

일본 통화정책 한계와 그 영향

2016년 Target KOSPI	2,250pt
12MF PER	10.91배
12MF PBR	0.93배
Yield Gap	7.7%P

- ▶ 일본의 양적완화 정책은 미국, 영국, 유럽과 달리 실패할 가능성이 높음
- ▶ 환율에 과도하게 의존했기 때문에 내수부양과 인플레이션 유발에 한계
- ▶ 엔/달러 환율 연간으로 105엔까지 하락 가능성

■ 일본 통화정책을 되돌아보며

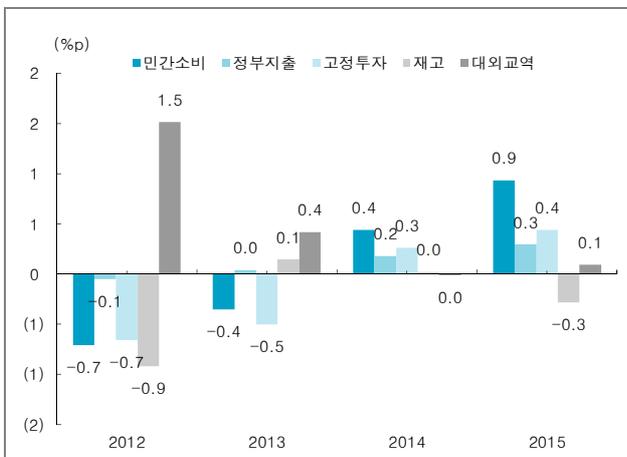
일본 통화정책에 대한 시장의 역풍이 거세지고 있다. 덩달아 통화정책 전반에 대한 회의론이 제기되고 있다. 중앙은행의 신뢰상실을 넘어 미국 연준의 정책실패론까지 통화정책 전반에 대한 총공세가 이어지는 와중이다. 지난 주 ECB가 내놓은 정책 패키지에 대한 시장의 초기반응도 이와 다르지 않았다.

분명히 짚고 넘어갈 문제는 일본의 실패이자 통화정책의 실패가 아니라는 점이다. 비 전통적 수단으로서 양적완화를 도입한 미국과 영국은 경기회복에 성공했다. 유럽 역시 성공가능성이 높다. 그러나 일본은 실패할 가능성이 그 어느 때보다 높아졌다.

양적완화의 핵심은 신용사이클의 회복이다. 이것은 신용사이클과 자산가격 상승에 따른 소비와 투자의 회복이 인플레이션으로 이어지는 구조를 뜻한다. 그러나 지난 2013년 이후 일본의 성장은 철저히 순수출에 의존하는 경로를 보였다.

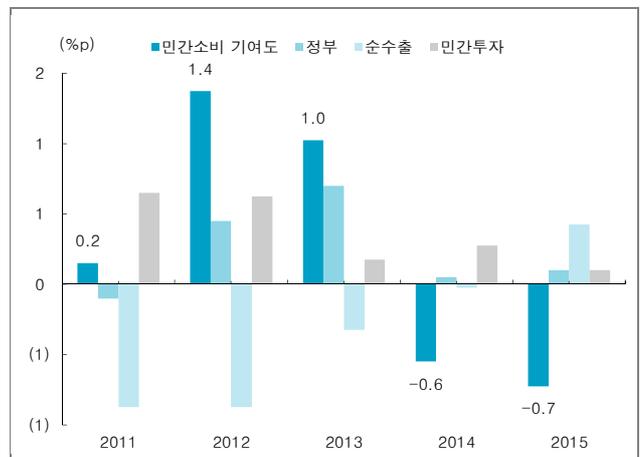
아래 그림에서 보듯이 어찌된 일인지 일본은 양적완화 정책이 진행될수록 민간의 활력은 떨어져갔다. 이와 반대로 유럽은 양적완화에 본격적으로 나서면서 성장의 동력이 수출에서 소비로 이동하고 있다.

[그림 1] 유럽 지출별 성장 기여도



자료: CEIC

[그림 2] 일본 지출별 성장 기여도



자료: CEIC

유럽과 달리 순수출에 과도하게 의존한 일본의 양적완화 정책이 실패할 가능성이 높다고 보는 이유는 이 때문이다. 해외수요에 의존한 성장경로는 자국의 인플레이션에 영향을 주기 어렵다. 해외쪽 불균형이 조정되면 그것은 환율변동으로 나타나기 때문이다. 그 영향이 인플레이션이라고 하는 대내균형을 바꿀 정도로 이어지기는 상당히 어렵다.

이러한 관점에서 일본 통화정책의 실패는 일본의 실패이지 통화정책의 실패가 아니다. 그렇다면 일본은 과연 무엇을 잘못했는가? 경제 문제의 진단이 잘못되었고, 정책 방법이 잘못되었고, 정책 목표가 잘못되었다.

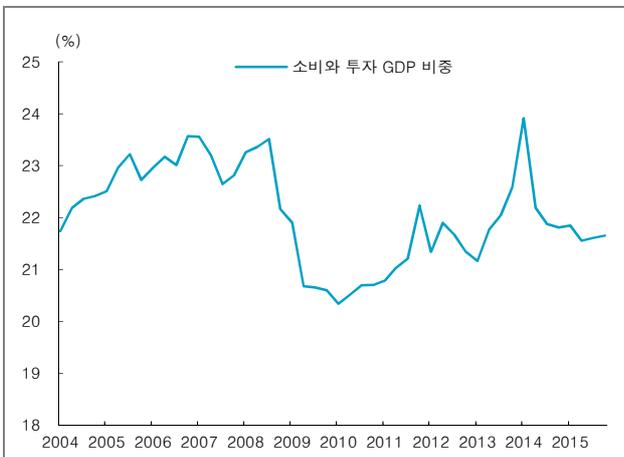
■ 일본은 과연 무엇을 잘못했을까?

첫째 문제의 진단이 잘못되었다. 2012년 현재 아베총리는 선거를 앞두고 과감한 주장을 한다. 재정과 통화를 무제한으로 풀어서 디플레이션을 해결하겠다는 약속이다. 얼핏 통화주의자들의 단골메뉴인 ‘헬리콥터 머니’의 일본판으로 보였지만 사실 속내는 엔화 약세에 있었다.

아베총리는 일본경제의 문제점은 환율에 있다는 주장을 했고 그로 인해 수출 주력기업들의 부진이 디플레이션을 심화시키는 원인이라는 분석까지 내놓았다. 2012년 당시 엔화가 강세를 보였기 때문에 이 주장은 쉽게 먹혀들었다. 그리고 세계경제가 현재처럼 구조적 불황에 빠질 것이라는 생각도 못했기 때문에 통화약세를 통해 총수요 부족을 탈출하자는 계산도 한몫했다. 일부에서는 30년대 대공황을 극복한 일본 재무상 타카하시의 통화절하 정책처럼 일본을 구해줄 것이라는 그럴듯한 분석도 내놓았다.

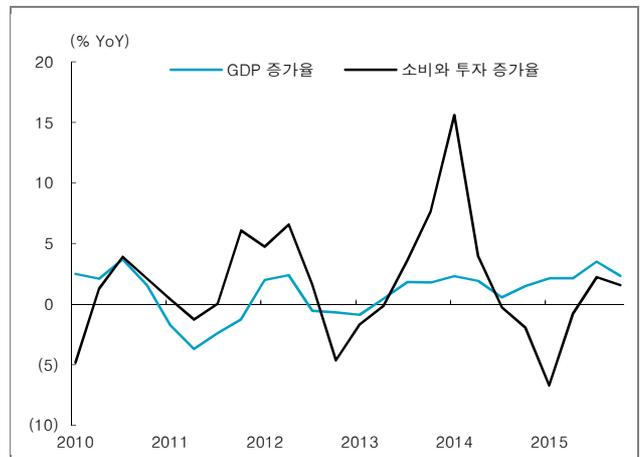
양적완화가 타겟으로 하는 것은 경제주체 전반의 위험선호를 높여서 가계는 내구재 소비를 늘리고 기업은 불확실한 투자를 단행하게 만드는 것이었다. 그러나 기업의 투자는 단지 수출을 위한 소폭의 설비투자에 그쳤고 가계는 소비를 늘리지 않았다. 2015년 기업의 투자와 가계의 내구재 소비가 전체 GDP에서 차지하는 비중은 21.7%로 2014년 22.4%보다 오히려 감소했다. 특히 2014년 3분기 이후는 소비와 투자의 증가율은 전체 GDP 증가율을 하회하는 현상을 나타내고 있다.

[그림 3] 일본 소비와 투자의 GDP 비중



자료: CEIC

[그림 4] 소비와 투자 증가율 및 GDP 증가율



자료: CEIC

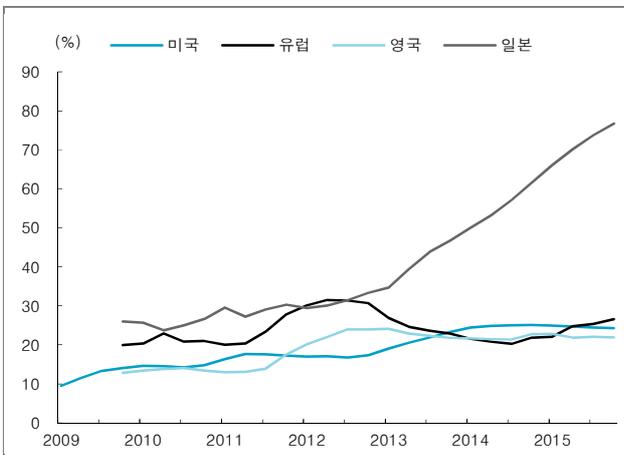
통화절하를 위해 양적완화를 시행한 것은 양적완화를 잘못 배운 탓이다. 양적완화 효과가 전달되는 경로는 1) 금리 경로 2) 포트폴리오 리밸런싱 경로 3) 인플레이션 기대심리 상승에 따른 장기 실질 금리 하락으로 요약된다. 이 과정에서 통화가치가 약세로 되는 것은 실질금리가 하락하면서 나타나는 현상이지 통화가치 하락 자체를 목표로 하는 것은 아니다.

두번째 잘못은 중앙은행의 독립성 훼손이었다. 2012년 선거에서 승리한 아베 총리는 일본 중앙은행을 강하게 밀어붙였다. 이미 선거승리 이전에 “자신의 물가목표에 동의하는 누군가”를 중앙은행 총재로 임명하겠다는 발언을 내놓았다. 더군다나 해외 학벌 좋아하는 일본 특유의 문화는 해외 학계의 권위를 심분 활용하게 만들었다. 아베총리의 “비밀병기”라고 소개된 예일대 경제학과 하마다 교수 역시 일본 경제는 디플레이션과 엔화 강세로 고통받고 있다고 진단함으로써 아베노믹스에 지적권위를 부여했다.

일본 중앙은행은 해외의 최신 트렌드도 국내의 디플레이션 고통도 모르는 개혁대상으로 치부되었다. 이후 일본 중앙은행이 정부정책에 종속화되는 것은 정해진 수순이었다. 하라는 대로 하는 중앙은행의 존재는 정치인에게 편리하지만 경제에는 독이 된다. 경제학과 통화정책의 역사에는 무수히 많은 사례가 있다. 70년대 아서 번즈 미국 연준총재와 닉슨 대통령의 관계도 그랬다. 정치적 압력에 독립성을 잃은 연준의 결과는 유례없는 스태그플레이션이었다.

이처럼 아베 총리는 2013년 4월에 만료예정이었던 통화정책에 소극적인 시라카와 전임 총재의 교체로 이미 기정사실화했다. 그리고 그 자리를 현재 쿠로다 총재가 맡았다. 이미 대장성에서 외환관리를 총괄했던 쿠로다 총재는 아베 총리의 오더를 받아 엔화 약세를 추진할 준비가 되어 있었다. 이후는 우리가 잘 아는 스토리다. 2013년 4월부터 60조엔의 양적완화가 시작되었고 이후 2014년 10월 그 규모는 80조엔으로 늘어난다. 그 결과는 사상 유례없는 중앙은행의 채권보유 규모다. 아래 그림에서 보듯이 일본 중앙은행의 자산매입규모는 GDP의 80%에 육박하는 수준이다. 미국과 영국 및 유럽 등 주요국들이 25~30% 수준에 머무는 것과 비교해 보면 일본 중앙은행의 자산매입규모는 상당히 버겁다.

[그림 5] 주요국 중앙은행 자산매입규모/GDP 비중



자료: CEIC

[그림 6] 일본 인플레이션 기대심리



자료: CEIC

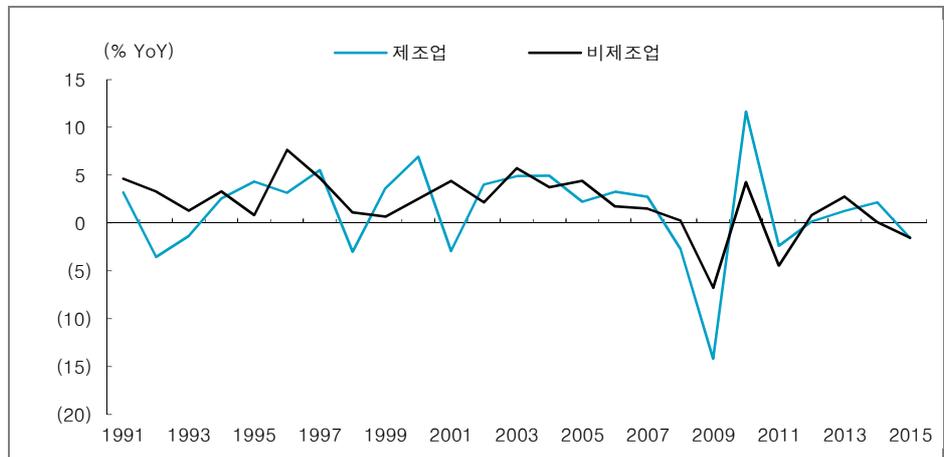
중앙은행의 독립성이 훼손된 국가에서 물가 안정 목표가 가능하다는 연구결과는 없다. 일본은 그 예외를 만들고 싶었을 것이고 학계의 연구쪽은 탁상공론쯤으로 치부하는 용감한 정치인에게 그 충고는 받아들여지지 않았을 것이다. 그러나 안타깝게도 일본 소비자들은 점점 현실을 깨달아가고 있다. 한때 소비세 인상으로 치솟았던 인플레이션 기대심리는 다시 가라앉고 있다.

셋째 공급 개혁에 대한 논의가 없었다. 아베노믹스가 주창한 3개의 화살은 거의 대부분이 수요쪽 논의에 집중되어 있었다. 공급 개혁의 핵심이라고 할 수 있는 인구와 생산성 향상에 대한 논의는 부재했다. 잠재성장률은 인구증가율과 생산성 증가율로 나뉘어진다. 따라서 인구를 증가시키거나 생산성을 향상시키거나 둘 중의 하나가 중장기 공급 개혁의 핵심이 된다. 그러나 정치인들은 중장기 공급개혁을 꺼려 한다. 특히 일본처럼 총리가 자주 바뀌는 나라에서 중장기 개혁과제는 “나만 아니면 돼”가 일반적이다.

물론 경제학이나 사회학이나 인구증가를 어떻게 할 것인지에 대해 해답을 내놓지 못했다. 다만 인구가 감소할 때는 노동참여율 또는 생산성을 높여서 해결하라고 가르칠 뿐이다. 일본의 생산성을 보자.

아베노믹스 기간 동안 제조업 생산성은 평균 0.6%, 비제조업 생산성은 0.5% 증가하는 저조한 성적을 기록했다. 2015년은 제조업과 비제조업 모두 노동생산성이 1.5% 감소하는 결과를 낳았다.

[그림 7] 제조업과 비제조업 생산성 증가율



자료: CEIC

생산성이 이 수준이면 일본의 인구감소를 감안했을 때 잠재성장률은 0~0.5% 수준으로 떨어진 상태라고 봐도 무방하다. 이 상황에서 수요 정책은 한계가 있다. 재정정책을 아무리 끌어 올려다 써도 GDP 성장의 기여도는 0.1~0.3%p를 넘기 힘들다.

그렇다면 노동참여율을 높이는 것인데 이미 2000년대 중반 일본은 소위 “위미노믹스 (Womenomics)”를 들고 나온 적이 있다. 우리나라에서도 시행하려고 했던 정책인데 여성의 사회참여를 높이는 것이 핵심이었다. 일부 타당한 측면도 있지만 일본에서

여성의 사회참여가 높아지는 데는 문화적으로 사회적으로 인프라가 제대로 갖춰지지 않았기 때문에 결국 파트타임 노동등의 저임금 노동으로 몰릴 수 밖에 없다. 핵심 대안은 될 수 없다는 점이다.

이처럼 중장기 공급개혁에 대한 청사진이 없는 단기 처방위주의 정책은 결국 시장에서 일본의 중장기 성장률에 대한 재평가로 이어지지 못했다. 아래 그림은 I/B/E/S에서 시장의 애널리스트들이 평가하는 일본 기업의 중장기 성장률에 대한 기대치인데 아베노믹스 이후에도 전혀 향상되지 못했다. 펀더멘탈의 근본적 변화가 없다는 시장의 냉정한 평가인 것이다.

[그림 8] 일본 기업 중장기 이익 성장률 기대



자료: Datastream

■ BOJ가 그 어떤 선택을 하든 실패 가능성은 높아지고 있음

3월 BOJ는 깜짝 이벤트를 할 수도 있지만 향후 경제전망에 대한 수정을 발표하는 4월이 보다 새로운 정책 발표에 적합한 시점이라고 판단된다. 따라서 3월 BOJ 정책미팅은 무난하게 넘어갈 확률이 높다. 다만 기존의 마이너스 정책에 대한 옹호와 함께 아직 정책 수단이 떨어지지 않았다는 것을 강조할 것이다.

BOJ가 택할 수 있는 정책 수단은 크게 보면 1) 기존의 양적완화를 강화 2) 대출창구를 통한 직접 대출 강화 3) 민간자산의 매입으로 나누어진다. 세부적으로 보자면 첫째 양적완화 효과를 강화하기 위해 국채의 만기구조를 늘리는 방법이다. 미국의 연준이 2011년에 행했던 오퍼레이션 트위스트 같이 장기물 비중을 확대하는 것이다. 이것은 전체 자산매입규모는 변화하지 않으면서 장기금리를 낮추고 해외쪽 투자를 유도할 수 있는 방법이다.

둘째 지난 주 유럽중앙은행이 도입했던 것처럼 중앙은행이 마이너스 금리로 시중 은행에 직접 대출을 해주는 규모를 확대시키는 방법이다. 일본의 마이너스 금리가 은행의 수익성 악화로 이어진다는 비판을 받았던 것을 감안하면 현재 매력적인 정책 옵션으로 거론될 가능성이 높다.

셋째 민간 자산을 매입하는 방법이다. 회사채를 직접 매입하는 방법도 있고 기존 ETF 매입 규모를 확대하는 방법도 있을 것이다. 일본의 크레딧 마켓의 유동성이 매우 낮다는 점에서 회사채를 직접 매입하기에는 다소 버겁기 때문에 주식 ETF의 매입 규모를 늘리는 것이 하나의 대안이 될 수 있을 것이다.

이러한 3가지 대안에도 불구하고 일본의 양적완화 성공 가능성이 매우 낮다고 보는 이유는 지난 2년 동안 실시된 아베노믹스가 일본내의 신용사이클 상승에 긍정적 영향을 주지 못했기 때문이다. 결국 일본의 아베노믹스는 실패할 확률이 높아지고 있다. 양적완화가 한계에 부딪히면 엔화 약세도 더 이상 힘들다. 특히 엔캐리 트레이드가 청산되는 과정이 진행된다면 엔화는 여기서 추가로 더욱 강세가 될 가능성이 높다 (1/20 '엔 캐리 트레이딩 청산 조짐과 엔화강세' 참조). 중장기적으로 엔화는 강세로 전환되는 과정에 있어 있다고 판단된다.

지난 1월 자료를 통해 엔/달러 환율을 연간으로 110엔까지 하락할 것이라는 전망을 내놓았는데 현재 추이로 보면 올해 엔/달러 환율은 105엔까지 하락할 개연성이 높다.

〈표 1〉 환율 전망

	1Q16(F)	2Q16(F)	3Q16(F)	4Q16(F)	2016(F)
엔/달러	116	113	115	112	114
원/달러	1210	1200	1240	1250	1225
원/100엔	1043	1062	1078	1116	1075

참고: 기간 별 평균환율 기준

자료: 한국투자증권

엔화 강세는 결국 일본 경제의 하락세를 부추길 것이다. 해외 수요가 성장의 유일한 도구였기 때문에 엔화 강세를 막아낼 버퍼가 부족하다. 일본 은행은 회계연도 기준으로 2016년 성장률을 1.0~1.7%로 제시하고 있지만 올해 4월 정책회의에서는 큰 폭으로 하향 조정할 가능성이 높다. 이미 시장은 일본 성장률에 대한 기대치를 작년말 1.0%에서 현재 0.7%로 큰 폭으로 하향조정하고 있는 중이다.

이에 따라 물가 전망 역시 하향조정될 가능성이 높다. 지난 1월에 제시한 0.2~1.2%의 물가 전망은 상당히 낙관적인 전망인 것으로 보인다. 물론 유가 하락의 영향도 있겠지만 올해 성장률 하향조정이 불가피하다는 점에서 산출값은 더욱 커질 것이기 때문에 기본적으로 일본 경제는 다시 디플레이션에 빠질 위험이 높아지고 있다.

물론 이러한 전망이 다시 빛나갈 개연성도 존재한다. 다만 현재 시점에서 일본의 아베노믹스가 성공할 확률은 높지 않다는 것만은 분명히 인식할 필요가 있을 것 같다. 그리고 더불어 일본 양적완화정책의 실패는 일본의 실패이지 통화정책의 실패가 아니라는 점도 분명히 해야할 것 같다.

외형상 동일한 정책이라도 정책목표와 방법이 잘못 설정되면 엉뚱한 효과를 낳는다. 그리고 무엇보다 시장의 신뢰를 얻지 못하면 어떤 정책이든 실패하게 된다. 아마 아베노믹스가 실패한다면 우리가 얻어야될 교훈은 이것인지 모른다.

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.