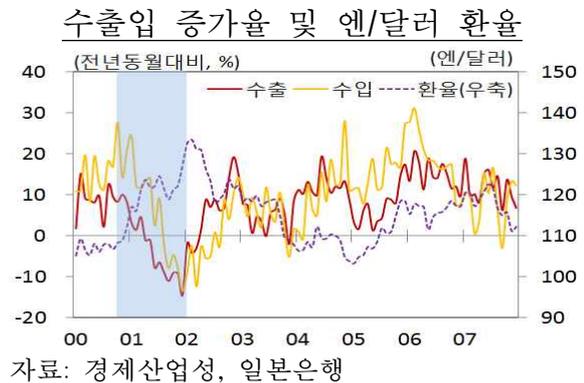
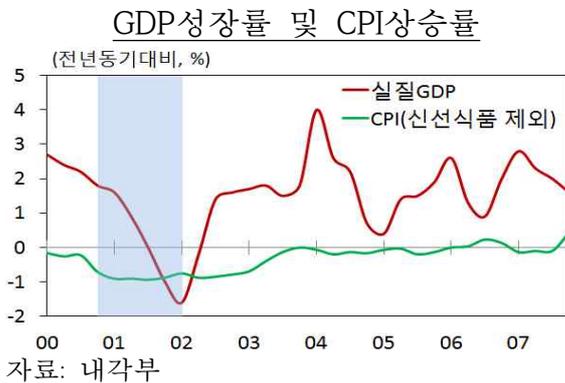
(경기후퇴기의 경제상황)

□ 일본경제는 2000년을 전후한 세계적인 IT투자확대(닷컴버블)로 일시 회복되다가 2000년 하반기 이후 후퇴기를 맞으며 더블딥 상황에 직면

○ 미 IT버블 붕괴 등으로 GDP성장률이 2002.1/4분기중 -1.6%까지 감소
 — CPI상승률(신선식품 제외)은 -0.2%에서 -0.9%로 마이너스폭 확대

○ 수출은 2001.2/4분기부터 감소로 돌아서 연말에는 감소폭이 더욱 확대*

* 다만 경상수지 흑자폭은 2000~2002년중 매년 11~14조엔을 기록



(정책대응)

□ 일본정부*는 2001~02년중 모두 3회, 총 10조엔 규모의 경제대책을 추진하였으나 이전의 재정규모에 비해서는 작은 수준

* 2001.3.16일 당시 아소 경제·재정상은 일본경제가 **완만한 디플레상태**에 있다고 언급

○ 2000년대 초반 사회보장비용 지출 증대 등 경상적 지출 확대로 정부채무가 급증함에 따라 **적극적인 재정정책 집행이 어려운 상황***

* ODA규모를 2000년 1.46조엔에서 2004년 0.96조엔으로 삭감하는 등 건전화 노력

○ 공적자금 투입확대(2000.5월, 60조엔→70조엔), 금융청 설립(2001.5월)을 계기로 금융기관 구조조정이 본격화된 점도 경기부양을 위한 재정집행을 제약

일본 중앙정부의 채무 추이

		(GDP대비 비중, %)							
1995	2000	01	02	03	04	05	06	07	
64.7	105.4	121.0	134.3	140.1	155.5	163.7	163.9	165.5	

- 일본은행은 경기회복 둔화 및 물가하락 재연이 우려됨에 따라 **양적완화 정책(QE, quantitative easing)**을 도입하는 등 금융완화를 확대
 - 2001.2월 금융정책 운용목표를 콜금리에서 **일본 당좌예금잔액**으로 변경하여 목표를 5조엔으로 설정한 후 06.3월까지 5년간 **양적완화** 실시

일본은행의 당좌예금잔액 목표

							(조엔)
2001.3	8	12	2002.10	2003.4	5	10	2004.1
5	6	10~15	15~20	17~22 22~27	27~30	27~32	30~35

- 3월에는 무담보 콜금리를 제로수준까지 인하*하는 등 **제로금리정책**을 재도입*
 - 이러한 제로금리정책은 2006.6월까지 유지되었으며 이후 두 차례 인상(2006.7월 0.25%, 2007.2월 0.5%)
 - * 2000.8월 제로금리 해제시 정부는 제로금리 유지가 필요하다는 견해를 제시하고 금융정책 결정회의 연기를 요구하였으나, 동 회의는 이를 표결로 부결하고 예정대로 회의를 진행하여 0.25% 인상을 결정한 바 있음. 6개월 후 다시 제로금리를 실시하게 되자 당시 하야미 마사루(速水 優, 1998.3~2003.3) 총재의 사임 가능성이 언론에서 제기
- 2002.11~04.9월중 금융시스템 안정을 위해 금융기관 보유 주식을 매수하기로 결정(기간중 총 매입규모 : 2조 180억엔)

재정정책의 주요 내용

시기	규모 ¹⁾	주요 내용
01.10	1.0 (0.2)	고용대책 0.6조엔 중소기업금융 0.3조엔
12	4.1 (0.8)	공공사업 2.5조엔 저출산고령화대책 0.7조엔
02.12	4.4 (0.9)	공공사업 2.6조엔 사회안전망 구축 1.8조엔

주: 1) 조엔, () 내는 GDP대비 비중(%)
자료: 내각부

일본은행의 정책금리 등 추이



자료: 일본은행

- 2006년 이후에는 **중장기적인 물가상승률 수준**을 직접 언급하며 물가 상승을 유도*
 - * (2006.3월) 중장기적 물가상승률 수준으로 0~2% 제시, (09.12월) 물가하락을 용인하지 않는 가운데 1% 정도의 물가상승 고려, (12.2월) 중장기 물가목표를 1%로 설정, (2013.1월) 2%의 물가안정 목표제 도입 등

- 한편 일본정부는 2001~04년중 엔화강세에 대응하여 시장개입에 나섰는데 특히 **2003~04년중 35조엔(128회)**에 달하는 사상최대 규모의 **엔화매도 개입**을 실시

- 개입 종료 후 100엔대 초반으로 떨어지기도 하였으나 2005년 중반 이후 110엔대로 반등

외환시장개입 규모 및 환율

(조엔, 엔/달러)

	2001 (9월)	2002 (5~6월)	2003~04 (1~익년 3월)
개입금액 (횟수)	3.15 (7)	3.99 (8)	35.06 (128)
개입시점	118.4	125.2	118.2
개입종료	118.8	118.4	109.4
최고치 ¹⁾	131.5	134.7	121.4
최저치 ¹⁾	114.3	115.7	102.4

주: 1) 연중 기준

엔/달러 환율 추이



(정책 효과 및 평가)

- 일본경기는 세계경기 회복 및 일본의 환율안정화정책 등에 힘입어 **수출 및 설비투자**를 중심으로 1% 후반대의 성장률을 기록
- CPI상승률(신선식품 제외)은 2005.2/4분기부터 플러스로 전환되어 0%대의 증가율 유지

2000년대 중반 일본의 주요경제지표 추이

(% , 조엔)

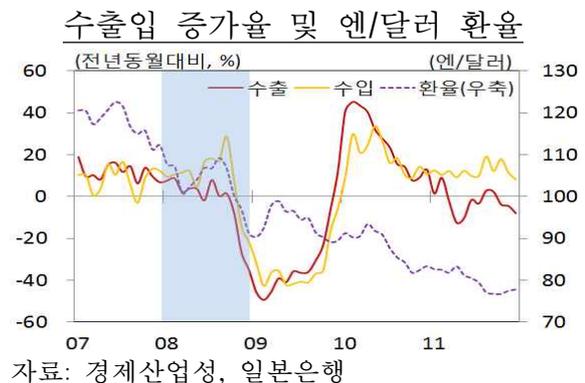
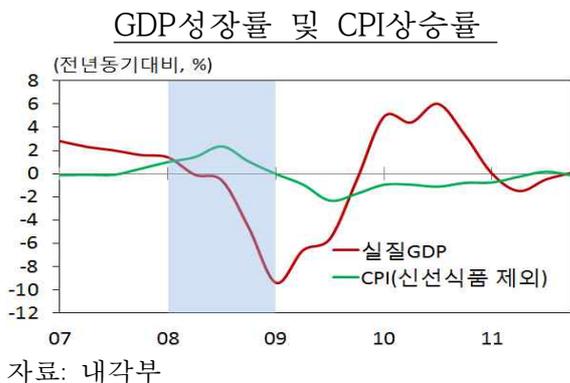
	실질GDP	민간소비	설비투자	정부소비	공공투자	CPI	경상수지
2003	2.3	0.8	5.1	2.1	-5.1	-0.2	17.8
2004	1.5	0.8	4.5	2.1	-7.3	-0.2	19.2
2005	1.9	1.9	4.4	1.2	-10.9	0.1	19.4
2006	1.8	0.8	5.9	0.4	-6.7	0.1	21.9
2007	1.8	0.8	3.0	0.4	-7.3	0.3	24.3

- 일본정부는 정부지출의 확대를 억제하고 우정민영화 등 중기재정건전화 계획을 수립·집행하는 등 **재정건전성 제고**에 기여
- 일본은행이 **제로금리정책 및 양적완화정책, 금융시스템 안정화 조치** 등을 취하였고 이에 따라 금융중개기능이 개선되면서 실물경기 회복 및 물가상승 유도에 기여했다는 평가가 우세
- 다만 일부에서는 2002.2월 양적완화 도입시 당좌예금잔액목표가 5조엔으로 당시 평잔수준(4.5조엔)에 그친 점, 9개월이나 경과후 배로 확대한 점 등으로 인해 정책효과가 지체되었을 가능성을 제기(구로다, 2005)

4. 2008~2011년

(경기후퇴기의 경제상황)

- 2008년 글로벌 금융위기가 발생하면서 일본경제는 2008~09년중 큰 폭 하락하고 소비자물가도 다시 마이너스로 전환
 - 실질GDP가 09.1/4분기중 전년동기대비 9.4% 감소하고, CPI(신선식품 제외)는 동년 3/4분기중 2.3% 하락하는 등 2013.4월까지 기초적으로 하락
 - 금융위기 직전 120엔 내외를 유지하던 엔/달러 환율이 안전자산 선호경향 증대로 2011년 하반기에는 70엔대 중반으로 떨어져 엔화강세가 재연
 - 수출은 엔화강세 및 해외수요 급감 등으로 대폭 감소하였으며 이후 본격적인 회복이 지연
- * 경상수지 흑자규모는 2007년중 사상최대인 24.9조엔 흑자를 기록하였으며 이후 다소 줄어들면서 2010년에는 19.1조엔으로 축소



(정책대응)

- 일본정부는 2008~09년중 집중적으로 대규모 경제대책을 실행
 - 금융위기가 심화되던 2009년 상반기까지 중소기업 지원, 금융기관 자본참여, 자본시장 지원 등 금융중개 기능을 유지하기 위한 대책에 주력하며 **156조엔 규모**의 정책을 집행
- 일본은행은 **2008~09년중 금리인하** 등 금융시장안정화 대책을 추진하였으며 2010.10월부터 포괄적 금융완화정책을 시행
 - 무담보 콜금리 목표를 2008.10월 0.3%(0.2% 내외 유도), 12월 0.2%(0.1% 내외 유도)로 인하

- 또한 초과기준에 부리(0.1%)하는 보완당좌예금제 도입(08.11월), 장기국채 매입 확대(08.12 및 09.3월, 월 1.2조엔 → 1.4조엔 → 1.8조엔), 금융기관 보유주식 매입 재개(09.2~10.1월 3,878억엔), 신규담보대출 도입(09.12월, 총액 10조엔) 등
- 2010.10월에는 **무담보 콜금리를 0~0.1%**로 내려 제로금리정책으로 복귀함과 동시에 35조엔 규모의 **자산매입기금**을 창설하는 **포괄적 금융완화**를 도입
- 2011.2월에는 **중장기적인 물가안정의 목표(goal)**를 **CPI상승률 2%**로 하되 당분간은 1%를 지향할 것이라 하면서 금융완화 확대 방침을 표명

재정정책의 주요 내용

시기	규모 ¹⁾	주요 내용
08. 8	11.5(2.3)	중소기업 9.1조엔
10	26.9(5.5)	금융대책 21.9조엔
12	37(7.6)	금융대책 33조엔
09. 4	56.8(12.0)	금융대책 41.8조엔
12	24.2(5.1)	경기대책 18.6조엔
10. 9	9.8(2.0)	소비진작 8.1조엔
10	21.1(4.4)	지역활성화 17.8조엔

주: 1) 조엔, () 내는 GDP대비 비중(%)
자료: 내각부

일본은행의 정책금리 등 추이



자료: 일본은행

□ 일본정부는 글로벌 금융위기 이후 엔화가 강세로 전환되자 2010~11년 중 엔화매각 시장개입을 실시

- 미국의 저금리정책 장기화 및 향후 QE2 실시 관측 등으로 엔/달러 환율이 **2010.9월 82엔대**로 대폭 하락함에 따라 일본정부 및 일본은행은 6년만에 2.1조엔의 대규모 엔화매도 개입을 실행
- **동일본대지진 발생 직후인 2011.3.18일**에는 G7국가에 의한 엔화매도 **협조개입**을 실시(미 FRB: 10억달러 엔화매도)

외환시장개입 규모 및 환율

	2010 (9월)	(조엔, 엔/달러)	
		2011 (3월)	2011 (8~11월)
개입금액	2.12(1)	0.69(1)	13.60(16)
개입시점	90.7	81.7	77.1
개입종료	91.2	81.0	78.0
최고치 ²⁾	94.7		85.3
최저치 ²⁾	80.4		75.8

주: 1) () 내는 횟수, 2) 연중 기준

엔/달러 환율 추이



자료: 재무성, 일본은행

- 또한 동년 7.13일 무디스의 **미 국제 신용등급 하향조정** 검토 및 버냉키 FRB 의장의 **QE3 실시 가능성 언급** 등으로 엔화강세가 급속히 진행됨에 따라 **8.4일** 일본당국은 엔화매도 개입을 실시
 - 10월 들어 엔화강세가 강화되면서 **10.31일 달러당 75.32엔**에 달하자 일본 정부 및 일본은행은 엔화매도 시장개입을 실시하였으며, 나아가 11월에는 개입 내용을 공표하지 않는 이면개입도 실시했던 것으로 전언

(정책 효과 및 평가)

- 일본경제는 글로벌 금융위기의 충격에서 다소 벗어나 2010년중 3.4%의 성장률을 기록
 - CPI상승률(신선식품 제외, 연도 기준)은 마이너스폭이 줄어들었지만 여전히 디플레이션 상태에서 벗어나지 못하였음

2000년대 후반 일본의 주요경제지표 추이

	실질GDP	민간소비	설비투자	정부소비	공공투자	CPI	경상수지
2009	-2.0	1.2	-12.0	2.7	11.5	-1.6	16.7
2010	3.4	1.6	3.8	2.0	-6.4	-0.8	18.0
2011	0.3	1.4	4.8	1.2	-3.2	0.0	7.9

- 한편 학계 및 재계의 일부에서는 일본은행의 일련의 금융완화 조치에도 불구하고 결과적으로 상당한 엔화강세를 초래했다는 점을 제시하면서 **일본은행의 금융완화 강도가 FRB, ECB 등에 비해 미흡**했다고 비판
 - 이에 대해 일본은행은 일본 금융시스템이 상대적으로 안정되었던 점, 일본은행은 이미 상당한 규모의 금융완화를 기실행중이었던 점 등을 들면서 미국 및 유럽처럼 대규모 자금의 투입 필요성이 적었다고 반론

5. 2011~2014년

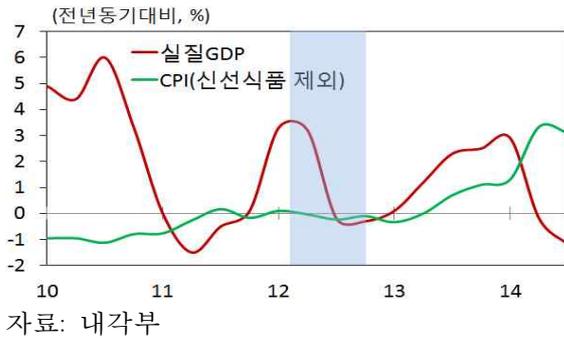
(경기후퇴기의 경제상황)

- 2010년 반등했던 일본경제는 2011.3월의 동일본 대지진, 2012년 유럽 재정위기 확산 등으로 성장이 다시 주춤
 - GDP성장률은 2011.2/4~3/4분기중 마이너스를 지속하다가 이후 일시 반등 후 2012년 하반기부터 다시 위축되었으며, CPI상승률(신선식품 제외)은 다소 반등을 보이기도 하였으나 2012년까지 대체로 하락세

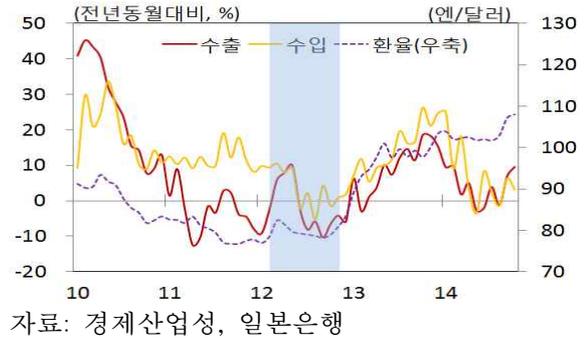
- 엔/달러 환율은 80엔대의 강세를 보인 가운데 해외생산 비중 확대 등 구조적 요인이 겹치면서 경상수지 흑자가 빠른 속도로 축소*

* 무역수지가 2011년부터 적자로 전환됨에 따라 경상수지 흑자규모가 2013년에는 3.2조엔으로 대폭 축소

GDP성장률 및 CPI상승률



수출입 증가율 및 엔/달러 환율



(정책대응)

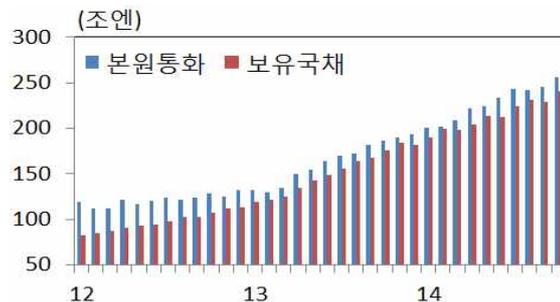
- 일본정부는 2011~13년중 지진복구를 위한 SOC 정비, 산업경쟁력 강화 지원 등 경기부양책을 시행
 - 특히 2013년중에는 두 차례에 걸쳐 GDP의 8%에 해당하는 40조엔의 재정확대정책을 수립
- 일본은행은 2013.4월부터 양적·질적완화정책(QQE, quantitative & qualitative easing)을 추진
 - 또한 14.10월말에는 본원통화 증가목표를 +80조엔, 장기국채 매입액을 연간 +80조엔, 평균잔존만기를 7~10년으로 각각 확대하는 QQE2를 실시

재정정책의 주요 내용

시기	규모 ¹⁾	주요 내용
11.10	23.6(5.0)	SOC정비 및 지역경제 활성화 17.8조엔
12.10	2.0(0.4)	중소기업 용자 1조엔
13. 1	20.2(4.2)	중소기업 등 지원 8.5조엔 지진복구 5.5조엔
12	18.6(3.9)	지진복구 4.5조엔 경쟁력강화 13.1조엔

주: 1) 조엔, () 내는 GDP대비 비중(%)
자료: 내각부

본원통화 일본은행 보유국채 추이



(정책효과 및 평가)

- 일본경제는 금융완화 및 재정지출 확대에 힘입어 **완전히 회복**되는 가운데 **디플레이션 상태를 극복**하는 모습
 - 소비세율 인상의 영향으로 금년 2/4~3/4분기 성장률이 마이너스를 기록하였지만 2013년도 이후의 **완만한 회복**세는 유지
 - CPI상승률(신선식품 제외, 연도 기준)은 지난해 5월 마이너스 상태에서 벗어나 오름세를 지속하여 작년 11월부터는 1%대 유지
 - **엔/달러 환율**은 QQE 시행 직후인 지난해 5월 100엔대로 상승하였고 이어 QQE2 실시 이후에는 **120엔 내외**로 레벨업 되면서 리먼쇼크 이전 수준에 근접
- 이러한 엔화약세 지속에도 불구하고 수출회복은 아직 미흡

2011년 이후 일본의 주요경제지표 추이

	실질GDP	민간소비	설비투자	정부소비	공공투자	CPI	경상수지
2011	0.3	1.4	4.8	1.2	-3.2	0.0	7.9
2012	0.7	1.5	0.7	1.5	1.3	-0.2	4.2
2013	2.2	2.5	2.6	1.8	15.0	0.8	0.8
2014(4~9월) ¹⁾	-0.7	-2.6	3.2	0.1	3.9	1.2	2.0

주: 1) 전년동기대비, CPI는 소비세 인상분 제외

- 그러나 아베 내각 이후 대규모 금융완화 및 재정책확대를 했음에도 불구하고 경기회복세가 미약한 데에는 **일본의 잠재성장률이 저하**된 데에도 상당부분 기인하는 만큼 이를 확충하기 위한 **구조개혁의 착실한 실행**이 매우 긴급
- 또한 소비세 재인상(8% →10%) 연기로 인해 일본의 재정건전성에 대한 불안이 증대된 만큼 이를 불식시키기 위해서는 **소비세를 예정(2017.4월)대로 확실히 인상**하는 가운데 **사회보장비를 포함한 세출부문의 구조개혁계획**을 조속히 마련할 필요

Ⅲ. 장기불황에 따른 부문별 주요 구조변화

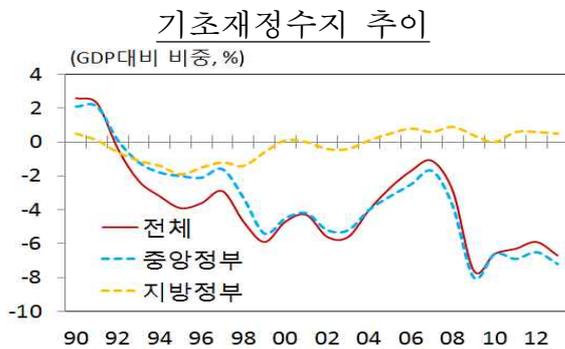
1. 정부부문

- 성장부진으로 세입증가가 제한된 반면 경기부양을 위한 공공투자 지속 및 인구고령화로 인한 사회보장비 증가* 등으로 정부부채가 급증

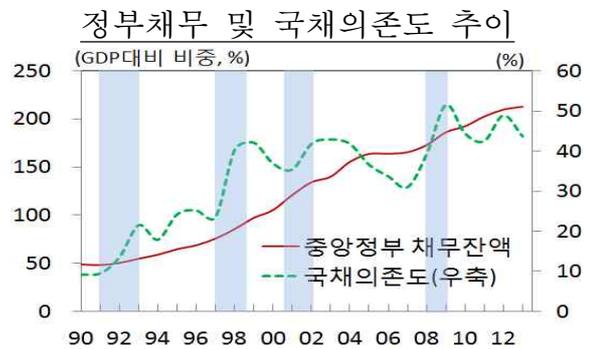
* 일반회계에서의 점유 비중: 1990년도 16.6%(11.5조엔) → 2013년도 31.4%(29.1조엔)

- GDP대비 정부부채가 1990년 50% 미만에서 2014.10월말에는 216%까지 상승하였으며 세출의 국채의존도도 40%대*를 기록

* 2008~13년중 46.4% 수준으로 높음(미 33.2%, 영 18.6%, 프랑스 34.9%, 독일 9.6%)



자료: 재무성



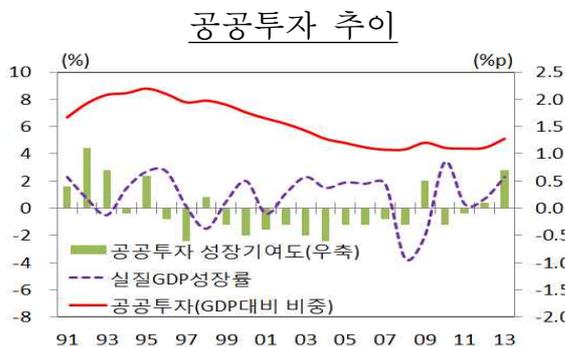
주: 1) 재정투융채 제외

자료: 재무성

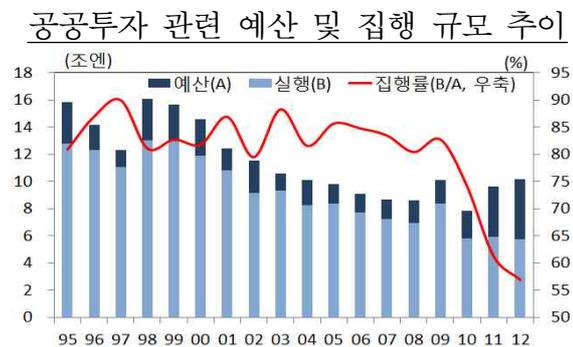
- 한편 공공투자의 효과 저하, 건설 관련 인력부족난 등으로 인해 과거와 같이 재정투입을 통한 성장유발을 기대하기 힘든 상황

- 2011년중 공공투자승수가 1.14로 1998년(1.31)보다 낮아지는 등 성장유발효과가 저하(단기 일본경제 매크로계량모델의 구조와 승수분석, 내각부)

- 또한 공공투자의 예산대비 집행비율이 과거 80~85%에서 2010년 이후에는 60% 내외로 하락



자료: 내각부



자료: 재무성

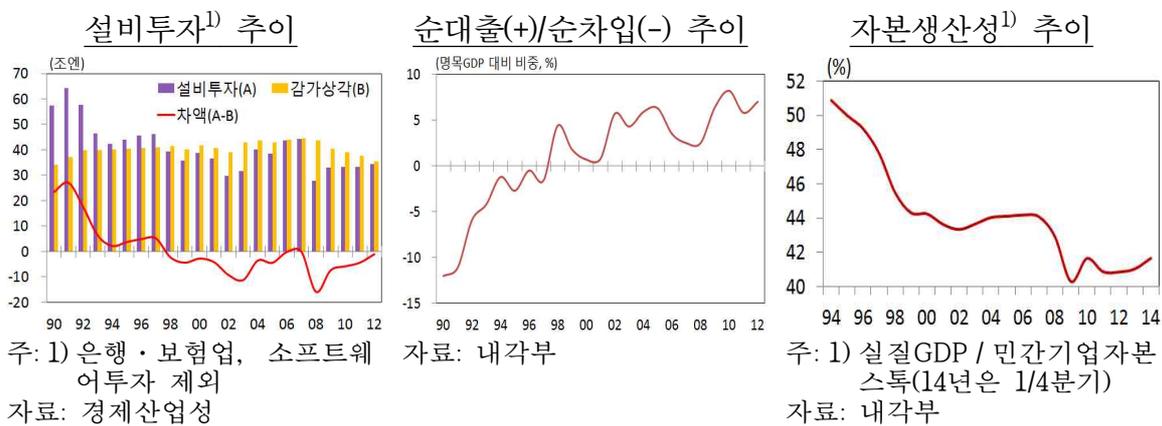
2. 기업부문

□ 기업들이 **과다한 설비·고용·채무**를 해소하는 과정에서 자금의 순차입자에서 **순대출자**로 전환되었으며 자본생산성이 크게 저하

○ **설비투자액**이 1998년을 기점으로 **감가상각 수준**에도 미치지 못하는 데다* 일본식 장기고용으로 인한 고용조정 지연으로 **사업재편**도 미흡

* 감가상각액 대비 설비투자 부족액이 1998년 이후 연평균 5조엔 규모에 달한 반면, 기업들은 GDP대비 4% 내외의 잉여자금을 보유

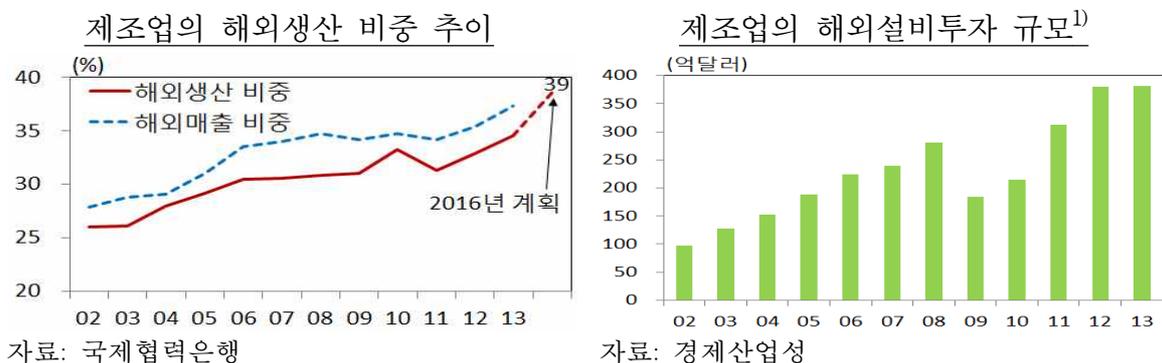
○ 이러한 가운데 **비정규직 비중**(1990년 20.2% → 2013년 36.6%) 및 **노동인구 고령화**(17.2% → 27.1%)가 빠르게 진행



□ 내수부진 타개, 엔화강세 등에 대응하기 위해 일본기업이 해외영업을 강화하는 전략을 추진하면서 해외생산비중 및 해외설비투자가 크게 확대

○ 제조업의 **해외생산 비중**이 2002년 26%에서 **2013년 35%**로 약 10%p 상승하였으며 2016년에는 39%에 이를 전망

○ **해외설비투자**도 2002년 97억달러에서 **2013년 381억달러**로 4배로 확대



3. 가계부문

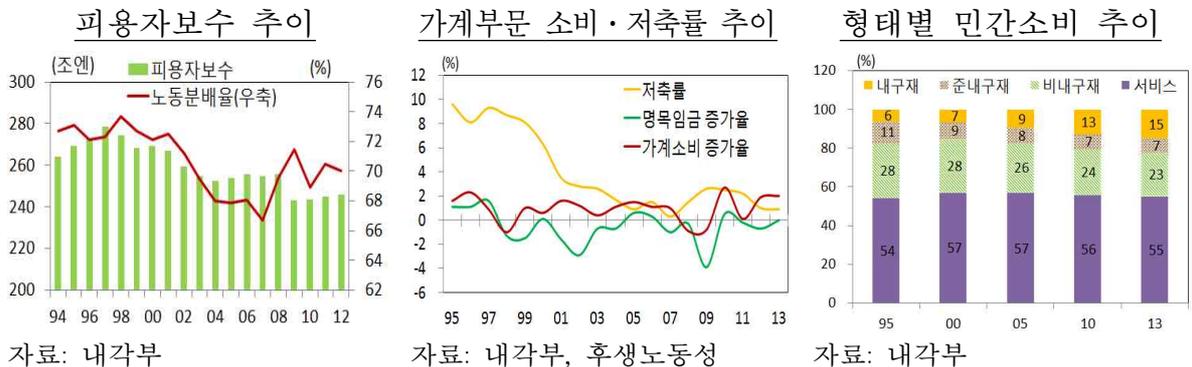
- **비용자보수가** 1997년(278조엔)을 정점으로 하락하여 최근 **250조엔에서 정체**된 가운데 **저축률**은 1990년대초의 10%대에서 2000년대 **2% 내외**로 하락

* OECD 평균 가계저축률(2011년 기준) 5.1%를 크게 하회

- 저축률 하락은 명목임금이 장기간 정체하는 상황*하에서 민간소비를 비교적 견조한 수준으로 유지하려 한 데 따른 불가피한 결과

* 노동분배율은 1995년 72.9%에서 2012년 70.1%로 하락(기업소득 17.3% → 23.8%)

- 이런 가운데 내구재에 대한 지출비중은 상승(1995년 6% → 2013년 15%)한 반면 준내구재·비내구재는 하락(38% → 30%)하는 등 지출구조도 변화



- 일본 가계의 순금융자산은 세대간 격차가 크며 소득격차 또한 적지 않음

- 금년 3월말 현재 **순금융자산 규모**가 **1,252조엔**으로 연간 민간총소비지출의 4.3배에 이르나 대부분 **60대 이상이 80.6%를 점유**하여 인구 및 가구수(각 32.6%, 46.6%) 비중을 크게 상회

- 연공임금제 등으로 인해 세대간 임금격차가 크고 비정규직의 임금이 정규직의 62%에 그치는 등 노동행태에 따른 소득격차도 상당



4. 금융부문

□ 기업의 설비투자 축소 등으로 일본내 대출시장이 위축되면서 은행의 금융중개 기능이 약화

○ 은행의 **총대출잔액**이 453조엔으로 2000년말(458조엔)보다 작고, **예대율**도 70% 내외로 2000년말(95% 내외)에 비해 크게 하락

○ 다만 국내 대출시장의 위축으로 인해 은행들이 해외영업을 강화함에 따라 해외대출액은 2000년대 중반 이후 꾸준히 증가



자료: 일본은행



주: 1) 해외대출/총대출

자료: 일본은행

□ 한편 장기간 금융완화정책이 지속되어 온 데다 지난해 4월부터 양적·질적 금융완화가 추가 시행됨에 따라 일본의 금융완화 정도가 주요 선진국에 비해 더욱 확대

○ **국채발행액중 일본은행 보유 비중**이 2013.3월말의 9.5%에서 금년 9월말에는 **21.0%**로 배증

○ **일본은행 보유 자산규모**도 GDP대비 비중이 **56.1%**에 이르러 Fed(25.7%), ECB(20.9%), 영란은행(22.7%, 6월말) 등을 크게 상회

일본 보유 국채보유 및 본원통화 추이



자료: 일본은행

주요국 중앙은행의 총자산/GDP 비율



자료: Bloomberg

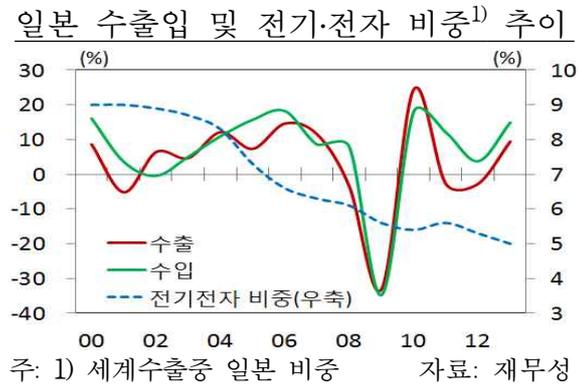
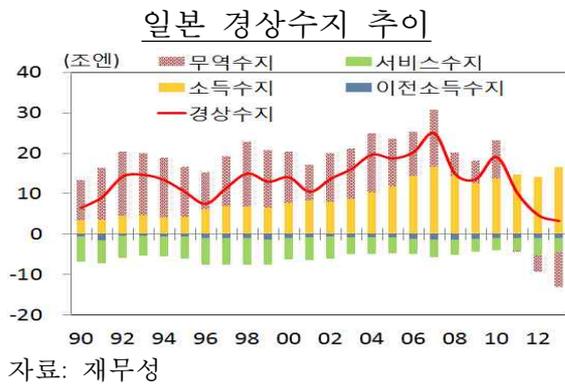
5. 대외부문

□ **경상수지**는 2011년 이후 무역수지의 적자전환을 계기로 **흑자폭이 빠르게 감소**

○ **무역수지**는 생산설비의 해외이전 확대, 대외경쟁력 약화 등으로 수출회복이 미진한 반면 3·11 대지진 이후 광물성연료 수입 증대 등으로 수입이 늘어나 **2011년 이후 적자구조** 고착화

— 특히 **전기·전자제품**은 경쟁력 약화 및 완제품 수입 증대로 인해 무역수지가 2000년의 6.9조엔 흑자에서 **2013년 0.7조엔 적자**로 전환

○ 반면 **소득수지**는 그동안의 해외직접투자 및 해외증권투자 누적에 따른 투자수익이 유입되면서 **흑자폭이 연간 15조엔 규모**로 확대



□ 향후 무역수지는 적자를 지속하겠지만 큰 규모의 소득수지 흑자에 힘입어 **경상수지는 흑자**를 이어갈 것으로 예상

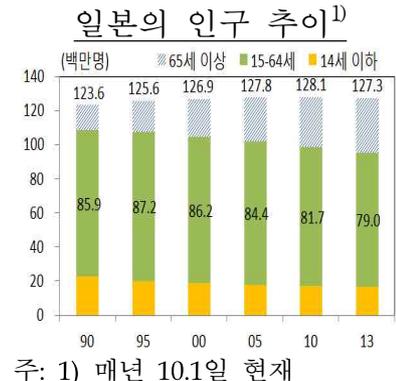
○ 다만 일부에서는 국제수지 발전단계론 측면에서 볼 때 무역수지 적자가 지속되면서 경상수지도 적자로 돌아설 가능성이 있다고 전망

IV. 평가 및 시사점

① 경제사회적 구조변화의 영향에 대한 면밀한 분석

□ 일본경제의 장기불황은 버블 붕괴를 시작으로 국내 금융시스템 불안, 금융위기 등 **대내외 경제적 요인**에다 고령화 및 인구감소 등 **인구사회적 변화**가 복합적으로 작용하면서 전개

- 경기후퇴기를 벗어나는 과정에서 버블 붕괴, 은행시스템 불안, 아시아 외환위기, 글로벌 금융위기가 발생하면서 다시 침체로 빠지는 악순환 반복
- 또한 1995년부터는 생산가능인구가, 2010년부터는 총인구가 각각 감소하는 등 인구사회적인 변화가 가세



⇒ 일본 정책당국은 경기후퇴시 **‘단기 처방 우선 및 구조개혁 지체’**의 방향으로 반복 대응하면서 불황이 장기화·심화된 측면이 있는 만큼 **중장기적 관점에서 사회경제적 구조변화의 영향**을 면밀히 분석하고 대응해 나가는 것이 매우 중요

— 특히 일본의 경우 최근 중의원 선거로 확보된 정치적 리더십을 바탕으로 사회보장분야를 포함한 재정구조 개혁, 고용·농업분야 구조개혁 등 기득권층 반발 등으로 지지부진하던 부문에 대한 구조개편을 가속화할 필요

② 재정·금융정책 수행을 위한 여력 확보

□ 공공투자 확대 및 사회보장 수요 대응 등으로 재정지출이 크게 늘어남에 따라 정부부채가 급증하여 **재정건전성에 대한 신뢰도**가 저하될 우려

○ 그 결과 대규모 정부지출이 어려워지는 등 신축적인 재정운용에 한계

□ 금융정책면에서는 1995.9월 이후 실질적인 제로금리 수준 유지, 2001.3월 이후의 양적완화 등 장기간 완화정책이 추진됨에 따라 지난해 이후의 QQE 실시에도 불구하고 **정책효과가 제한적**

○ 본원통화 증가액의 상당부분이 일본은행으로 다시 회귀함으로써 큰 폭의 대출증가로 이어지지 못하고 있음

⇒ 최악의 경기변동에 대비하면서 필요시 정책효과가 적절히 발휘될 수 있도록 하려면 **재정정책 및 금융정책의 수단**을 일정부분 확보해 둘 필요

일본은행 당좌예금 잔액



자료: 일본은행

③ 기업의 성장동력 확충

□ 기업들의 설비투자 축소 등은 개별기업 차원에서는 계속기업을 유지하기 위한 불가피한 선택일 수 있겠으나 결과적으로 일본경제의 장기적인 성장 잠재력을 잠식하는 결과 초래

○ 일본의 **잠재성장률**은 1990년대 2%대에서 최근에는 **0%대 중반**으로 하락

■ 잠재성장률 저하로 QQE정책 등 수요촉진정책이 성장보다는 물가상승을 초래할 리스크 증대

○ 일본의 **교역조건 악화 및 이로 인한 소득의 해외유출**도 내수회복을 제약

일본의 평균 잠재성장률¹⁾



주: 1) 일본은행 자료를 기초로 재작성

⇒ 재정·금융의 확대에도 불구하고 성장잠재력 확충이 이뤄지지 않았던 점을 감안할 때 **민간 주도 성장전략의 착실한 실행**이 매우 중요하며 또한 **여성 및 고령층**의 경제활동참여 확대, **이민정책 등 외국인인력** 활용 제고 방안을 강구

④ 가계부문의 활력 회복

□ 피용자보수 증가가 어려운 상황에서 **금융자산의 고령층 집중, 세대간 및 고용형태간 소득격차**가 발생하는 등 젊은층의 경제적 여건이 중장년·노년 세대에 비해 불리

○ 이러한 가운데 **혼인율* 및 해외유학생수** 감소** 등 젊은층을 중심으로 한 사회적 변화가 동반되면서 향후 노동생산성의 저하 요인으로 작용할 가능성

* 혼인율(연간 혼인건수/인구x1,000)이 1990년대 6.0 수준을 상회하다 2013년 5.3으로 감소

** 2004년 8.3만명을 정점으로 하락하여 2011년에는 5.8만명으로 축소. 일본정부는 이를 2020년 12만명 수준으로 높이기 위해 전담기구를 설치 운용중에 있음

⇒ **생산성·임금간 연계성**을 강화하는 방향으로 임금체계를 개편하는 한편 고용제도 개혁을 통해 젊은층이 보다 양질의 노동기회에 참가할 수 있는 기회를 제공할 필요

⑤ 엔화시세의 상당폭 저평가

□ 일본은행의 QQE정책 추가 완화 등으로 엔화약세가 가파르게 진행되면서 **실질실효환율(2010=100)이 1980년 이래 가장 낮은 75.0**을 기록하는 등 엔화 가치가 **상당히 저평가**되어 있는 상황

- 과거 엔화약세기 당국의 엔화매수 개입수준(105 내외)에 비해 매우 낮음
 - 특히 그간의 엔화 경쟁력 변화로 엔화매도 개입 수준 자체가 하락(1993년 125 → 2010년 103)한 점 감안하더라도 낮은 수준

외환시장 개입 및 엔/달러 환율 추이



개입시점 ¹⁾	엔화 매수	엔화 매도	엔화 매수	엔화 매도		
	91~92	93~96	97~98	99~00	01~04	10~11
	104.2 (138.7)	124.5 (114.1)	106.9 (131.2)	112.5 (119.3)	113.6 (118.4)	103.1 (90.7)

주: 1) 실질실효환율, () 내는 엔/달러 환율

자료: 일본은행

- 이러한 가운데 엔/달러 명목환율이 7년만의 최고수준인 119엔대에 달함에 따라 중소기업 및 가계를 중심으로 **기업실적 악화 및 실질소득 감소 등 엔화약세의 부작용**에 대한 우려가 확산

- 기업 CEO(100명)를 대상으로 한 적정 환율수준에 대한 설문조사 결과 **100~110엔 40.9%**, 110~120엔 21.8%, 120엔 이상 2.0%로 나타남(일본경제신문 12.8일)

엔/달러 환율 10엔 상승이 법인기업 영업이익에 미치는 영향¹⁾

	상장기업			비상장기업			계			
	상장기업	비상장기업	계	상장기업	비상장기업	계	상장기업	비상장기업	계	
광업	268	262	530	금속제품·기타제조	-363	-1,518	-1,881			
식료품	-1,050	-784	-1,835	도·소매	-726	-3,246	-3,972			
섬유·펄프·인쇄	76	-1,054	-978	유통업	340	-732	-392			
화학·의약	1,772	1	1,773	금융업	0	0	0			
석유·석유제품	2,737	-1,491	1,246	정보통신업	-291	-141	-433			
철강·비철금속·유리	1,600	456	2,055	서비스업	-2,883	-157	-3,040			
수송기기	6,582	-1,498	5,084	건설·부동산	509	1,578	2,087			
기계·전기기기	8,867	278	9,144	전체	17,436	-8,048	9,388			

자료: 미즈호은행 산업조사부 작성자료(2013.5.24.일)의 재인용

- ⇒ 엔화시세의 상당폭 저평가, 급격한 엔저에 따른 우려 확산 등의 상황을 감안할 때 향후 **엔화의 변동성이 확대**될 가능성도 배제할 수 없음

<참고문헌>

- 金融庁, 金融再生法開示債権の状況等について, 각호
_____, 日本の不良債権問題と金融再生, 2007.12
- 黒田東彦, 財政金融政策の成功と失敗, 日本評論社, 2005.7
- 経済産業省, 法人企業統計, 각호
- 厚生労働省, 人口動態統計年報, 2014
- 財務省, 日本の財政關聯資料, 2014.2
- _____, Japanese Economy and Debt Management in 2014, August 2014
- 全國銀行協會, 日本の金融システム, 2011.3
- 内閣府, 經濟財政白書 각호
- _____, 国民經濟計算年報 平成24年度, 2014
- _____, 短期日本經濟マクロ計量モデルの構造と乗数分析, 經濟社会綜合研究所, 2011
- _____, バブル/デフレ期の日本經濟と經濟政策, 經濟社会綜合研究所, 2011.3
- _____, 我が国財政の現状と課題, 2013.4
- _____, 정부 경제대책 게시 홈페이지
(http://www5.cao.go.jp/keizai1/keizaitaisaku/keizaitaisaku_kako.html)
- 日本銀行, 金融市場調節方針に関する公表文, 각호
- _____, 日本經濟の課題: 中央銀行の視點, 2000.12
- 宮崎勇, 證言 前後日本經濟 政策形成の現場から, 2005
- FRB, “Preventing Deflation: Lessons from Japan’s Experience in the 1990s”,
International Finance Discussion Papers No. 729, June 2002
- IMF, Japan 2014 Article VI Consultation-Staff Report, IMF Country Report, July
2014
- _____, World Economic Outlook, October 2014
- Tim Callen and Johnathan D.Ostry, Japan’s Lost Decade: Policies for Economic
Revival, IMF, February 2013