

일본 제로금리정책 해제의 배경과 의미

정 성훈 세계지역연구센터 일본팀장 (jung@kiep.go.kr, Tel; 3460-1202)

주요 내용

- 일본은행은 7월 14일에 개최된 “금융정책결정회합” 에서 현행 제로금리정책을 해제하기로 결정하였음. 주요 결정사항은 첫째, 콜금리는 0.25%로 인상하고 둘째, 추가적인 금리인상은 매우 신중하고 완만하게 하며 셋째, 일본은행의 국채매입은 현행을 유지하고 일본은행 대출 금리를 0.4% 로 인상하는 것임.
- 일본은행의 제로금리정책 해제배경은 다음과 같음.
 - 첫째, 일본은행은 경기하강리스크보다 경기상승리스크를 중시하고 있음. 조기에 금리를 인상하면서 금리인상의 속도를 완만하게 조정하는 금융정책을 구사하려 하고 있음.
 - 둘째, 금리인상을 단행할 수 있는 거시경제적인 여건이 성숙되었음.
 - 소비자물가지수는 작년 11월 이후 7개월 연속 상승세를 보이고 있고 잠재성장률을 초과하는 경제성장이 이루어지고 있어 향후 물가상승압력이 더욱 거세어질 것임.
 - 한편, 장기금리상승, 주가하락 등 금리인상의 부정적 영향은 금리인상을 미리 예상한 시장의 사전적 조정으로 수용 가능함.
 - 일본정부는 금리인상이 일본은행의 고유권한이므로 일본은행의 결정을 존중한다는 입장을 밝혀 정부의 제로금리정책 유지 압력이 완화되어 있었음.
- 제로금리정책의 해제는 향후 일본경제 및 국제경제에 커다란 영향을 줄 것으로 전망됨.
 - 일본의 콜금리는 연내에 추가적 인상(일본은행은 이를 부인)이 있을 경우 금년 말에는 약 0.5% 수준을 기록할 가능성이 있음. 이에 따라 엔화가치 상승이 예상되며 국내적으로는 외국인 투자자의 이탈로 인하여 주가하락이 발생할 가능성이 있음. 엔화자금 차입의 금리 부담 증가 및 환차손에 대한 대비도 필요함.

1. 제로금리정책 해제의 주요 내용

- 일본은행은 7월 13일과 14일 양일간에 걸쳐 개최된 금융정책결정회의에서 현재의 제로금리 정책을 해제하기로 결정하였음. 주요 결정사항은 이하와 같음.
- 제로금리정책을 해제하고 무담보 콜금리(익일물)를 0.25%까지 인상함: 일본은행은 무담보 콜금리를 조정함으로써 전체적인 시장금리의 상승을 유도하려 함.
- 향후의 추가적 금리인상의 속도를 매우 완만하게 함: 일본의 금융시장 관계자들은 연내에 추가적인 금리인상이 있을 것으로 예상하고 있으나 일본은행은 급속한 장기금리 상승을 우려하면서 금리인상속도를 매우 완만하게 할 것을 강조하였음.
- 일본은행의 대출 금리는 현행 0.1%에서 0.4%로 조정함: 일본은행 대출 금리는 콜금리上限의 역할을 함. 콜금리 목표수준을 0.25%로 설정한 이상 일본은행 대출 금리를 조정해야 함. 그러나 장기금리의 급상승을 우려하는 일본정부는 이 수준이 너무 높다고 우려하고 있음.
- 일본은행의 장기국채매입(매월 1.2조 엔 매입)은 유지함: 일본은행이 장기국채를 향후에도 지속적으로 매입해 줌으로써 국채가격의 급격한 하락(금리의 급격한 상승)을 방지하려 하고 있음.
- 일본은행의 경기판단을 “착실한 회복” 에서 “확대” 로 상향조정함: 경기가 확대국면으로 접어들었음을 강조함으로써 향후 금리정책의 기본방향을 다시 한 번 확인하였음.

2. 제로금리정책 해제의 주요 배경

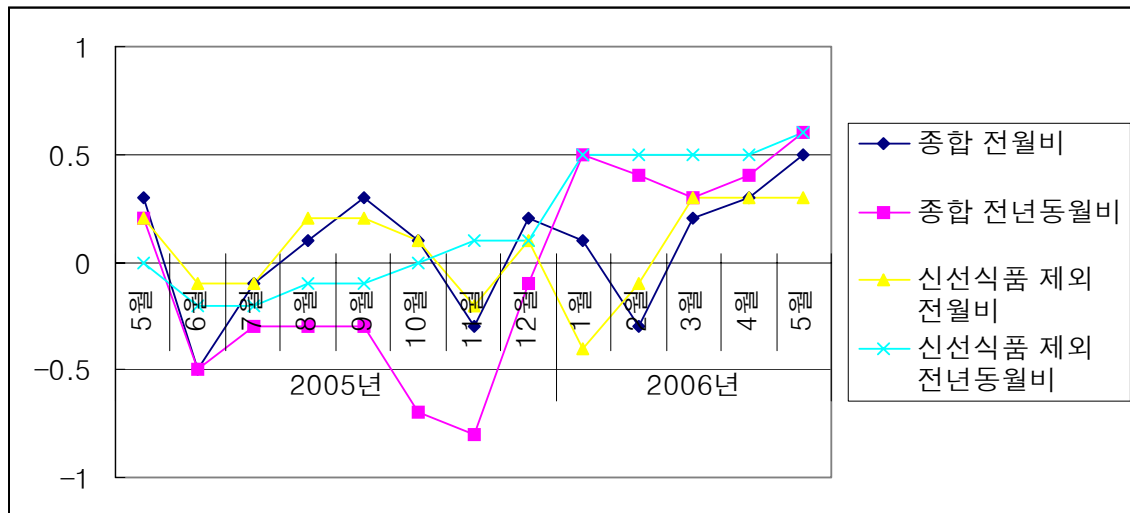
- 일본은행이 제로금리정책을 해제하고 금리인상을 단행한 것은 금리인상이 일본경제의 회복 기조에 큰 영향을 미치지 않을 것이라는, 일본경제에 대한 자신감에 근거하고 있음.

가. 소비자물가지수

- 일본은행은 금년 3월 양적완화정책을 해제하면서 제로금리정책 해제를 위한 전제조건으로 소비자 물가지수가 0~2% 수준에서 안정적으로 상승할 것을 제시한 바 있음. 최근까지의 물가동향을 보면 일본은행이 제시한 해제조건이 상당히 충족되고 있음을 알 수 있음.

- 2006년 5월의 소비자 물가지수(신선식품 제외)는 전년 동월비 0.6% 상승을 기록, 2005년 11월 이후 7개월 연속 상승세를 보이고 있음.
- 또한 소비자 물가의 상승추세도 점차 강해지고 있음. 작년 말에는 상승률이 0.1% 정도였으나 금년 5월에는 0.6%를 기록하여 추세적으로 물가상승 속도가 빨라지고 있음.
- 이러한 추세는 일본은행이 이미 『경제·물가정세의 전망』(전망 리포트)에서 예상한 바와 동일한 추세이며 향후 물가상승이 더욱 가속화될 가능성을 시사하는 것임.

<그림 1> 소비자 물가지수 상승률의 추이



자료: 총무성 통계국

- 이러한 예측은 일본은행이 조사한 “생활의식 앙케이트 조사” (2006년 6월 조사결과)에서도 나타나고 있음. 동 조사에 의하면 일본국민들은 향후 1년간 물가 상승률이 3.7%에 달할 것이라고 예상하고 있음.
- 이러한 물가상승추세의 최대요인은 유가상승이지만 최근에는 물가상승기조가 서비스 분야로 확대되고 있어 일반 서비스 가격의 상승이 향후 물가상승을 주도할 가능성이 높음.
- 교통통신, 광열비 등 에너지와 밀접한 관련이 있는 비용 상승이 두드러졌음. 예를 들면, 등유 등 기타 광열비는 26.4%, 휘발유 등 자동차 관련 비용은 2.4% 상승하였음.

- 또한 외식 등 일반서비스의 가격 상승률이 2000년 8월 이래 가장 높은 상승률을 기록하고 있어 향후 서비스 가격의 상승이 예상되고 있음. 2006년 6월의 일반 서비스 가격 상승률은 0.5%(전월, 0.4%), 외식비 상승률은 0.4%(전월 0.2%)를 기록하였음.
- 논자에 따라서는 원유 등 에너지 가격을 제외하지 않은 소비자 물가지수는 가격상승의 동향을 정확히 파악할 수 없다는 비판적 입장을 보이기도 함.

나. 설비투자

- 일본은행의 기업단기경제관측조사(단간조사, 2006년 6월)에 따르면 일본기업의 설비투자는 금년에도 매우 견실한 증가세를 유지할 것으로 조사되었음.
- 일본정부는 수출주도로 시작된 현재의 상승국면의 성격이 2005년 이후 내수주도의 상승국면으로 전환되었다고 인식하고 있음. 따라서 내수항목 중 중요 항목인 설비투자의 동향은 금리인상 결정과정에서 고려해야 할 핵심 변수 중의 하나임.
- 대기업 제조업의 금년도 설비투자(계획)는 전년에 비해 16.4% 증가할 것으로 조사되었고 대기업 전산업의 경우에도 11.6% 증가할 것으로 나타났음. 일본기업의 설비투자 의욕이 상당히 왕성함을 알 수 있음.
- 따라서 일본은행의 금리인상이 설비투자에 큰 영향을 주지는 않을 것이라고 예상되고 있어 금리인상의 경기위축효과는 제한적일 것으로 분석되고 있음.

<표 1> 일본 설비투자 증가율의 추이

(단위: %)

	2002	2003	2004	2005	2006
대기업 제조업	-8.9	11.5	20.4	16.2	16.4
대기업 전산업	-6.7	4.9	5.7	9.4	11.6

자료: 일본은행 기업단기경제관측조사(매년 6월 조사분)

다. 디플레이션 갭의 해소

- 일본 내각부의 계산에 의하면 일본경제는 2005년 10~12월기를 전환점으로 실제 GDP가 잠재 GDP를 초과하는 수요초과상태(약 2조 엔 정도)에 진입해 있어 물가가 상승하기 쉬운 조건을 가지고 있음.

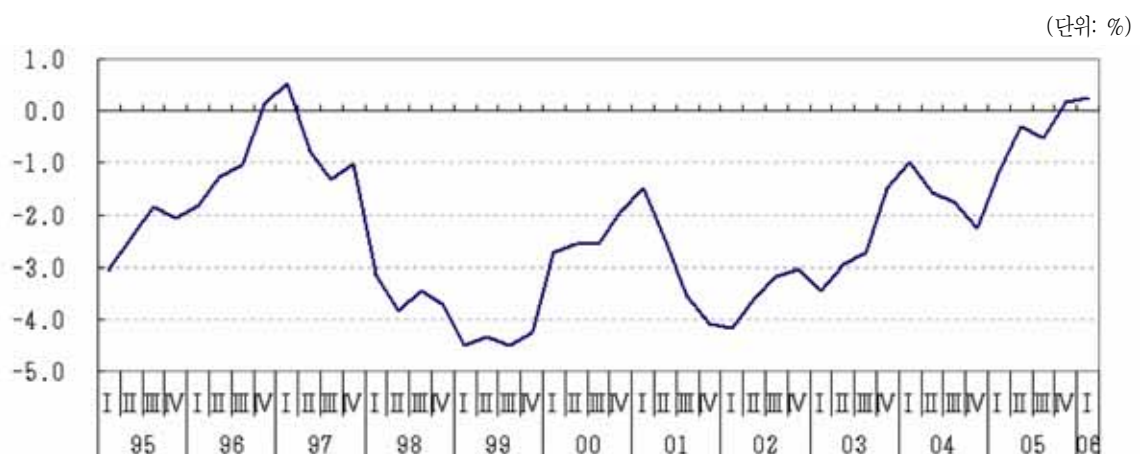
- 수요와 공급 간의 격차를 계산하는 지표로서 내각부는 "需給 Gap"이라는 지표를 작성하고 있음. 동 지표는 이하와 같이 작성됨.

$$\circ \text{需給 Gap} = \left[\frac{(\text{실제 GDP} - \text{잠재 GDP})}{\text{잠재 GDP}} \right] * 100$$

- ※ 실제 GDP가 잠재 GDP를 초과한다 하더라도 단기적으로는 재고조정(즉 수량조정)을 통해 공급이 가능하지만 장기적으로는 물가상승을 통해 수요를 억제하는 시장 메커니즘이 작동하여 물가상승을 유발함. 또한 동 지표는 잠재 GDP의 계산방식에 따라 결과가 크게 달라지기 때문에 전체적인 방향성만을 고찰하는 데 사용됨.

- 동 지표의 추이를 보면 1997년 초를 전후하여 2분기 연속 플러스를 기록하였으나 이후 마이너스 상태가 지속되어 왔음. 그러나 2005년 10~12월기에 0.2%로 플러스로 전환되었고 2006년 1~3월기에도 0.3%로 2분기 연속 플러스를 기록하였음.

<그림 2> 수급 Gap의 추이



자료: 내각부

- 한편, 일본은행도 최근 일본경제가 공급초과상태에서 벗어나기 시작하였다고 인식하고 있음.

- 일본은행이 2006년 4월에 발표한 “경제·물가정세 전망”에서는 일본의 잠재 GDP 성장률을 1%에서 1%대 후반으로 상향 조정하였음.

※ 일본은행이 정의한 잠재 성장률은 물가상승을 동반하지 않으면서 노동투입증가, 자본설비증가, 생산성 향상에 의해 달성 가능한 성장률을 의미함.

- 또한 일본은행은 需給 Gap이 거의 제로 근방에서 추이하고 있다고 인식하면서 일본경제가 디플레이션에서 거의 벗어나고 있다고 인식하고 있음.

라. 장기금리

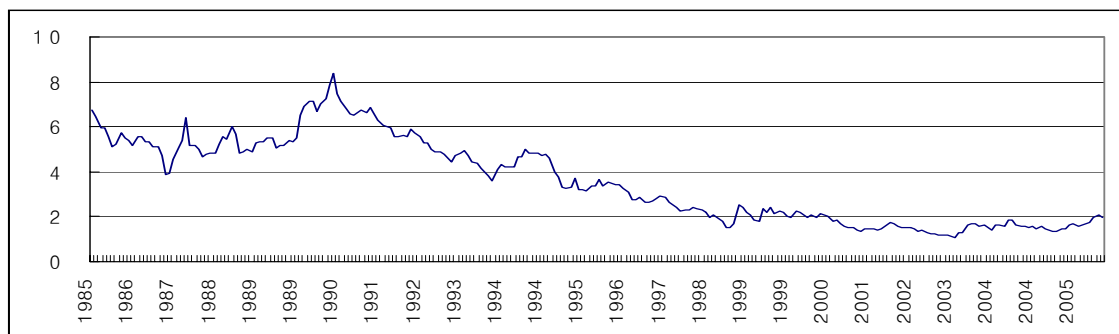
- 일본의 금융시장은 일본은행의 금리인상을 미리 예상하고 있었고 이를 반영하여 이미 장기금리 상승이 이루어져 왔기 때문에 일본은행의 금리인상으로 인하여 장기금리가 급속히 상승할 가능성은 매우 낮다고 평가할 수 있음.

- 일본의 장기금리는 2006년 3월 양적 완화정책이 해제된 이후 이미 서서히 상승기조로 전환되어 왔음. <그림 3>은 일본 장기국채(10년 物, 신규발행국채)의 발행금리 추이를 보여주고 있음.

- 이로부터 알 수 있듯이 1990년 이후 지속적으로 하락해 오던 장기금리가 최근 다시 상승기조로 전환되었고 2%에 근접해 있음.

<그림 3> 신규발행국채의 발행금리 추이

(단위: %)



자료: 일본은행

- 일본의 장기금리 인상은 일본정부의 국채 원리금 부담증가를 초래하기 때문에 일본정부가 추진 중인 재정건전화 정책과 대립되는 측면을 가지고 있음.
- 현재 일본정부의 국채이자 상환비는 연간 약 18조 엔 정도에 이르고 있으나 금리가 1% 상승할 경우 이자부담증가는 2007년 1.6조 엔, 2008년 2.8조 엔, 2009년 4조 엔 정도가 될 것으로 추정되고 있음.

<표 2> 국채금리 1% 상승의 이자부담 증대효과

(단위: 조 엔)

2007	2008	2009
1.6	2.8	4

자료: 재무성

- 이러한 이유로 일본 재무성은 일본은행에 금리인상에 신중할 것을 요구하고 있으나 기본적으로 일본은행의 판단을 존중한다는 입장이었음.

마. 일본은행의 정책 결정권 강화

- 금리인상과 같은 금융정책 결정권은 일본은행 고유권한이며 일본정부는 이러한 일본은행의 고유권한을 존중하고 인정하게 된 것도 금리인상의 중요한 요인임.
- 금리인상에 대해 일본정부 내에 일정한 시각차이가 존재하고 있었음.
- 금리인상 반대론을 주장하는 대표적인 사람은 아베 관방장관 및 타니가키 재무장관임.
 - 아베 관방장관은 금년 10월에 중의원 보궐선거, 내년 여름에는 참의원 선거를 앞두고 있어 금리인상의 부정적 영향을 극도로 경계하고 있었음.
 - 타니가키 재무장관은 정책금리인상으로 인한 장기금리인상이 정부의 국채 원리금 부담을 증가시킬 것을 우려하고 있었음.

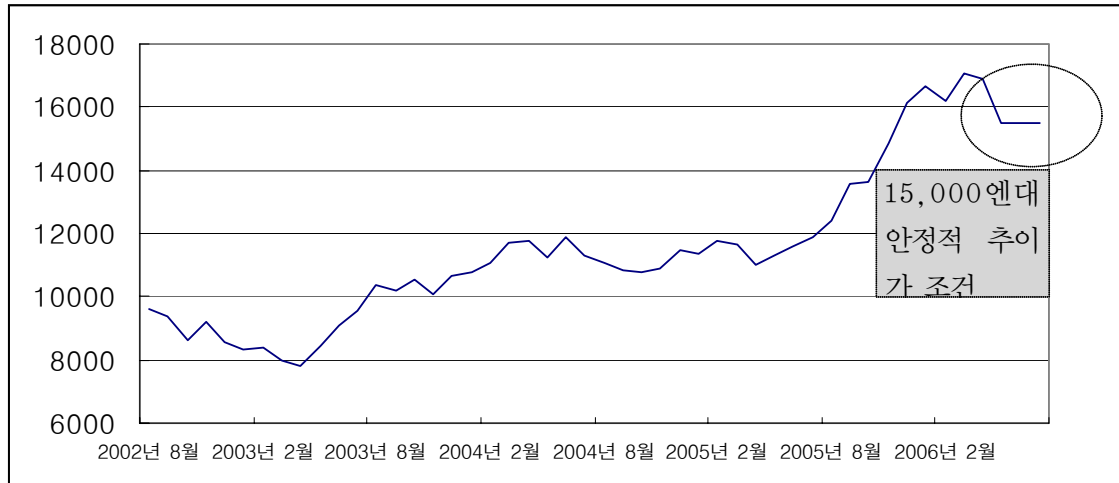
- 한편, 요사노 경제재정담당대신은 현재의 물가상승기조 및 수급 Gap의 상황을 볼 때 일본경제는 실질적으로 디플레이션에서 벗어났다고 인식하면서 일본은행의 금리인상을 용인하는 입장을 보여 왔음.
- 금리인상에 대한 정부 부처간의 시각차이가 존재함에도 불구하고 일본정부는 일본은행에 금리인상을 하지 말 것을 강제하거나 압력을 행사하지는 않았음. 금리인상의 결정권은 어디까지나 일본은행의 고유권한이므로 일본정부는 이를 존중한다는 입장을 취해 왔음.

바. 주가

- 일본은행은 금리인상이 주가에 미치는 부정적 요인을 심각하게 고려해 왔음. 그러나 일본은행은 금리인상으로 인한 주가하락이 제한적일 것이라고 판단하였음.
- 닛케이 평균주가는 2003년 8월 1만 엔대를 회복한 이후 2006년 3월에는 17,000 엔대까지 상승하였다가 점차 하락하여 현재는 15,000 엔대 중반에서 추이하고 있음.
- 일본은행은 주가가 15,000 엔대에서 안정적으로 유지된다면 금리인상을 단행해도 좋다고 판단해 왔고 실제로 금리인상 가능성이 강하게 제기된 7월 초 이후에도 주가의 급락은 발생하지 않았음.
 - 미국경기가 후퇴하고 엔/달러 환율의 하락가능성이 있음에도 불구하고 민간은행의 대출 잔액의 증가, 기계수주액의 증가 등 경기를 견인하는 일본 국내적 요인이 매우 강하게 나타났다.
 - 금리인상이 기업의 금리부담을 증가시키고 기업수익을 압박하는 구조는 기업의 부채 감소에 의해 상당히 해소된 상태이어서 금리인상은 기업경영의 중요한 리스크 요인으로 인식되지 않고 있음.

<그림 4> 닛케이 평균주가의 추이

(단위: 엔)



자료: Nikkei Telecom 21

3. 제로금리정책 해제의 의미와 영향

■ 일본의 제로금리정책 해제는 다음과 같은 의미를 가지고 있음.

- 첫째, 일본경제는 사실상 디플레이션에서 벗어났다는 점을 일본은행이 인정한 것이라는 점임. 따라서 일본은행의 금융정책은 ‘경기의 하방압력에 대한 대응’에서 ‘경기의 상방압력에 대한 대응’으로 정책기조가 근본적으로 전환되었음.
- 그러나 내각부는 아직 일본경제가 디플레이션에서 완전히 탈피하였다고 공식선언을 하지는 않고 있는 상태임. 조만간 일본정부 차원에서 디플레이션 탈피의 공식선언이 나올 가능성이 있음.
- 둘째, 일본은행은 경기의 하방리스크(downside risk)보다 상방리스크(upside risk)를 보다 강하게 우려하고 있음을 확인할 수 있음.
- 완만한 소비자 물가 상승률, 미국 경기 동향의 불투명성, 주가 동향의 불투명성 등을 고려할 때 금번 금리인상은 약간 빠른 감이 있음. 그럼에도 불구하고 금리인상을 단행한 것은 경기과열로 인한 물가 및 자산 인플레이션을 조기에 방지하겠다는 일본은행의 기본적 정책방향을 명확히 보여주고 있음.

- 셋째, 향후의 일본 거시경제정책에서 금융정책이 가장 중요한 정책수단으로서 기능할 수 있게 되었다는 점임.
- 제로금리정책하에서는 금리를 조정할 수 있는 수단이 없어서 금융정책은 경기조절수단으로서 전혀 쓸모가 없었음.
- 그러나 금번 금리인상을 통해 금리의 조정가능성을 회복하였기 때문에 향후 일본 거시경제정책은 금융정책을 중심으로 전개될 것임.
- 재정정책은 경기조절수단으로서 향후 거의 기능하지 못할 것임. 현재 일본정부는 재정건전화를 위한 세출삭감을 재정정책의 기본방향으로 설정한 상태이어서 재정자금을 통한 경기조절은 향후 10년간은 불가능한 상황임.
- 향후 가장 관심을 끄는 문제는 △일본은행의 금리인상 속도, △금리인상이 여타 시장금리, 주가, 환율 등 주요 거시변수에 미치는 영향의 방향과 정도일 것임.
- 조기에 금리를 인상하는 반면 금리인상의 속도는 완만하게 유지한다는 것이 일본은행 금융정책의 기본 방향인 만큼 향후 금리인상은 상당히 완만하게 이루어질 전망이다.
- 일본은행은 부인하고 있으나 일본의 시장관계자들은 금년 내에 추가적인 금리인상이 한 차례 더 있을 것으로 전망하고 있음. 0.25% 정도의 금리인상이 추가적으로 단행될 경우 연내에 콜금리는 약 0.5% 정도로 인상될 것임.
- 또한 물가상승 속도, 주가동향, 미국 경제동향, 투자 동향 등 다양한 변수의 움직임을 주시하면서 탄력적으로 금리를 조정할 예정이어서 이러한 제반 변수들의 움직임에 따라 금리인상 속도가 결정될 것임.
- 한편, 금리인상이 여타 시장금리, 주가 등에 미치는 영향의 정도는 단기적으로 그리 크지 않을 것으로 전망됨.
- 그 이유는 금리인상을 이미 예측하고 있던 시장 참가자들이 금리인상에 대비하여 경제적 조정과정을 사전에 끝냈기 때문임.

- 양적 완화정책이 해제된 금년 3월 이후 금리인상에 대한 기대를 반영하여 장기금리, 금융기관의 예금대출 금리는 이미 상승하였고
- 주가 또한 금년 3월의 17,000엔 대에서 현재까지 15,000엔 대로 이미 하락한 상태임. 따라서 금리인상으로 인한 이들 변수의 Overshooting 현상은 발생하지 않을 전망이다.
- 향후 일본기업들의 기업경영에 가장 큰 영향을 미칠 변수는 금리보다도 환율임.
 - 2006년 3월 말 엔/달러 환율은 117.4엔이었으나 양적 완화정책 해제 이후 엔/달러 환율은 현재 114엔대로 하락하였음. 이러한 환율 하락추세는 금리인상을 미리 예상한 시장의 반응의 결과로 해석되며 금번의 금리인상은 이러한 추세를 더욱 가속화시킬 가능성이 높음.
- 이러한 일본의 거시경제동향이 우리 경제에 미치는 영향은 다음과 같음.
 - 첫째, 엔화 가치 상승으로 인하여 엔화와 원화의 디커플링 현상이 해소될 가능성이 있음. 이는 해외시장에서 일본기업과 경쟁관계에 있는 우리 상품의 수출에 긍정적 영향을 줄 것임.
 - 둘째, 주가에는 부정적 영향을 미칠 가능성이 있음. 세계적인 고금리 현상으로 인하여 국제적인 유동자금 규모가 축소되고 국내 주식시장에서의 외국인 매수세가 더욱 감소될 가능성이 있음.
 - 셋째, 현재 약 100억 달러 전후로 추정되는 엔화 대출에 대한 환차손 및 금리부담 증가가 발생할 가능성이 있어 이에 대한 대비가 필요함.