

일본의 통화정책 정상화 추진과 전망

김승현 세계지역연구1센터 일본동아시아팀 전문연구원 (shkim@kiep.go.kr, 044-414-1035)

손원주 세계지역연구1센터 일본동아시아팀 전문연구원 (wjson@kiep.go.kr, 044-414-1287)



차 례

1. 배경
2. 통화정책 정상화 추진 현황
3. 전망

주요 내용

- ▶ [일본의 경제 상황] 실물부문에서는 물가 안정화 및 임금인상 등으로 일본은행이 임금-물가의 선순환을 전망하고 있으며, 금융시장에서는 주가 상승 등 금융완화정책의 효과가 일부 나타나고 있음.
 - [실물경제] 개인소비와 기업생산 부문에서 일시적으로 부진한 모습이 나타나고 있지만, 소비자물가지수(신선식품 제외) 상승률이 2% 수준을 유지하고 있고, 2024년 임금인상률이 전반적으로 높은 수준(평균 4~5%대)에서 합의될 것으로 보여 실질임금에서도 연내 플러스 전환이 기대됨.
 - [금융시장] 미국 연준의 금리인하 예상 시기가 늦춰지면서 미·일 간 금리 격차에 따른 엔화 약세 국면이 지속되며, 이에 따른 기업 실적에 대한 기대감 등으로 증시가 강세를 유지하고 있음. 또한 미·일 간 금리 격차로 인해 엔캐리 트레이드(Yen carry trade)가 활성화되어 그 규모가 2023년 12월 기준 11조 엔까지 확대됨.
- ▶ [통화정책 정상화] 일본은행은 3월 18~19일, 그동안의 마이너스 금리를 포함한 장·단기 금리조작(YCC) 운용을 종료하는 등 통화정책 정상화를 위한 조치를 실시함.
 - 그동안 일본은행은 국채 및 위험자산 매입을 통해 시중에 통화량을 확대하는 한편, 2016년 9월 장·단기 금리조작정책을 도입하여 정책의 유연성과 지속성을 높이는 방향으로 통화정책을 추진해왔음.
 - 2024년 3월 일본은행은 금융정책결정회의에서 임금-물가의 선순환이 실현될 것으로 전망하며, 장·단기 금리조작정책을 폐지하고 단기금리(무담보콜 익일물, 목표치: 0.0~0.1%)를 주된 정책 수단으로 변경함. 다만 당분간 현재의 금융완화 수준을 유지하고 시장 상황에 따라 유동적으로 대응할 계획임.
 - 이번 조치들은 통화정책 정상화를 추진하면서도 기존의 완화적 통화정책 기조를 유지함으로써 경제적 충격을 최소화하기 위한 과도기적 단계로 평가됨.
- ▶ [전망] 일본의 통화정책 정상화는 향후 점진적으로 추진될 것으로 보여 일본 및 우리 경제에 미칠 영향은 제한적일 전망이나, 지속적인 모니터링을 통해 대외 금융환경 변화에 기민하게 대응해나갈 필요가 있음.
 - 일본은행이 추가 금리인상을 서두르지는 않을 것으로 보이나, 엔/달러 환율 동향 및 일본 내 경제 상황 등이 변수로 작용할 가능성이 있음.
 - 한편 단기적으로는 일본은행의 통화정책 정상화가 우리 경제에 미칠 영향은 크지 않을 것으로 보이나, 향후 일본은행의 금리인상 과정에서 일시적으로 금융시장의 변동성이 확대될 가능성이 있어, 그에 따른 영향을 모니터링할 필요가 있음.

1. 배경

가. 실물경제

- 일본은행은 임금상승을 동반하는 2%의 안정적·지속적 물가상승을 달성을 통화정책의 목표로 설정하고, 전반적인 경제 상황뿐만 아니라 물가와 임금 지표를 중점적으로 모니터링해옴.
 - 일본은행이 주장하는 ‘물가와 임금의 선순환’은 임금 인상 → 소비 증가(소비자물가 상승) → 기업수익 확대(가격전가) 및 경제성장 → 임금인상의 순환구조를 의미함.

- [경제 전반] 일본은행은 일본경제가 현재 개인소비와 기업생산 부문에서 일시적으로 부진한 모습이지만, 전반적으로는 완만하게 회복하고 있다고 평가함.¹⁾
 - 일본경제에 대한 일본은행의 견해는 2024년 1월 ‘완만하게 회복되고 있다’에서 3월 ‘일부 약한 움직임이 보이나 완만하게 회복되고 있다’로 하향 조정됨.
 - [소비] 고물가 등으로 인해 경제 주체들의 소비억제·절약지향의 추세가 이어지고 있어 아직까지는 물가와 임금의 선순환이 전국적으로 실현되고 있다고 보기 어려움.
 - 다만 소득 여건과 소비자 심리가 개선되고 있어 개인소비도 회복세를 보일 것으로 전망됨.
 - [기업활동] 일본기업의 수익과 업황이 개선됨에 따라 설비투자도 확대되어 왔으며, 앞으로도 증가세를 이어갈 것으로 전망됨.²⁾
 - 일부 자동차 생산업체가 품질 문제로 공장 가동을 중단하면서 2024년 1, 2월 일본 자동차 생산 및 판매 실적이 악화되었는데,³⁾ 일본은행은 이를 일시적인 현상으로 보고 있음.

- [물가] 일본은행은 안정적·지속적인 2%대의 물가 목표를 달성할 수 있을 것으로 전망함.
 - 소비자물가지수(신선식품 제외)는 정부의 경제대책(에너지 부담 경감 목적)의 효과로 억제된 면도 있으나, 수입물가의 영향과 서비스 가격의 완만한 상승 등으로 인해 2%대를 유지하고 있음(그림 1 참조).⁴⁾
 - 2024년 1월 기준 일본은행의 물가상승률 전망치는 2023년 2.8%, 2024년 2.4%, 2025년 1.8%임.⁵⁾
 - 다만 임금과 물가의 선순환 정도는 추후 서비스 가격 상승과 중소기업의 가격전가 여부에 따라 달라질 것으로 보임.⁶⁾

1) 日本銀行(2024. 3. 28.), 「金融政策決定会合における主な意見(2024年3月18, 19日開催分)」, p. 1~2; 日本銀行(2024. 1. 24.), 「経済・物価情勢の展望 2024年 1月」, p. 1.

2) 日本銀行(2024. 3. 25.), 「政策委員会金融政策決定会合 議事要旨(2024年1月22, 23日開催分)」, p. 3.

3) 자동차공업 생산지수는 품질 문제 등으로 인한 공장 가동 정지의 영향으로 1월(전월대비 -15.9%)과 2월(전월대비 -8.1%) 큰 폭의 하락세를 보임. 経済産業省(2024. 3. 29.), 「2024年2月の鉱工業(生産・出荷・在庫)指数の動向(確報)」, p. 19.

4) 日本銀行(2024. 1. 24.), 「経済・物価情勢の展望 2024年 1月」, p. 2.

5) 위의 자료, p. 10.

6) 日本銀行(2024. 3. 28.), 「金融政策決定会合における主な意見(2024年3月18, 19日開催分)」, p. 2.

그림 1. 물가상승률 추이(월별)

(단위: 전년동월대비, %)



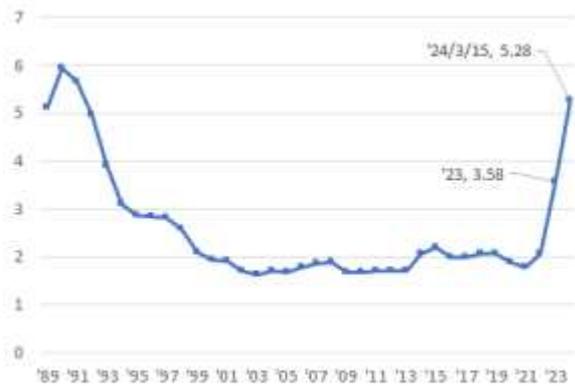
자료: 総務省, 「2020年基準消費者物価指数」(검색일: 2024. 3. 27.).

■ [임금] 일본은행은 2024년 높은 임금인상률 전망치를 기반으로 물가와 임금의 선순환을 실현할 수 있는 여건이 갖추어졌다고 평가함.)

- [임금인상률] 2024년 춘계 집중 임금협상이하 춘투(春闘)에서 예상보다 높은 임금인상률이 확인됨.
 - 3월 15일 춘투 중간 집계결과 과거 동일 회차 기준 33년 만에 가장 높은 수준인 5.28%의 임금인상률을 달성한 것으로 나타남(그림 2 참고).⁸⁾
- [실질임금] 실질임금은 높은 물가상승률의 영향으로 마이너스 성장을 이어가고 있으나, 춘투 진행상황을 고려하면 2024년 내에 플러스로 전환될 전망이다.⁹⁾
 - 실질임금은 2024년 1월 기준 22개월째 마이너스 성장을 기록함(그림 3 참고).

그림 2. 임금인상률 추이(연도별)

(단위: %)



주: 1989년부터 2023년까지는 최종 집계 임금인상률을, 2024년은 3월 15일 기준 임금인상률을 나타냄.
자료: 日本労働組合総連合会(검색일: 2024. 3. 27.).

그림 3. 실질임금 증가율 추이(월별)

(단위: 전년동월대비, %)



자료: 厚生労働省, 「毎月勤労統計調査」(검색일: 2024. 3. 27.).

7) 위의 자료, p. 2.

8) 日本労働組合総連合会(2024), 「33年ぶりの5%超え! 有期・短時間・契約等労働者は一般組合員を上回る~2024春季生活闘争 第1回回答集計結果について~」.

9) 日本銀行(2024. 3. 25.), 「政策委員会金融政策決定会合 議事要旨(2024年1月22, 23日開催分)」, p. 4.

나. 금융시장

■ [환율/금리] 미국의 금리인하 예상 시기가 지연되면서 미·일 간 금리 격차가 유지됨에 따라 달러당 150엔 초반 수준의 엔화 약세 국면이 지속되고 있음(그림 4 참고).

- 2023년 하반기부터 미국 연준에서 금리인하에 대한 논의가 꾸준히 있었으나, 미국 내 인플레이션이 높은 수준으로 유지되고 있어 금리인하 시기에 대한 전망이 늦춰지고 있음.
 - 2024년 이후 논의되는 미국 금리인하 예상 시기는 ① '24년 6월경, ② '24년 내 연간 세 차례, ③ '24년 연말(1회 또는 동결)¹⁰⁾ 등으로 알려져, 예상 시기가 점차 연기되고 있음.¹¹⁾
- 한편 일본은행은 2023년 7월 원칙적으로는 장기금리를 0% 수준으로 유도하되, 상승 허용폭을 최대 1%까지 용인하는 형태로 정책을 변경한 이후 현재까지 동 기조를 유지하고 있음.
 - 2022년 초반에는 일본의 장기금리가 0.1~0.2% 수준이었으나, 이후 미국 연준이 금리를 인상하면서 일본 채권시장에도 금리상승 압력이 강하게 작용함에 따라 일본은행은 장기금리 상승 허용폭을 점차 확대해옴.
- 이에 따라 2022년 초반 달러당 115엔 수준이었던 엔/달러 환율은 2년 동안 약 30.5% 가까이 상승하여 달러당 150엔 초반에 이룸(4월 16일 기준 달러당 154엔).

■ [주가] 엔화 약세에 따른 기업 실적 증대에 대한 기대감과 외국계 자금 유입 등으로 일본 주가가 한때 4만 선까지 상승하였는데, 여기에는 금융완화정책의 주가 부양효과가 어느 정도 반영된 것으로 보임.

- 2024년 2월 우에다 총재 등 일본은행의 고위급 인사들이 마이너스 금리를 해제해도 완화된 금융환경을 유지하겠다고 발언함에 따라 엔화 약세가 유지되어 수출 부문을 중심으로 일본기업들의 실적 증대에 대한 기대감이 이어지고 있음.¹²⁾
- 또한 중국의 부동산 리스크 및 경기 둔화에 대한 우려로 중국 증시에서 이탈한 해외투자자들의 자금이 일본 증시로 유입되고 있음.
 - 2024년 1월 도쿄 및 나고야 증권거래소에서 해외투자자들이 매수한 일본 주식 규모는 약 2조 엔을 초과한 것으로 나타남(그림 5 참고).¹³⁾

■ [자금 흐름] 저금리의 엔화를 빌려 고금리 통화로 운용되는 자산에 투자하는 '엔캐리 트레이드'가 미·일 간 금리 격차로 인해 크게 확대됨.

- 엔캐리 트레이드의 규모를 반영하는 지표로 알려진 일본은행의 '외국은행 재일지점의 본점 계정' 자산은 2022년 초반 약 6조 엔 규모였으나, 미·일 간 금리 격차로 인해 2023년 12월 기준 11조 엔 수준까지 확대된 것으로 나타남.¹⁴⁾

10) 「美연준 위원들 “2% 인플레 확신 전까지 금리인하 부적절”」(2024. 4. 11.), 『연합뉴스』.

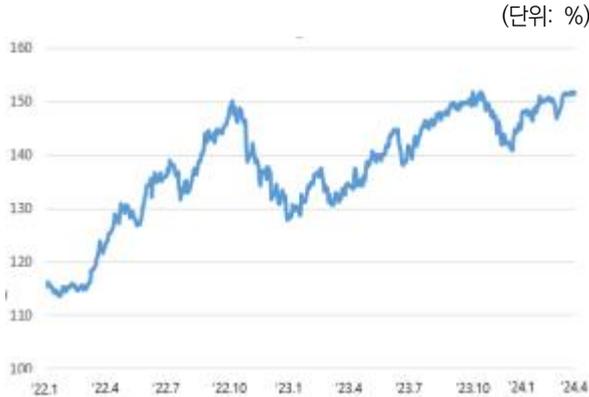
11) 그동안 미국 연준은 인플레이션 대응을 위해 2022년 3월 0.25% → 0.5%로 기준금리를 인상한 것을 시작으로 2023년 7월 5.50%까지 총 10차례에 걸쳐 금리를 인상함.

12) 「【詳しく】日経平均株価 終値で初の4万円台 史上最高値を更新」(2024. 3. 4.), 『NHK NEWS WEB』.

13) 「日経平均株価 高値更新の1月 海外投資家 大幅な買い越しに」(2024. 2. 8.), 『NHK NEWS WEB』.

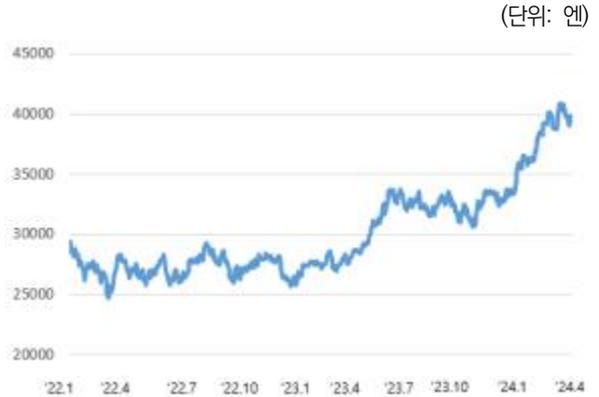
14) 「円キャリー取引とは 円を元手に高金利通貨運用 - きょうのことは」(2023. 12. 9.), 『日本経済新聞』.

그림 4. 엔/달러 환율 추이



자료: Bloomberg(검색일: 2024. 4. 10.).

그림 5. 닛케이 225 지수 추이



자료: Bloomberg(검색일: 2024. 4. 10.).

2. 통화정책 정상화 추진 현황

가. 기존의 금융완화정책

- 일본은행은 2016년 이후 장·단기 금리조작정책(Yield Curve Control, 이하 'YCC 정책') 및 위험자산 매입 등의 대규모 금융완화정책을 유지하는 한편, 유연성과 지속성을 높이는 방향으로 정책을 수정해왔음.
 - [YCC 정책] 일본은행은 금융시장 조정방침으로 장·단기 금리 수준을 정하고, 2018년 이후에는 정책을 보다 탄력적으로 운용하기 위해 장기금리 변동폭을 다섯 차례 확대함(표 1 참고).
 - 단기금리는 일본은행 당좌예금 중 '정책금리잔액'에 적용되는 금리로, -0.1% 수준을 적용함.¹⁵⁾
 - 장기금리는 10년물 국채금리로 0% 수준을 유지하도록 장기국채를 매입함.
 - YCC 정책은 금융시장 조정 목표를 '본원통화 확대'에서 '금리'로 전환하여 시장 상황에 유연하게 대응함으로써 통화정책의 지속성을 확보하고자 2016년 9월에 처음 도입되었음.
 - [위험자산 매입] 일본은행은 본원통화 확대 및 국채 매입과 같은 양적완화 외에도 ETF(연간 매입 상한액 약 12조 엔), J-REIT(연간 매입 상한액 약 1,800억 엔)와 같은 위험자산을 매입하는 질적완화를 시행해왔음.

15) 일본은행은 2016년 1월 마이너스 금리 도입 시 금융기관 수익에 미칠 영향을 우려하여 당좌예금 일부에만 마이너스 금리를 적용하고자 하였음. 이에 당좌예금을 '기초잔액', '매크로 자산잔액', '정책금리잔액'의 3층 구조로 전환하고 각각 0.1%, 0%, -0.1%의 금리를 설정함. 김승현, 손원주(2023), 「일본은행의 금융완화정책 10년의 평가와 향후 전망」, KIEP 기초자료, p. 13 재인용, 대외경제정책연구원.

표 1. 장기금리 변동폭 확대 경과

일시	비고
2018. 7.	· $\pm 0.1\%$ 정도 \rightarrow $\pm 0.2\%$ 정도
2021. 3.	· $\pm 0.2\%$ 정도 \rightarrow $\pm 0.25\%$ 정도
2022. 12.	· $\pm 0.25\%$ 정도 \rightarrow $\pm 0.5\%$ 정도
2023. 7.	· $\pm 0.5\%$ 를 변동폭 목표로 하고 10년물 국채에 대해 1.0%의 이율로 지정가격 오퍼레이션 실시
2023. 10.	· 1.0%를 상한 목표로 하고 지정가격 오퍼레이션 금리는 시장금리 상황을 고려하여 적절히 결정

주: 지정가격 오퍼레이션은 지정된 금리에 국채를 매입하는 공개시장 조작정책을 의미.
자료: 日本銀行.

- 일본은행은 우에다 총재가 취임한 2023년 4월, 통화정책 추진방향을 제시하는 포워드 가이드런스(Forward Guidance)를 수정하여 물가와 임금의 연관성을 강조함과 동시에 금융완화를 지속하겠다는 뜻을 밝힘.¹⁶⁾
- 포워드 가이드런스 내용 중 '정책금리는 현재 장·단기 금리 수준 또는 이를 하회하는 수준의 추세를 유지하도록 한다'는 문구를 삭제하고, '끈질긴 금융완화를 통해 임금상승을 수반하는 2%의 물가안정 목표를 지속적·안정적으로 달성한다'는 문구를 추가함.
 - 삭제된 문구는 2019년 10월 당시의 엔고 압력을 완화하고자 금리인하 가능성을 명시한 것으로 코로나19 팬데믹 상황을 고려하여 한동안 유지되었으나, 팬데믹 관련 지원 축소와 함께 해당 문구를 삭제함으로써 금리인하 외의 다른 금융완화책도 선택할 수 있도록 정책의 유연성을 높인 것으로 해석할 수 있음.¹⁷⁾

나. 통화정책 정상화의 주요 내용

- 일본은행은 2024년 3월 통화정책결정회의에서 임금과 물가의 선순환과 2%의 안정적·지속적 물가상승을 달성이 실현될 것으로 전망하며, 그동안의 장·단기 금리 조작을 포함한 양적·질적 금융완화정책과 마이너스 금리정책이 제 역할을 완료했다고 평가함.¹⁸⁾
- 또한 물가목표 상회 시까지 금융완화정책을 지속한다는 오버슈트형 커밋먼트에 대해서도 요건을 충족했다고 판단함.
- 다만 이와 같은 일본은행의 발표는 금융완화정책의 목표 달성을 위한 여건이 갖추어졌다고 발언한 것으로 디플레이션으로부터의 탈피를 선언한 것은 아님.
- 이에 일본은행은 장단기 금리 조작을 포함한 양적·질적 금융완화정책을 폐지하고 단기금리 조작을 주된 정책수단으로 삼되, 현재 수준의 완화적 금융환경은 지속할 방침이라고 발표함(그림 6 참고).¹⁹⁾

16) 日本銀行(2023. 4. 28.), 「当面の金融政策運営について」, pp. 1~2.

17) 日本経済新聞(2024. 4. 3.), 「日銀のフォワードガイダンスとは? 植田総裁が生みの親」.

18) 日本銀行(2024. 3. 19.), 「金融政策の枠組みの見直しについて」, pp. 1~2.

19) 위의 자료, pp. 1~2.

- [단기금리] 정책금리를 무담보 콜금리(목표치: 0.0~0.1%)로 변경하고, 앞으로 경제·물가·금융 정세에 맞춰 적절히 통화정책을 운영할 계획임.
 - 기존에는 일본은행 당좌예금의 3층 구조 중 하나인 정책금리잔액에 대해 -0.1%를 적용하는 방식(마이너스 금리 정책)으로 단기금리를 운용해왔으나, 3월 금융정책결정회의에서는 동 3층 구조를 폐지하고 일괄적으로 0.1% 금리를 부과하기로 결정함.
 - 한편 위와 같이 당좌예금 운용방식을 변경함에 따라 약 3,000억 엔의 추가 이자부담이 발생할 예정임.²⁰⁾
- [장기금리] 10년물 국채금리를 0% 수준으로 유지하기 위해 상한을 두지 않고 장기국채를 매입한다는 기존 정책을 폐지함.
 - 다만 현재 수준의 장기국채 매입(6조 엔 수준)을 유지할 것이며, 장기금리가 급격하게 상승하는 경우 매월 예정된 매입액에 관계없이 적극적으로 △추가 매입, △지정가격 오퍼레이션, △공통담보 자금공급 오퍼레이션 등을 시행할 계획임.²¹⁾
- [자산매입] ETF 및 J-REIT의 신규 매입을 종료하고, CP 및 사채 매입액도 1년 후 매입종료를 목표로 단계적으로 축소해나갈 예정임.
- [기타] 재해지역 금융기관 지원 오퍼레이션과 기후변화 대응 오퍼레이션의 금리는 기존 0%에서 0.1%로 인상하고, 대출기간은 1년으로 설정함.
 - 대출증가 지원 자금공급²²⁾의 경우 금리는 기존과 동일하게 0.1%를 적용하되, 대출기간(4년 이내 → 1년 이내)과 대출상한액(대출증가액의 2배 → 1배)은 축소함.²³⁾

그림 6. 일본 통화정책 변경 내용(2024년 3월 통화정책결정회의 이후)



자료: 日本銀行, 金融政策の枠組みの見直し(2024年3月).

20) 小玉 祐一(2024. 3. 21.), 「正常化に向けたステップを1度で済ませる~金融政策の物価目標からの切り離しが進んだ印象~, 明治安田総合研究所.

21) 지정가격 오퍼레이션: 지정된 금리에 국채를 매입하는 공개시장 조작정책.

공통담보 자금공급 오퍼레이션: 국채와 회사채 등을 담보로 금융기간에 5년간 자금을 대출해주는 공개시장 조작정책.

22) 대출증가 지원 자금공급: 금융기관으로부터의 적극적인 자금공급과 기업 및 가계의 자금수요를 촉진하기 위해 대출을 확대하는 금융기관을 대상으로 대출증가분만큼의 자금을 공급하는 정책.

23) 日本銀行(2023. 3. 19.), 「「補完当座預金制度基本要領」の一部改正等について」, pp. 8~9.

다. 정책 전환에 대한 평가

■ 일본은행은 임금-물가의 선순환에 대한 전망을 토대로 이번 정책 전환을 결정하였다고 설명하였으나, 예상 시기와 일본 내 경제 상황 등을 고려할 때 이례적이라는 평가도 존재함.

- 2023년 하반기부터 소비자물가지수상승률이 2% 초반으로 안정된 가운데, 2024년 3월 15일 발표된 1차 춘투 결과 5.28%라는 높은 수준의 임금인상률을 기록했으며, 이는 이번 통화정책 전환의 주된 요인이 됨.²⁴⁾
- 우에다 일본은행 총재도 마이너스 금리를 해제한 3월 19일 금융정책결정회의 직후 기자회견을 통해 “임금-물가의 선순환을 확인하고, 2% 물가안정 목표가 지속적, 안정적으로 실현될 것으로 전망되는 상황으로 판단했다”며 정책 전환 배경을 설명함.²⁵⁾
- 그러나 시장에서 예상하던 가장 빠른 정책 정상화 시기가 2024년 4월이었던 점, 실질임금이 22개월 연속 하락하고 있다는 점 등을 들어 일각에서는 이번 정책 전환이 이례적인 결정이라는 견해도 제기됨.²⁶⁾²⁷⁾
 - 일본은행이 그동안 제시한 “임금과 물가의 선순환이 지속적·안정적으로 이루어질 때까지 현재의 금융완화 정책을 지속할 것”이라는 포워드 가이드선과는 달리 일본은행의 목표가 아직 이루어지지 않은 단계에서 정책 전환에 돌입했다는 평가도 있음.²⁸⁾

■ 이번 정책 전환은 기존의 완화적 통화정책 기조를 유지하면서도, 본격적인 통화정책 정상화 추진 시 발생할 수 있는 경제적 충격을 완화하는 등 정책의 유연성을 확보하기 위한 과도기적 단계로도 볼 수 있음.

- 일본은행 총재 등 고위급 인사들은 정책 전환 전 “마이너스 금리를 해제해도 완화적 통화정책의 환경은 유지할 것”이라고 반복해서 강조함.²⁹⁾
- 3월 28일 일본은행이 발표한 ‘금융정책결정회의의 주요 의견’에서는 마이너스 금리 해제 등의 정책 변경 조치가 “금융긴축으로의 전환이 아니라, 어디까지나 ‘물가안정 목표’의 실현을 위한 정책의 일환이라는 점을 시장 등과의 커뮤니케이션을 통해 명확하게 전달할 것”이라는 점이 명시됨.³⁰⁾
- 또한 과거 일본은행이 실시한 두 차례의 금융긴축(2000년, 2007년) 이후 경기가 급격하게 침체된 바 있어, 대대적인 정책 전환에는 비교적 신중한 것으로 보임.³¹⁾

24) 日本労働組合総連合会(2024), 「33年ぶりの5%超え! 有期・短時間・契約等労働者は一般組合員を上回る ~2024 春季生活闘争 第1回回答集計 結果について~」 및 「日銀、マイナス金利解除へ・17年ぶり利上げ 賃上げ率5.28% 環境整う」(2024. 3. 16.), 『日本経済新聞』.

25) 日本銀行, 「総裁記者会見(2024年3月18日)」.

26) 「[詳しく]日銀 マイナス金利政策を解除 異例の金融政策を転換」(2024. 3. 20.), 『NHK NEWS WEB』 및 「植田日銀1年の振り返り ~ここまでは順調だが、真の正常化への道のりは長い~」(2024. 4. 5.), 明治安田総合研究所.

27) 실질임금 22개월 연속 하락은 2024년 1월 기준이며 2월까지 23개월 연속 하락임(2월분이 2024년 4월에 발표됨).

28) 「植田日銀1年の振り返り ~ここまでは順調だが、真の正常化への道のりは長い~」(2024. 4. 5.), 明治安田総合研究所.

29) 「日銀総裁「インフレの状態」 衆院予算委で答弁 賃金・物価の好循環に自信」(2024. 2. 23.), 『日本経済新聞』.

30) 日本銀行(2024. 3. 28.), 「金融政策決定会合における主な意見」, p. 3.

31) 「植田日銀 金融政策正常化へ本格始動(上) ~マクロ経済環境の変化と日銀の対応」(2024. 4. 5.), 東京財団政策研究所, 물론 일본은행이 2000년, 2007년 단행한 두 차례의 금융긴축 시 2000년에는 IT 버블 붕괴, 2007년에는 글로벌 금융위기라는 큰 대외적 요인이 일본경제에 영향을 미친 것으로 볼 수 있으나, 결과론적으로 일본은행의 입장에서는 정책 실패로 받아들여졌다는 분석임.

3. 전망

■ [향후 정책 경로] 일본은행이 추가 금리인상 등을 서두르지 않을 것으로 보이나, 환율 약세 및 일본 내 경제 상황 등이 변수로 작용할 전망이다.

- 3월 18~19일 개최된 일본은행 금융정책결정회의에서 정책위원들은 “마이너스 금리를 해제해도 급격한 금리인상이 필요한 상황이 아니므로 (향후 금리인상에) 신중할 필요가 있다”는 견해를 제시한 것으로 알려졌다.³²⁾
- 그러나 4월 3일 우에다 총재는 “(2024년) 여름~가을에 걸쳐 올해 춘투의 결과가 물가에 반영되는 가운데 목표 달성 가능성이 높아질 것”이라고 발언하며 연내 추가 금리인상 가능성을 시사함.³³⁾
 - 일본 내에서 제기되고 있는 2024년 연내 금리인상 횟수는 1~2회 정도임.³⁴⁾
- 한편 ‘정책 변경 이후에도 일본은행의 완화적 통화환경 유지’라는 기존의 기조를 고수하는 일본은행과 달리 미국 연준이 금리인하 시기를 늦출 것으로 예상됨에 따라 미·일 간 금리 격차가 유지되어 환율이 달러당 150엔 수준까지 상승하고 있음.³⁵⁾
- 4월 3일 우에다 총재가 “환율의 동향이 임금과 물가의 순환에 무시하지 못할 영향을 미치게 된다면 이는 통화정책 차원에서 대응할 이유가 될 것”이라고 발언한 점을 고려할 때, 춘투 결과가 실물경제에 뚜렷하게 드러나기 전이라 하더라도 엔화 약세 상황에 따라 추가 통화정책을 추진할 가능성이 있어 보임.³⁶⁾

■ [일본경제에 대한 영향] 일본 내에서는 이번 통화정책 변경에 따른 GDP 감소 등의 영향이 단기적으로 크지 않을 것으로 전망하나, 향후 금리인상이 빠르게 진행될 경우 실물경제 및 재정에 미치는 영향은 확대될 것으로 예상됨(표 2 참고).³⁷⁾

- 내각부의 ‘단기 일본경제 거시계량 모델(2022년판)’을 활용하여 분석한 결과, 단기금리를 0.1% 인상할 경우 설비투자 및 수출 감소 등으로 일본의 실질 GDP가 0.03~0.1% 정도 감소하는 것으로 나타남.³⁸⁾
 - 단기금리 인상을 실시할 경우 기업의 설비투자는 0.21~0.64% 정도 감소하며, 현재보다 약 20% 정도 엔/달러 환율이 하락하여 기업의 수출이 감소할 것으로 전망됨.
 - 한편 단기금리의 변동은 자산가격 하락효과, 물가의 하락을 통한 실질소득 증가효과 등 복수의 경로를 통해 개인소비에 영향을 미칠 수 있는데, 내각부의 경제 모델로 분석할 경우 금리인상 1, 2년 차에는 소득효과가 더 커서 소비가 오히려 증가하는 것으로 나타남.

32) 日本銀行(2024. 3. 28.), 「金融政策決定会合における主な意見」, pp. 2~4 및 「日銀 金融政策決定会合の主な意見を公表 出口政策発言相次ぐ」(2024. 3. 28.), 『NHK NEWS WEB』.

33) 「利上げ判断、夏から秋にも」植田日銀総裁「物価目標の確度高まれば」(2024. 4. 5.), 『朝日新聞』.

34) 「植田日銀1年の振り返り ~ここまでは順調だが、真の正常化への道のりは長い~」(2024. 4. 5.), 明治安田総合研究所, 및 「1~3月期GDP、年率0.54%減へ下方修正-日銀の利上げ、約5割が年内1回予想」(2024. 4. 10.), 日本経済研究センター.

35) 4월 10일 엔/달러 환율은 1달러=153엔으로 과거 최고 수준을 경신함.

36) 「日銀植田総裁インタビュー：狙い、円安けん制と「政策反応関数」の提示か：金融政策正常化は円安・株高の強い逆風」(2024. 4. 5.), 野村総合研究所.

37) 아직 본격적인 통화정책 정상화 수순을 밟은 것은 아니기 때문에 본고에서는 금리인상 수순, 금융긴축 등에 대한 논의는 배제하고 단기적 전망 위주로 살펴보고자 함.

38) 「日銀の政策修正が日本経済に及ぼす影響 ~ マイナス金利解除、YCC 撤廃、リスク資産買い入れ終了のみなら限定的 ~」(2023. 4. 5.), 第一生命経済研究所.

- 다만 동 분석(모델)의 경우 마이너스 금리 해제를 포함한 YCC 폐지 및 위험자산 매입 종료 등만을 상정한 것이기 때문에, 2024년 연내 추가적으로 금리를 인상하거나 정책을 변경할 경우 GDP 축소 확대, 개인의 자산소득 감소 등 실물경제 및 경제 주체들에게 미치는 영향이 커질 것으로 전망됨.
- 한편 대규모 국채 발행으로 인해 일본의 국가 채무가 GDP의 255%에 육박하는 상황에서 일본은행이 향후 금리를 인상할 경우 국채의 이자비용이 급격히 상승하여 재정 리스크가 심화될 것으로 예상됨.³⁹⁾
 - 일본정부는 경기부양 및 코로나19 대응 등의 이유로 대규모 추경을 지속적으로 편성하고 이를 위한 재원은 대부분 국채로 조달하였으며, 발행 국채는 일본은행이 매입하고 있음.⁴⁰⁾ 일본 재무성은 금리 인상이 지속될 경우 2027년도 일본정부의 국채 관련 비용이 2024년의 약 1.6배인 15.3조 엔에 이를 것으로 추산하고 있음.

표 2. 단기금리를 0.1% 인상했을 경우 일본경제에 미치는 영향

(단위: %)

구분	실질 GDP	소비	설비투자	수출	환율 (엔/달러)
1년 차	-0.03	0.02	-0.21	-0.00	-0.06
2년 차	-0.1	0.01	-0.57	-0.01	-0.17
3년 차	-0.12	-0.01	-0.64	-0.03	-0.28

주: 1) 내각부의 '단기 일본경제 거시계량 모델(2022년판)'을 토대로 계산한 수치.

2) 각 연차는 금리인상 후 시기를 뜻함.

자료: 第一生命經濟研究所(2024)에서 재인용.

■ [한국경제에 대한 영향] 단기적으로 일본은행의 정책 전환이 우리의 실물경제에 미치는 영향은 제한적일 전망이나, 추가적인 정책 추진 등에 대해 지속적으로 모니터링을 하면서 금융환경 변화에 기민하게 대응해나갈 필요가 있음.

- 일본은행이 자국 내 경제 상황을 고려하여 점진적으로 통화정책 정상화를 진행할 것으로 예상됨에 따라, 한국경제에 미치는 경제적 영향도 제한적일 것으로 예상됨.
 - 일본은행의 금리인상은 횡수와 인상 수준(규모) 측면에서 서서히 진행될 것으로 예상되는 만큼, 국내에서 일본으로의 급격한 자금 이동 가능성도 낮을 것으로 전망됨.
- 일본의 금리가 향후 지속적으로 상승할 경우, 환율이 엔화 강세로 전환되어 글로벌 시장에서 일본기업과 경쟁 관계에 있는 우리 기업들에 가격경쟁력 측면에서 기회 요인으로 작용할 수 있을 것으로 보이나, 한·일 간 상품무역에서 수입단가 상승으로 이어질 가능성도 있음.
- 또한 일본은행의 금리인상 과정에서 향후 일시적으로 금융시장의 변동성이 확대될 가능성이 있어, 그에 따른 영향을 모니터링할 필요가 있음. **KIEP**

39) 「企業や家計・政府は利上げに耐えられるか影響どこまで マイナス金利解除データで読む日本経済①」(2024. 3. 22.), 『日本経済新聞』.

40) 2023년 12월말 기준 일본 국채 전체 발행액은 잔액기준 1,194조 엔이며 이 중 일본은행의 보유비율은 593조 엔으로 전체의 약 50%임(49.7%). 한편 잔액이 아닌 flow 기준으로 2023년 4/4분기 일본 국채 전체 발행액은 5조 8,161억 엔이며 이 중 일본은행의 보유비율은 4조 680억 엔으로 전체의 약 70%임. 日本銀行, 「資金循環統計」(검색일: 2024. 3. 26).