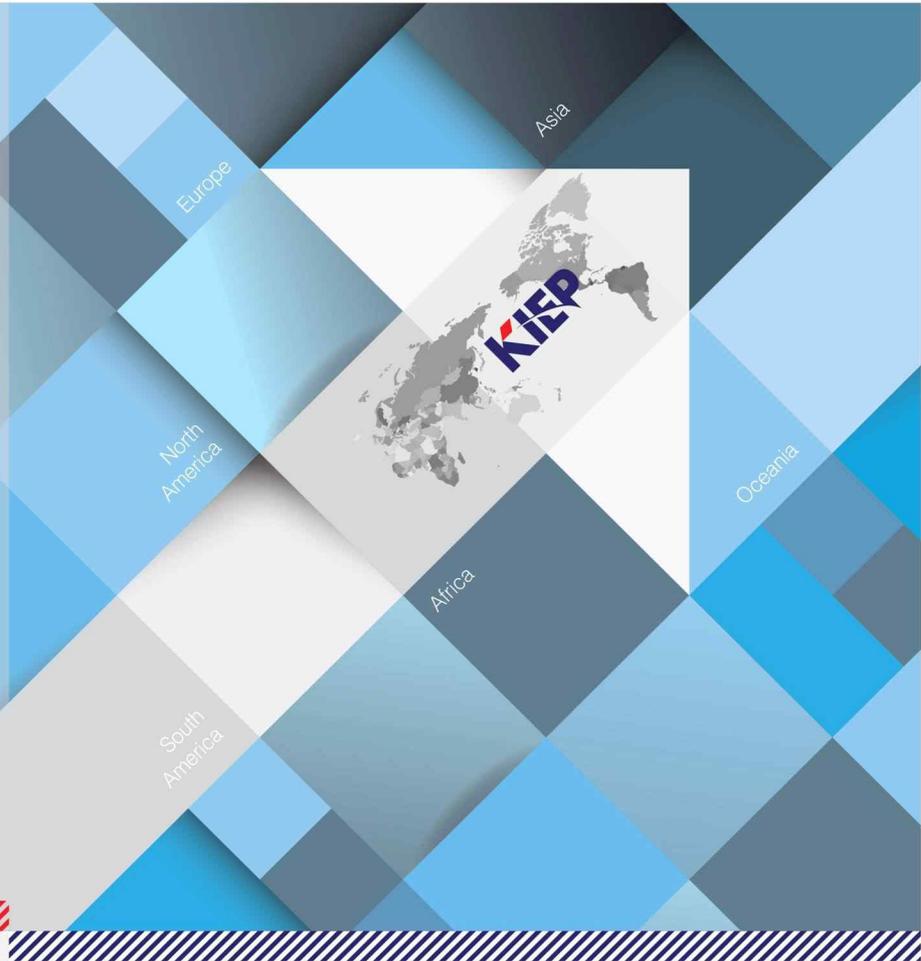




KIEP 기초자료
23-09

2023년 8월 10일



일본은행의 금융완화정책 10년의 평가와 향후 전망

김승현 세계지역연구센터 일본동아시아팀 전문연구원

(shkim@kiep.go.kr, 044-414-1035)

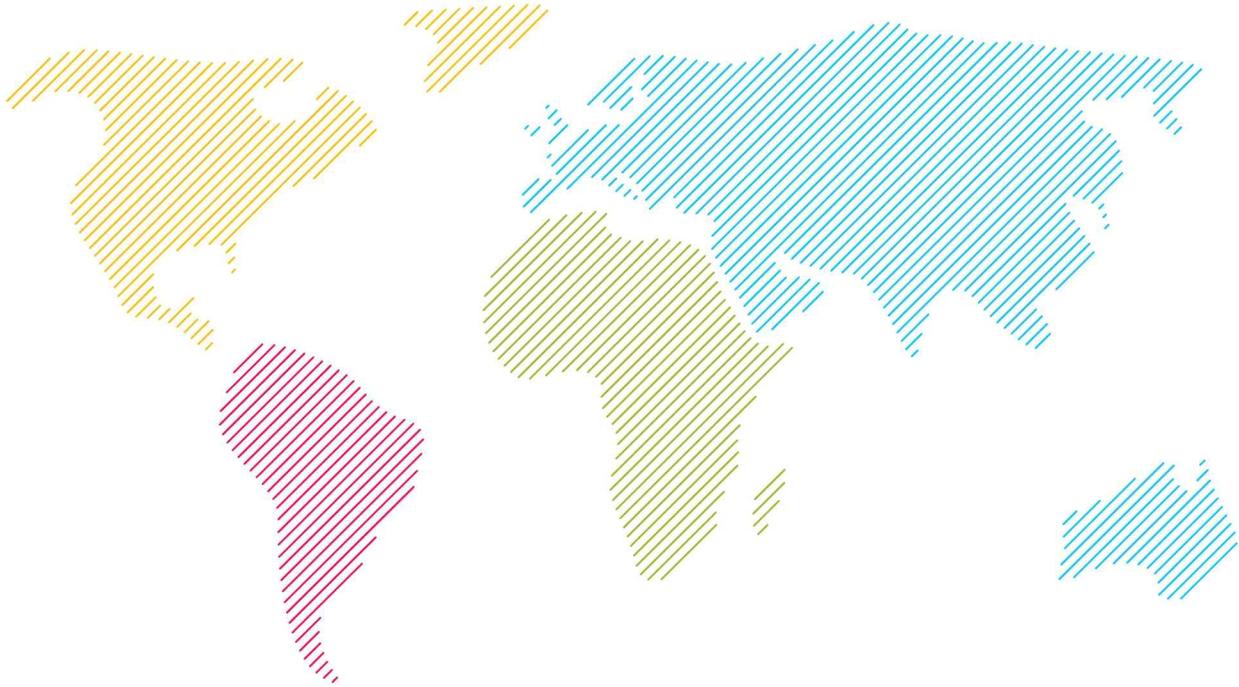
손원주 세계지역연구센터 일본동아시아팀 연구원

(wjson@kiep.go.kr, 044-414-1287)

일본은행의 금융완화정책 10년의 평가와 향후 전망

요약

- ▶ [주요 정책] 일본은행은 2013년 3월 장기간 이어져 온 디플레이션 탈출 및 일본경제 회복을 목표로 내세우고 양적·질적 금융완화정책에 돌입하였으며, 이후 대내외 경제상황에 따라 국채와 위험자산 매입 확대 및 금리조절 등 다양한 정책 수단들을 동원하여 현재까지 정책을 지속하고 있음.
 - [정책 도입] 2013년 3월 일본은행은 장기국채 매입을 통한 본원통화량 2배 확대(양적완화), 위험자산(ETF 및 J-REIT) 매입 확대(질적완화) 등 '양적·질적 금융완화정책'을 도입함.
 - [국채 및 위험자산 매입 확대] 소비세율 인상 및 해외경제 침체 등 대내외 경제 여건의 변화가 일본경제에 부정적 영향을 미칠 때마다 국채, 위험자산 등의 매입을 확대함.
 - [YCC 도입] 2016년 9월 국채 매입 등 기존 정책을 유연하게 추진하기 위해 단기금리는 -0.1%로 고정하고 장기금리는 0% 수준을 유지하도록 하는 장·단기 금리조절 정책을 실시함.
 - [코로나19 대응] 코로나19로 침체된 경기를 부양하기 위해 일본은행은 ETF·J-REIT 매입을 확대하고 다시 국채를 무제한적으로 매입하며, 코로나19 대응 자금유통 지원 특별 프로그램을 실시함.
 - [장기금리 변동폭 확대] 금융완화정책을 확대·지속해 오는 가운데, 금융정책을 더욱 탄력적으로 운영하기 위해 장기금리 변동폭을 점차 확대해 나가고 있음(23.7 기준 +0.6%).
- ▶ [일본경제 현황 및 정책 평가] 일본은행의 금융완화정책 추진에도 불구하고 경제성장의 효과는 뚜렷하지 않은 것으로 보임.
 - [소비자물가] 임금인상 등 국내수요를 진작시킬 여건이 충분히 조성되지 않아 일본은행이 의도한 수요견인 인플레이션은 거의 일어나지 않고 있음.
 - [투자] 제조업을 중심으로 금융완화정책 추진 기간 동안 기업의 실적이 크게 증가하였지만, 정작 기업들은 일본 국내에서의 투자 증대에는 비교적 소극적이었던 것으로 보임.
 - [고용] 취업자 수의 증가는 주로 비정규직 증가에 기인하였으며, 임금 인상도 연평균 1%를 하회하는 등 실질적으로는 고용시장의 개선 효과가 크지 않았던 것으로 판단됨.
 - [금융·재정] 일본은행의 수익률 곡선 제어정책은 국채 수익률을 왜곡시키는 한편 국채의 이자 비용을 낮은 수준으로 유지하는 역할을 하여 정부의 재정지출 확대를 초래한 측면이 있는 것으로 보임. 또한 방대한 국채·ETF 매입으로 일본은행의 자산이 급격하게 팽창하여 향후 출구전략이 쉽지 않을 전망이다.
- ▶ [결론] 일본은행은 2% 물가안정 목표 달성을 위해 모든 정책적 수단을 총동원하였지만 의도한 총수요 증대 및 이를 통한 경제성장의 효과는 그다지 크지 않았던 것으로 보이며, 정책의 장기화로 인해 실물 및 재정·금융 부문에 미치는 부정적 영향이 커짐.
 - 일본은행은 수요 진작을 통한 2% 물가상승 및 일본경제의 지속적·안정적 성장을 도모하였지만 사실상 이는 달성되지 못하였으며, 이는 장기침체 기간 동안 위축된 민간부문의 심리를 중앙은행의 금융완화정책으로 개선시키기에는 한계가 있었다는 점을 의미하는 것으로 볼 수 있음.
 - 일본은행은 국내외 경제상황 등을 감안하여 목표를 수정하는 등 정책을 유연하게 추진할 필요가 있었던 것으로 보이나, 초기 목표에 고착함에 따라 정책이 10년 넘게 장기화되고 이로 인해 국채 수익률 곡선 왜곡, 급격한 엔화 약세로 인한 민간부문의 부담 등이 나타남.
- ▶ [향후 전망] 일본은행의 통화정책 변경은 대내외 경제상황에 따라 좌우될 것으로 보이나, 불확실한 경제 여건이 정책 추진에 제약 요소로 작용할 것으로 보임. 또한 향후 대량으로 매입한 국채 및 위험자산의 매각 과정에서 부작용이 발생할 가능성이 있으며, 재정지출이 확대된 상황에서 앞으로 금리인상 시 재정리스크를 타개해 나가는 것이 관건이 될 전망이다.



차 례

1. 검토 배경
2. 금융완화정책 추진 배경과 주요 정책
 - 가. 일본은행의 정책 추진 배경
 - 나. 주요 금융완화정책
3. 일본경제 현황 및 금융완화정책의 평가
 - 가. 일본경제 현황
 - 나. 금융완화정책의 평가
4. 결론 및 향후 전망
 - 가. 결론
 - 나. 향후 전망

참고문헌

1. 검토 배경

■ 일본은행은 2013년 3월 장기간 이어져 온 디플레이션 탈출 및 일본경제 회복을 목표로 내세우고 금융완화정책에 돌입하였으며, 이후에도 대내외 경제 상황에 따라 정책을 변경하면서 금융완화정책을 현재까지 약 10년 이상 지속해 오고 있음.

- 일본은행은 2013년 1월 ‘디플레이션 탈피와 지속적인 경제성장 실현을 위한 정부·일본은행의 정책 연대’라는 공동성명을 발표함과 동시에 ‘전년대비 소비자물가 상승률 2%’를 물가안정 목표로 내걸고 이를 가능한 한 조기에 실현하겠다는 방침을 제시함.
- 이를 위해 2013년 3월 금융완화정책에 착수하였고, 현재까지 국채와 위험자산 매입 및 금리조절 등 다양한 정책 수단들을 동원하여 정책을 지속하고 있음.

■ 2022년 하반기부터 2% 이상을 상회하는 인플레이션 국면이 이어지고 일본은행 총재가 교체되면서 정책 변경 가능성도 제기된 바 있으나, 신임 우에다 총재는 정책 지속을 시사하여 한동안은 현재의 금융완화정책의 형태가 유지될 것으로 보임.

- 2022년 4월 일본은행 총재가 교체되기 전 신선식품을 제외한 소비자물가지수(근월 CPI) 상승률이 3%를 초과하는 양상이 지속되자 금융시장에서는 정책 수정에 대한 기대감 등이 반영되어 국채금리가 0.5% 수준까지 상승함.
- 그러나 새로 취임한 우에다(植田) 총재는 현 금융완화정책을 지속하는 것이 적당하다는 발언을 하였으며, 4월 27일 취임 후 실시한 첫 금융정책결정회합 이후 3개월간 현 금융완화정책을 유지하였음.
- 7월 28일에는 장기금리가 0.5%를 초과하여도 이를 용인하기로 하였지만, 정책의 큰 틀은 아직까지 유지 중임.

■ 다만 인플레이션 국면이 지속되고 2023년 1/4분기 경제성장 지표가 비교적 양호한 것으로 나타남에 따라, 일본경제의 회복 및 하반기 이후의 정책 변경 가능성에 대한 견해들도 제기되고 있음.

- 신선식품을 제외한 소비자물가지수 상승률이 2021년 하반기부터 플러스로 전환된 데 이어, 2022년 4월에는 일본은행이 목표로 하는 2%를 초과하고 2023년 1월에는 4.2%까지 상승함.
- 한편 일본경제는 2022년 4/4분기 이후 2분기 연속 플러스 성장(23년 1/4분기는 전기대비 +0.7%)을 하는 등 코로나19 팬데믹의 충격에서 회복되고 있다는 평가도 존재함.

■ 이에 본고에서는 일본은행이 금융완화정책을 추진하기 이전 일본경제 상황을 개관하여 정책 추진 배경을 파악하고, 일본은행이 실시한 주요 정책과 일본경제의 현황 등을 점검하여 정책이 실질적으로 효과가 있었는지 여부를 분석한 다음, 향후 정책 변경과 관련하여 전망해 보고자 함.

- 정책 추진 이전 분석대상 기간은 1980년부터 금융완화정책의 도입 직전인 2012년까지로 하며, 정책의 효과 여부를 살펴보기 위한 분석대상 기간은 정책 도입 전후 비교를 위해 2012년부터 구로다 전 일본은행 총재의 재임기간인 2022년까지로 함.

2. 금융완화정책 추진 배경과 주요 정책

가. 일본은행의 정책 추진 배경

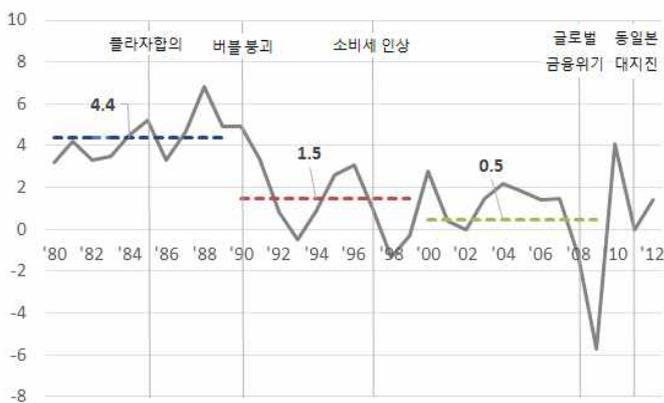
1) 실물부문

■ [개관] 일본의 실질 GDP 성장률은 1980년대 평균 4.4%에 달했던 것에 비해 1990년대와 2000년대 각각 1.5%, 0.5%로 급격히 하락했으며, 2010년 이후 회복하는 듯했으나 2011년 동일본 대지진 및 글로벌 경기 악화로 회복세가 둔화됨(그림 1 참고).

- 일본경제는 1990년대 초반 버블경제 붕괴¹⁾를 기점으로 자산가치 하락과 함께 기업 투자 및 가계 소비 부진이 오랫동안 이어졌으며, 2008년 글로벌 금융위기의 여파로 생산 및 무역 부문도 타격을 받음.
- 한편 2010년 4.1%의 GDP 성장률을 보이며 회복하는 듯했으나, △2011년 동일본 대지진 △엔고 현상 △유럽 재정위기를 포함한 해외 경제 침체와 같은 경제 하방요인들이 강하게 작용함에 따라 성장 모멘텀을 상실함.
- 실질 GDP 구성항목별 기여도를 살펴보면, 90년대 이후 설비투자 및 개인소비와 같은 내수의 기여도가 점차 축소되는 가운데 수출이 성장세를 견인해 왔으나 2011년 이후 글로벌 불확실성이 확대됨에 따라 수출주도의 성장을 더 이상 기대하기 어렵게 됨(그림 2 참고).

그림 1. 일본 GDP 성장률 추이

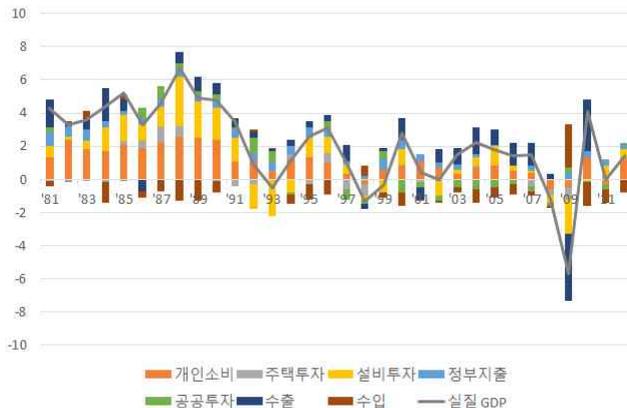
(단위: 전기대비 증감률, %)



자료: IMF(검색일: 2023. 5. 9).

그림 2. 일본 GDP 구성항목별 기여도

(단위: 계절조정, 실질, %)



자료: 内閣府(검색일: 2023. 6. 14).

1) 1985년 플라자합의를 계기로 엔화 강세에 따른 수출 부진이 우려되자 일본 정부는 정책금리를 여러 차례 인하(5%에서 2.5%)하고 대규모 건설 프로젝트를 포함한 내수 확대 정책을 적극적으로 시행함. 이 같은 저금리 환경에서 실물 경제 회복 및 주가·부동산 가격 상승이 나타났으며, 금융기관의 대출 확대와 기업의 재테크 열풍에 힘입어 자산 가격이 추가적으로 상승함에 따라 거품이 형성됨. 일본은행은 1989년 5월 정책금리를 2.5%에서 3.25% 인상한 것을 시작으로 1990년까지 총 5차례에 걸쳐 금리를 6%까지 인상했으며, 이 같은 긴축정책은 부동산 용자 총량규제와 같은 지가대책과 함께 버블 붕괴를 촉진하는 요인으로 작용함. 経済社会総合研究所(2011), pp. 131~138. pp. 378~379, pp. 445~453.

■ [소비] 1990년대 중반 이후 버블 붕괴로 인한 소득 증가율 하락 및 역자산효과로 소비지출이 감소세로 전환되었음.²⁾

- 가계의 실질임금이 1990년대 중반에 최고치를 달성한 후 감소세로 돌아선 가운데, 노후 대비 및 경제적 불확실성 등으로 인해 젊은 세대를 중심으로 예비적 저축과 부동산 관련 부채가 증가함에 따라 소비지출이 크게 위축됨.
 - 소비지출의 증가율을 보면, 1980년대 3.3% 수준이었으나 1990년대와 2000년대에 각각 0.7% 및 -1%로 하락함 (그림 3 참고).
 - 실질임금의 증가율은 1980년대 1.2%, 1990년대 0.3%, 2000년대 -0.6%로 소득이 점차 감소(그림 4 참고).
- 2012년의 경우, 개인소비가 동일본 대지진의 여파에서 회복하면서 일본경제를 견인하고 있었으나 친환경 자동차 보조금 지원³⁾ 종료로 인한 승용차 구매감소 등이 소비지출 상승분 일부를 상쇄하며 답보상태에 봉착함.⁴⁾

그림 3. 일본 가계 소비지출 및 증가율

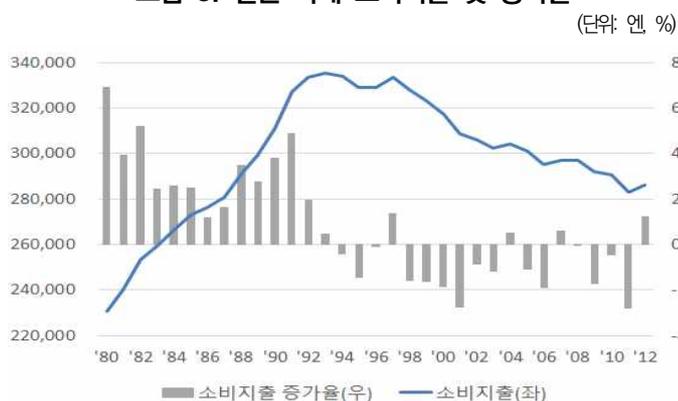
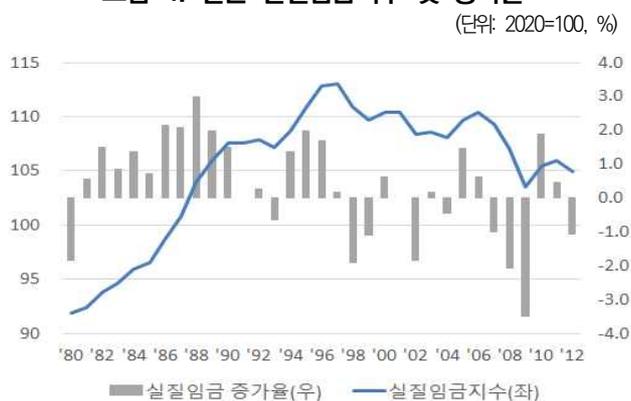


그림 4. 일본 실질임금지수 및 증가율



■ [기업] 일본기업의 경상이익은 증가 추세인 가운데, 경기 불확실성으로 인해 설비투자 확대에는 신중한 모습임(그림 5 참고).

- [매출액] 1980년대 이후 매출액을 보면 제조업 대기업은 꾸준한 증가세를 보였으며 비제조업 대기업은 2000년대 이후 증가세로 전환되었으나, 중소·중견 기업을 중심으로 1990년대 초반 매출액이 크게 감소한 후 회복하지 못하고 있어,⁵⁾ 1990년대 이후부터 보합 상태임.
- [경상이익] 경상이익의 경우, 위기 때마다 침체되는 모습을 보였으나 위기를 거둬들수록 수익 개선을 위한 일본기업의 비용 조정 능력이 개선됨에 따라 회복하는 속도가 빨라짐.⁶⁾
- [설비투자] 버블 붕괴 등으로 불확실성이 확대되자 기업들은 설비·고용·채무를 축소하는 이른바 '3대 과잉 해소'에 집중하며 설비투자 삭감 및 설비 폐기를 추진해왔으며,⁷⁾ 2000년대 중반에는 잠시 투자심리가 회복하는 듯했으나 2008년 금융위기 이후 다시 침체됨.

2) 内閣府(2019), p. 105, pp. 125~126.

3) 일정한 환경 성능(연비 기준)을 만족하는 신차를 구입하여 1년간 사용한 경우 보조금을 지급하는 제도로, 1차는 2009년 4월부터 2010년 9월까지, 2차는 2011년 12월부터 2012년 9월까지 시행되었음.

4) 内閣府(2012), p. 23.

5) 中小企業庁(2015), p. 49.

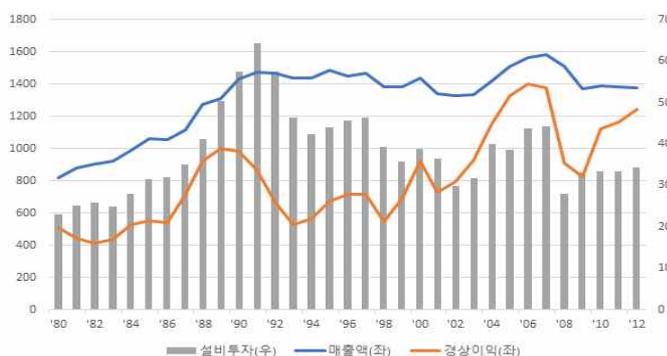
6) 第一生命経済研究所(2010), pp. 2~3.

7) 日本銀行(2006), p. 2.

- 2012년의 경우, 대유럽 및 대중국 수출이 감소하고 친환경 자동차 보조금 지원 정책이 종료됨에 따라 제조업을 중심으로 매출 및 이익이 감소하였으며, 이에 따라 동일본 대지진으로부터의 복구 및 부흥 수요에 힘입어 회복하고 있던 설비투자도 부진하게 됨(그림 6 참고).⁸⁾

그림 5. 일본 기업의 설비투자, 매출액, 경상이익 추이

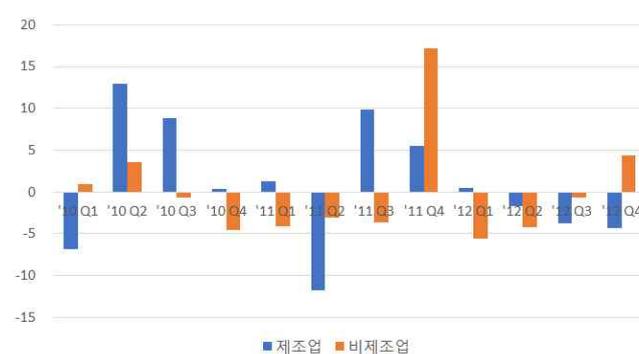
(단위 조 엔)



주: 1) 회계연도(4월 ~ 다음 해 3월) 기준.
2) 금융업, 보험업을 제외한 전 산업 통계.
3) 설비투자는 소프트웨어를 제외한 금액.
자료: 財務省(검색일: 2023. 5. 9).

그림 6. 일본 제조업·비제조업 설비투자 증가율

(단위: 전기대비, %)



주: 1) 금융업, 보험업을 제외한 전 산업 통계.
2) 소프트웨어를 제외한 금액(계절조정치).
자료: 財務省(검색일: 2023. 6. 5).

■ [물가] 일본은 1990년대 버블붕괴 이후 물가가 급격하게 하락했으며, 2012년까지 완만한 디플레이션 상태를 이어오고 있는 것으로 판단됨(그림 7 참고).

- 1990년대 버블 붕괴 직후 물가하락과 실물경제 축소가 연쇄적으로 발생하는 ‘디플레이션 스파이럴’ 현상이 나타날 것이라는 우려도 있었으나, 이후 소비자물가상승률은 0% 수준에서 횡보하며 완만한 디플레이션 상태를 유지함.
- 한편 디플레이션 현상이 장기화됨에 따라 디플레이션 기대가 고착화되고 이는 추가적인 기대 인플레이션 하락으로 이어져 일시적인 충격으로는 기대 인플레이션을 올리는 것이 어렵게 됨.⁹⁾
 - 1997년 소비세율 인상 및 2008년 원유 및 곡물 가격 상승 등으로 인해 기대 인플레이션이 일시적으로 상승하는 시기가 존재했으나, 근본적인 물가 기대치를 높이지는 못함.¹⁰⁾

■ [무역] 일본은 2010년 이후 반도체를 포함한 전자 부품의 생산경쟁력 하락과 자동차 산업의 해외 생산 이전 등으로 수출이 부진한 가운데,¹¹⁾ 2012년에는 여러 대내외 상황으로 인해 역대 최대 규모의 무역적자를 기록함.¹²⁾

8) 内閣府(2012), pp. 17~19.

9) 内閣府(2010), pp. 117~118.

10) ‘기대 인플레이션의 상승’은 ①물가 하락을 예상하는 가구의 수가 감소한 것을 의미하는 ‘디플레이션 기대 완화’와 ②물가 상승을 예상하는 가구의 수가 증가한 것을 의미하는 ‘인플레이션 기대 확대’의 두 가지 상황을 반영한 것인데, 디플레이션 상황에서 탈피하기 위해서는 ‘인플레이션 기대 확대’보다 ‘디플레이션 기대 완화’를 끌어내는 것이 더욱 바람직함. 이러한 관점에서 수입 원재료 상승으로 인한 인플레이션 기대 확대는 바람직한 움직임으로 볼 수 없음. 内閣府(2010), p. 110.

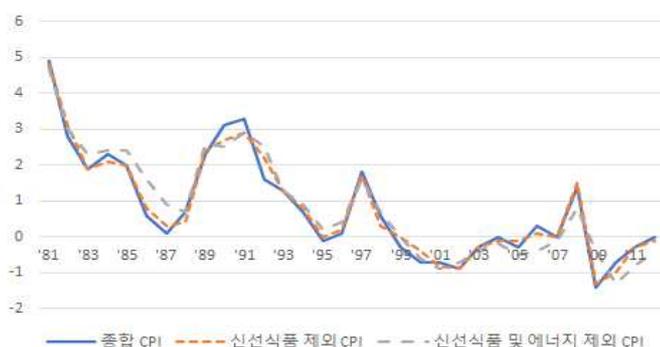
11) 内閣府(2012), pp. 4~5.

12) 内閣府(2012), pp. 4~5.

- 플라자 합의(1985년)¹³⁾ 이후 엔고 현상이 진행되었으나 1990년대는 자동차와 정보통신 산업의 발달에 따른 수출 증대로 무역수지 흑자를 이어갈 수 있었으며, 2000년대는 엔화가 다소 약세로 돌아서며 수출여건이 개선되는 등 결과적으로 무역흑자가 30년 동안 지속됨(그림 8 참고).
- 2012년에는 엔고와 더불어 중국 및 EU의 경제 침체로 인한 수출 감소와 LNG 수요 확대 등으로 인한 수입 증가로 무역수지가 제2차 석유파동 때인 1980년대보다 악화되면서 역대 최대치(약 7조 엔)를 기록함.¹⁴⁾

그림 7. 일본 소비자물가상승률 추이

(단위: 전년대비 증감률, %)



자료: 政府統計の総合窓口(e-stat)(검색일: 2023. 5. 9).

그림 8. 일본 수출입 및 무역수지

(단위: 백억 달러)



자료: JETRO(검색일: 2023. 5. 9).

2) 금융부문

■ [환율] 2000년대 들어 절하되었던 엔화는 2008년 글로벌 금융위기 이후 안전자산 선호 경향과 미일 금리차 축소 등으로 인해 빠른 속도로 절상됨.¹⁵⁾

- 엔달러 환율은 2007년 5월 약 120엔 수준에서 2011년 10월 76엔대까지 하락하는 등 엔화 가치가 큰 폭으로 상승함.
- 실질실효환율 기준으로 보면 2012년 환율은 과거 엔고 최고치를 달성했던 1995년에 비해 약 30% 정도 낮은 수준으로 엔고 현상 자체는 심하지 않은 것으로 나타났으나, 교역조건(수출물가/수입물가)이 악화되면서 수출 기업에는 악재로 작용함.¹⁶⁾
 - 2008년 3/4분기부터 2012년 3/4분기까지 실질 수출은 약 10.6% 정도 감소했는데 그중 1/3인 3.2% 정도가 환율 상승에 의한 것으로 추산되는 등 엔고 현상이 실제 수출에 미치는 영향이 적지 않았던 것으로 보임.¹⁷⁾

13) 1985년 9월, 미국의 경상수지 적자를 개선하기 위해 G5(미국, 영국, 프랑스, 독일, 일본) 재무장관들은 주요 통화 대비 미국 달러의 가치를 절하시키는 방향으로 외환시장에 개입하기로 합의함.

14) 経済産業省(2013), p. 281.

15) 内閣府(2011), pp. 22~27.

16) 経済産業省(2012), pp. 247~248, pp. 251~252.

17) 内閣府(2012), p. 6.

그림 9. 엔화 환율 추이



자료: 日本銀行(검색일: 2023. 5. 9).

■ [국채] 일본 국채는 만성적인 재정적자로 인해 지속적으로 증가해 2012년 GDP 대비 국채잔액 비율이 141.2%로 세계에서 가장 높은 수준을 기록함.

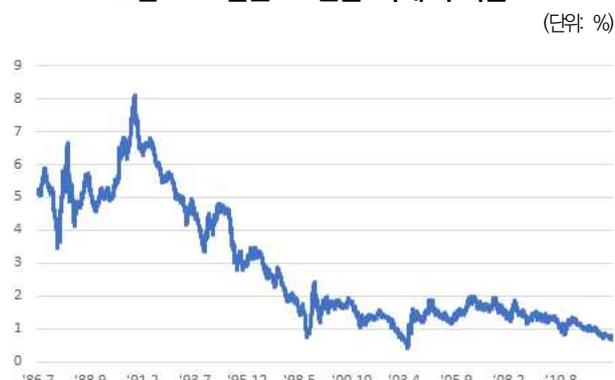
- 일본 국채는 대부분 국내 투자자가 보유하고 있고 금리가 매우 낮은 수준임을 고려하면 위험성이 높지는 않은 것으로 판단되나, 2011년 유럽 정부 채무 위기를 계기로 일본의 재정건전성에 대한 우려의 목소리도 존재함.
 - o 2011년 주체별 국채 보유비율¹⁸⁾: 은행(41.4%), 보험(22.4%), 공적연금(9.2%), 일본은행(9.0%), 해외(6.7%), 연기금(3.8%), 가계(3.8%), 일반정부(0.2%), 기타(3.4%)
- 일본의 10년물 국채 수익률은 1990년대 이후 지속적으로 하락했으며, 2012년 12월 기준 0.7~0.8%대 수준을 기록함.
 - o 은행이 대출 부진과 자본적정성 비율 규정 및 위험 관리 강화를 목적으로 하는 기업 회계 시스템의 변화로 국채 보유량을 늘린 점도 10년 만기 국채 수익률이 크게 하락하는 데 기여함.¹⁹⁾

그림 10. 일본 국채잔액 추이



자료: 財務省(검색일: 2023. 5. 22).

그림 11. 일본 10년물 국채 수익률



자료: 財務省(검색일: 2023. 5. 22).

18) 財務省(2012), p. 27.

19) 内閣部(2011), p. 166.

나. 주요 금융완화정책

1) 기존 통화정책(2012년 이전)²⁰⁾

■ 2009년 11월 일본 정부가 디플레이션을 선언한 데 이어, 2010년 10월 일본은행이 물가안정을 위해 '포괄적 금융완화정책'을 도입하였으나 효과가 미미했음.

- '포괄적 금융완화정책'은 ① 0~0.1% 수준의 정책금리(콜금리), ② 금융완화정책의 지속 약속(포워드 가이드스), ③ '자산매입기금'²¹⁾ 신설을 통한 자산매입 시행의 세 가지로 이루어짐.²²⁾
 - 일본경제가 장기적인 디플레이션 상태에 빠진 가운데, 이미 0%에 가까운 정책금리로 인해 전통적인 금리조작 방식의 금융완화책으로는 한계가 존재함에 따라 당시 일본은행은 ②, ③과 같은 비전통적인 금융완화 방식을 추가로 도입함 (표 1 참고).
 - 특히 ③의 매입 대상으로 ETF나 J-REIT와 같은 위험자산을 포함시켰다는 점에서 획기적이라는 의견도 존재함.²³⁾
- 한편 '포괄적 금융완화정책'으로 인한 일본은행의 대차대조표 확대 속도는 유럽 및 미국 중앙은행의 금융완화 정책 수준에 미치지 못했으며, 디플레이션 개선 측면에서도 효과가 불분명하였음.²⁴⁾

표 1. 제로금리하에서의 금융완화수단 유형

정책 수단	포워드 가이드스 (Forward Guidance)	신용·질적 완화 (Credit Easing)		양적완화 (Quantitative Easing)
		체제적 위험에 대한 대응	경제대책	
개요	중앙은행이 금융완화 지속을 약속하는 것	금융충격으로 인해 일시적으로 기능이 마비된 시장으로부터 중앙은행이 특정 자산을 매입하는 것	중앙은행이 시장으로부터 자산을 다량 매입하는 것	단기 자산공급을 통한 중앙은행의 부채(지급준비금)를 증가시키고, 본원통화를 공급
기대 효과	사람들의 미래 단기금리 전망을 낮추어 현재의 중장기 금리인상	기능이 저하된 시장에서 자산의 위험 프리미엄을 낮추어 시장 안정화 도모	특정 자산의 위험 프리미엄을 낮추어 민간은행의 자산 구성 비율을 변화시켜(포트폴리오 리밸런싱 효과) 경제를 자극	1. 다른 완화 수단을 보강 2. 포트폴리오 리밸런싱 효과로 경제를 자극 3. 기대 인플레이션율을 높이고 실질금리를 낮춤
사례	일본은행(제로금리정책, 양적완화정책, 포괄적 금융완화정책) 미국 FRB(2011년 8월~)	2008년 글로벌 금융위기 당시 여러 중앙은행이 시행	영국BOE(자산매입프로그램) 일본은행(자산매입기금) 미국 FRB(대규모 자산매입 프로그램)	일본은행(양적완화정책)

주: 신용·질적완화의 결과로서 양적 완화와 같이 중앙은행의 부채가 증가하는 면도 있으나, 정책을 명확하게 구별하기 위해 수단별로 정리함
자료: 鈴木 克洋(2013), p. 5.

20) 아시아 금융위기 이후 일본은행은 2~3차례 양적완화정책을 사용한 바 있지만, 본고에서는 2013년 아베노믹스 직전의 양적완화정책에 초점을 맞춤.
21) 자산매입기금(2010.10월 기준 35조 엔 규모)을 통해 질적완화 수단에 해당하는 특정자산(채권, CP, ETF, J-REIT 등) 매입(5조 엔 규모) 외에도 양적완화 수단에 해당하는 고정금리방식의 공통담보자산공급 오퍼레이션(30조 엔 규모, 2009.12월 도입)을 함께 추진함.
22) 日本銀行(2010), p. 1.
23) 鈴木 克洋(2013), p. 14.
24) 全国銀行協会(2017), p. 9.

2) 양적·질적 금융완화정책('13 도입)

■ 2013년 3월, 일본은행은 아베노믹스의 3개의 화살 중 첫 번째 화살로서 이른바 이차원(異次元) 완화정책이라 불리는 '양적·질적 금융완화정책'을 도입하며 대규모 금융완화책을 본격적으로 시행함.

- 2013년 1월, 일본 정부와 일본은행은 디플레이션 타개와 지속적인 경제성장을 위해 정책 연계를 강화하겠다는 공동선언을 발표²⁵⁾하며, 물가안정 목표를 '소비자물가지수 전년대비 상승률 2%'로 보다 명확히 함.
- 공동선언을 기반으로 일본은행은 2년간 '본원통화량 2배 확대(양적완화)'와 '매입 국채의 평균 잔존만기 연장 및 자산(ETF 및 J-REIT) 매입 확대(질적완화)' 등을 골자로 한 '양적·질적 금융완화정책'을 발표함(표 2 참고).²⁶⁾
 - 동 정책은 2001년 '양적 금융완화정책(조작목표를 금리에서 통화량으로 전환)'²⁷⁾과 2010년 '포괄적 금융완화정책(특정자산 매입)'에서 시행된 바 있으며, 2013년 '양적·질적 금융완화정책'은 과거 정책들을 총동원하는 종합정책이라고 볼 수 있음.²⁸⁾
- 일본은행은 금리 하락 및 자산가격 상승과 더불어 기대 인플레이션을 상승을 통한 △기업 및 가계의 자금 조달비용 인하 △리스크 자산에 대한 투자 촉진 △은행의 대출 확대 △주가 상승 △연화 약세 등 실물경제로의 파급효과를 기대함(그림 12 참고).

표 2. 2013년 일본은행의 '양적·질적 금융완화정책' 내용

주요내용	<ul style="list-style-type: none"> - [목표] 2%의 물가안정을 위해, 2년 정도의 기간을 염두에 두고 가능한 한 조기에 실현함. - [양적·질적으로 차원이 다른 금융완화] <ul style="list-style-type: none"> · 본원통화: 연간 60조~70조 엔 증가(2년간 2배) · 장기국채 보유잔액: 연간 50조 엔 증가(2년간 2배 이상) · 장기국채 평균잔존만기: 7년 정도(2년간 2배 이상) · ETF 보유잔액: 연간 1조 엔 증가(2년간 2배 이상) · J-REIT 보유잔액: 연간 300억 엔 증가 - [알기 쉬운 금융정책] <ul style="list-style-type: none"> · 자산매입기금의 폐지 및 장기국채 구입방식 일원화 · 양적완화의 조작목표로 '본원통화량'을 채택 - [금융완화 지속기간] <ul style="list-style-type: none"> · 안정적인 2% 물가상승률 달성을 위해 필요한 시점까지 금융완화를 지속 · 경제 및 물가에 대한 상·하방 리스크 요인을 고려하여 필요에 따라 조정 실시
기대효과	<ul style="list-style-type: none"> - 장기금리 인하 및 자산 가격 인상 - 리스크 자산 운용을 증가시키는 방향으로 포트폴리오 리밸런싱 효과 - 시장·경제주체의 기대를 근본적으로 전환

자료: 黒田 東彦(2013), 図表1~3.

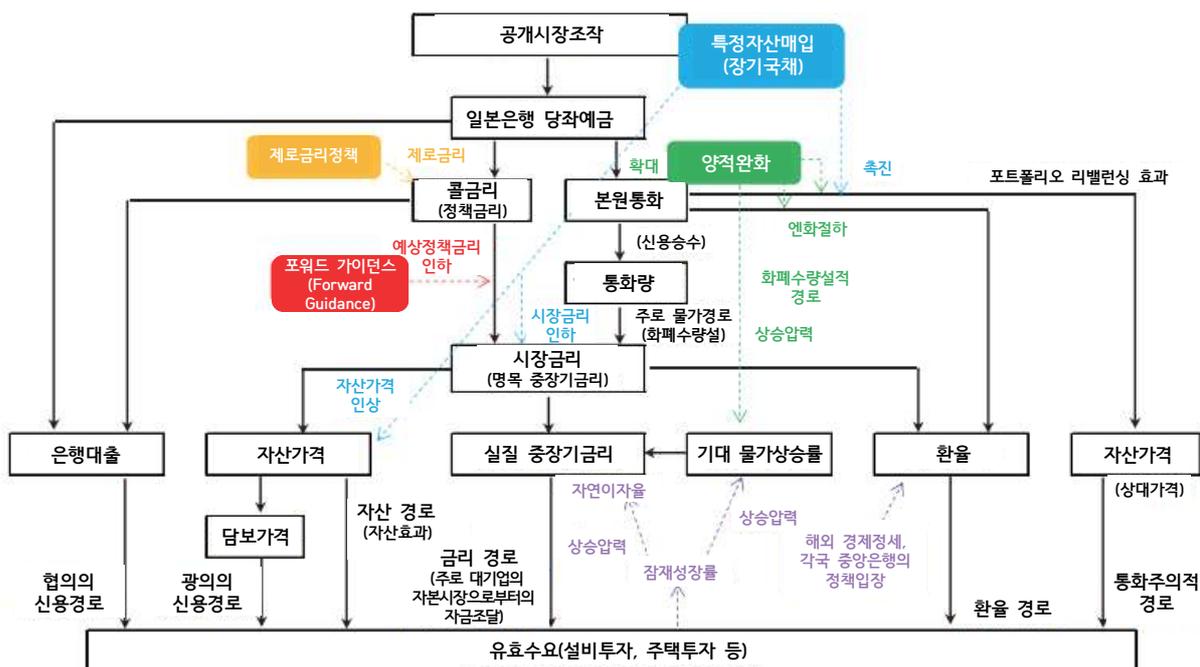
25) 内閣府·財務省·日本銀行(2013).

26) 日本銀行(2013), pp. 1~2.

27) 1990년대 자산버블 붕괴 이후 일본의 경제성장이 둔화된 가운데 2000년대 초 IT 버블 붕괴 및 금융기관 구조조정 등으로 금융시장에 추가적인 어려움이 예상됨에 따라 2001년 3월, 일본은행은 제로금리하에서 조작 목표를 콜금리 대신 당좌예금 잔액으로 전환하여 국채를 매입하는 방식으로 시장에 자금을 제공하는 '양적 금융완화정책'을 도입, 2006년 3년까지 시행함.

28) 鈴木 克洋(2013), p. 4.

그림 12. '양적·질적 금융완화정책'의 파급경로



주: Kuttner and Mosser(2002)와 渡辺(2004)의 금융정책 파급경로도를 기반으로 양적·질적금융완화정책 도입을 상정하여 작성
자료: 鈴木 克策(2013), p. 6.

■ [금융완화정책의 강화: 위험자산 매입 확대 및 마이너스 금리 도입] 2014년 10월 일본은행은 소비세율 인상에 따른 수요 약화와 유가 폭락²⁹⁾이 물가 하방 압력으로 작용함에 따라 기존의 '양적·질적 금융완화정책'을 보다 강화함.³⁰⁾ 또한 2016년 1월 ETF 연간 매입량 증액 및 '마이너스 금리를 포함한 양적·질적 금융완화'를 도입함.³¹⁾

- [위험자산 매입 확대] 연간 본원통화 증액량을 기존보다 약 10조~20조 엔 많은 80조 엔 수준으로 확대하였으며, 장기국채의 경우 보유잔액은 연간 80조 엔(기존보다 30조 엔 증가)이 되도록 국채 매입량을 늘리고, 평균잔존 기간도 7~10년으로 기존보다 최대 3년 정도 연장함.
 - 다만 수익률 곡선 전체의 금리 하락을 촉진하기 위해 금융시장 상황에 따라 유연하게 대응
- ETF와 J-REIT의 경우, 보유잔액이 각각 연간 3조 엔 및 900억 엔 수준(기존보다 3배 증가)으로 증가하도록 매입하고, 매입 대상에 JPX-닛케이 400에 연동하는 ETF를 추가함.
- [마이너스 금리 도입] 과거 금리인하 정책 도입 시 무담보 콜금리를 대상으로 했던 것과 달리, 당좌예금 중 '정책금리잔액'에 대해 마이너스 0.1% 금리를 도입함(글상자 1 참고).³²⁾

29) 2014년 국제유가는 우크라이나 사태 및 이라크 내전과 같은 지정학적 리스크에도 불구하고 원유의 안정적인 공급과 달러 강세가 이어지면서 2012년 이후 가장 낮은 수준(2014년 10월 21일 기준, 두바이유 가격은 배럴당 84.33달러)을 기록함. KIEP(2014), p. 14.

30) 日本銀行(2014).

31) 日本銀行(2016a).

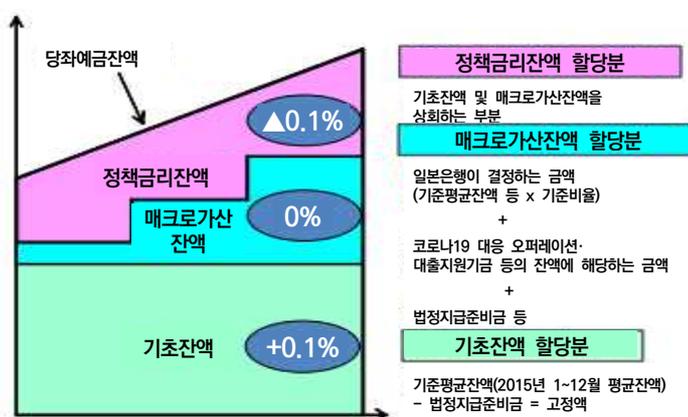
32) 일본은행은 1994년 금리 자유화로 인해 1995년부터 단기 금리를 조절하는 공개시장조작을 시행해왔으며, 1998년부터 콜금리를 금융시장 조작목표로 설정하였음. 2001년 도입한 「양적완화정책」 하에서는 조작목표가 콜금리가 일본은행 당좌예금 잔액으로 변경되었으나, 2006년 「양적완화정책」을 종료하면서 조작목표는 다시 콜금리로 전환됨. 日本銀行 사이트(검색일: 2023. 6. 8).

- 이 밖에도 장기국채 평균잔존기간을 7~12년으로 늘리고(2015년 12월 도입), ETF의 연간 매입량을 기존 3조 엔에서 6조 엔으로 증액(2016년 7월 도입)하며 기존 완화책들을 강화해 나감.³³⁾
- 이처럼 금융완화를 확대한 이유는 유가 하락 및 신흥국발 글로벌 금융시장 불확실성 확대 등으로 디플레이션 기조의 전환에 어려움이 예상됨에 따라 경기침체 리스크를 방지하고 2% 물가안정 목표의 모멘텀을 유지하기 위함임.

글상자 1. 일본의 당좌예금 구조

- 일본은행 당좌예금은 '기초잔액', '매크로가산잔액', '정책금리잔액'의 3층 구조로 이루어져 있음.
- 이는 2016년 일본이 금융완화책으로서 당좌예금에 마이너스 금리를 도입하는 과정에서 금융기관의 수익에 미치는 영향을 고려하여 당좌예금 중 일부에만 마이너스 금리를 적용하기 위함임.
- [기초잔액] 기준평균잔액(2015년 1~12월)에서 법정지급준비금을 제외한 금액으로 '0.1%' 금리가 적용됨.
- [매크로가산잔액] 당좌예금잔액에서 기초잔액 상한치를 뺀 잔액 중 ①법정지급준비금 ②코로나19 대응 및 대출지원기금 운용을 위해 필요한 잔액 ③조정금액(기준평균잔액×기준비율)을 더한 금액으로 '0%'의 금리가 적용됨.
- [정책금리잔액] 당좌예금 잔액에서 기초잔액과 매크로가산잔액을 제외한 나머지 금액으로 '-0.1%' 금리가 적용됨.

그림 1. 일본은행 당좌예금 3층 구조



자료: 日本銀行(2022a), pp. 3~4.

- [금융완화정책의 변경: YCC 도입] 2016년 9월 일본은행은 '장단기 금리조작을 포함한 양적·질적 금융완화'로 정책을 수정하고, 장단기 금리 조절(YCC: Yield Curve Control) 및 오버슈팅형 커미트먼트 정책을 새롭게 도입함.³⁴⁾
- [배경] 마이너스 금리 도입 이후 수익률 곡선 평탄화³⁵⁾가 진행됨에 따라 '단기조달·장기운용'을 수익구조로 삼고 있는 은행의 수익성이 악화되고 보험 및 연금 운용에도 어려움이 발생할 수 있다는 우려가 제기됨.³⁶⁾
 - 한편 일본은행은 2016년 9월 그간의 '양적·질적 금융완화정책'이 △엔화 약세 △주가 상승 △실업률 하락 △디플레이션 개선 등으로 이어진 점과 '마이너스 금리' 도입에 따른 금리 인하 효과가 확대되었다는 점을 들어 어느 정도 성과가 있었다고 판단함.³⁷⁾

33) 日本銀行(2015), p. 1, 日本銀行(2016b), p. 1.

34) 日本銀行(2016c).

35) 수익률 곡선은 채권 만기와 수익률 간의 관계를 나타낸 곡선으로, 일반적으로 보통 채권 만기가 길어질수록 수익률이 높아지는 우상향하는 형태를 가지고 있음. 채권의 만기가 늘어나도 수익률이 높아지지 않아(장단기 금리차 축소) 수익률 곡선이 수평에 가까워지는 현상을 수익률 곡선 평탄화라고 함.

36) 日本銀行(2016d), p. 12.

- 이에 따라 일본은행은 금융정책 조절 목표를 '통화량'에서 다시 '금리'로 전환하여 수익률 곡선 평탄화를 해결하면서도 기존의 국채 매입액을 고정하는 방식보다 유연하게 대응할 수 있도록 하는 YCC 정책을 도입함으로써 금융정책 지속성을 확보하고자 함.
- [YCC 정책] 단기 정책금리를 마이너스로 하고, 10년물 국채 금리를 0% 수준을 유지하도록 장기국채 매입에 초점을 맞춤.
 - 장기 국채 매입액은 현상 유지하되(보유잔액 증가액 연간 80조 엔 수준), 금리가 0%대를 유지하도록 국채를 매입하며, 기존의 평균잔존기간 규정은 폐지함.
 - 장단기 금리 조절을 원활하게 시행하기 위해 일본은행이 지정하는 이율로 국채를 매입하는 '지정가격 오퍼레이션' 제도를 신설하고, 기존의 고정금리 자금제공 오퍼레이션의 운용 기간을 기존 1년에서 10년으로 연장함.
- [오버슈팅형 커미트먼트 정책] 일본은행은 2%의 지속적인 물가상승률을 달성할 때까지 현 금융안화정책을 유지할 것을 선언함.
 - 기대 인플레이션은 ①2%의 목표를 달성할 것이라는 미래지향적(forward looking)인 기대를 의미하는 '합리적 기대'와 ②과거의 물가상승률이 지속된다는 '적응적 기대'의 두 가지의 영향을 받게 되는데, 일본은행은 통화정책의 신뢰성을 토대로 ①을 보다 강화한다는 의미에서 오버슈팅형 커미트먼트 정책을 도입함.³⁸⁾

■ [정책 지속성 확보] 2018년 7월 일본은행은 소비세율 인상(2019년 10월)을 앞두고 '경제 물가의 불확실성을 고려하여 매우 낮은 장단기 금리 수준을 유지'한다는 포워드 가이던스를 천명하였으며, 2019년에는 강력한 금융안화의 '지속성'에 초점을 맞춘 각종 조치들을 발표함.³⁹⁾

- 세부 조치는 △일본은행 적격담보 확대 △'성장기반 강화 지원 자금공급'의 편의성 향상 및 이용 촉진 △국채 보완공급(SLF) 요건 완화 △ETF 대출 제도 도입 등으로 구성됨.⁴⁰⁾
 - [일본은행 적격담보 확대] 회사채에 관한 신용도 요건을 기존의 신용등급 A 이상에서 BBB 이상으로 완화하는 등 일본은행의 적격담보 대상을 확대함.
 - [성장기반 강화 지원자금] 경제성장에 기여하는 대출 및 투자를 시행하는 금융기관에 대해 일본은행이 저금리 또는 장기로 자금을 공급하는 '성장기반 강화 지원자금'의 시행기간을 연장하고, 기존 이용처에 대해서는 공급실적을 근거로 이용 범위를 정하고 그 범위 내에서 자금을 공급받을 수 있도록 편의성을 제고함.
 - [국채보완공급(SLF) 요건 완화] 일본은행이 보유한 국채를 시장참가자에게 일시적으로 빌려주는 제도(국채의 매입 조건부 매각)인 국채보완공급(SLF: Security Lending Facility)을 시행함에 있어 역일보⁴¹⁾ 인하 및 종목별 매각 상한액 철폐를 시행함.
 - [ETF 대출 제도 도입] 일본은행이 보유한 ETF를 시장참가자에게 일시적으로 공급해 주는 ETF 대출제도를 신설함.⁴²⁾

37) 日本銀行(2016e), p. 1, p. 4.

38) 특히 일본의 경우 기대 인플레이션이 과거와 동일한 수준으로 지속될 것이라는 '적응적 기대' 요소가 강하게 작용하고 있어, 더욱 강력한 금융안화 방법을 도입할 필요가 있다고 판단한 것으로 보임. 日本銀行(2016e), p. 8.

39) 정책금리에 대한 일본은행의 포워드 가이던스는 일부 수정을 거쳐 2019년 10월 「일본은행은 '물가안정의 목표'를 향한 모멘텀이 손상될 우려에 주의할 필요가 있는 동안에는 정책금리를 현재의 장단기 금리 수준, 또는 그것을 밑도는 수준으로 추이하는 것을 상정하고 있다」로 결정되었음. 2020년 이후에는 코로나19 팬데믹 진행 상황에 따라 일부 문구의 추가 또는 수정이 있었으나, 「정책금리를 현재의 장단기 금리 수준, 또는 그것을 밑도는 수준으로 추이하는 것을 상정하고 있다」라는 문구는 2023년 4월 금융정책결정회의에서 삭제되기 전까지 계속 유지되었음.

40) 日本銀行(2019), p. 3.

41) 일본은행으로부터 국채를 빌림으로써 지급하는 비용.

- 이러한 조치들은 ‘양적·질적 금융안화정책’으로 인해 일본은행의 보유 비율이 높은 자산(주식의 경우, 부동산(浮動株)⁴³)가 적은 종목을 중심으로 시장 기능 및 유동성 저하 등이 확인됨에 따라 일본은행이 금융안화를 지속하고 부작용을 완화할 목적으로 도입한 것으로 볼 수 있음.⁴⁴
 - 예를 들어 국채의 경우, ‘양적·질적 금융안화정책’ 도입을 기점으로 일본은행의 보유 비율이 지속적으로 증가한 반면, 기타 금융기관의 보유 비율은 정책 도입 이전에 비해 1/3 정도 감소하여 국채 판매자가 부족한 현상이 발생함.
 - 이로 인해 국채 시장의 기능이 저하되고 일본은행이 대규모 국채 매입을 유지하기 어려워질 수 있다는 우려가 발생함.

■ [코로나19 대응] 2020년 3~5월, 일본은행은 코로나19로 침체된 경기를 부양하고자 △ETF 및 J-REIT 매입 확대 △적극적인 국채 매입 △코로나19 대응 자금유통 지원 특별 프로그램을 골자로 한 금융안화의 강화책을 발표함.⁴⁵

- [ETF 및 J-REIT 매입 확대(3월)] 연간 매입상한액을 각각 6조 엔과 900억 엔에서 2배인 12조 엔과 1,800억 엔 수준으로 확대함.
- [적극적인 국채 매입(4월)] 채권시장의 유동성이 저하된 가운데 정부의 코로나19 긴급경제대책⁴⁶으로 국채발행액이 증가하게 됨에 따라 채권시장과 수익률 곡선 전체를 안정시키기 위해 장단기 국채 매입을 더욱 적극적으로 시행하기로 결정함.
 - 장기 국채의 경우, 연간 매입상한액 기준(약 80조 엔)을 철폐하고 무제한으로 매입하기로 결정함.
- [코로나19 대응 특별 프로그램(3~5월)] CP 및 회사채 매입을 확대함과 더불어 금융기관의 대출을 촉진하기 위해 다양한 인센티브를 부여하는 두 가지 오퍼레이션(코로나19 오퍼레이션, 새로운 자금공급수단)을 도입함 (표 3 참고).
 - 두 가지 오퍼레이션 중 하나는 가계 및 기업 채무를 포함한 민간 채무를 담보로 금융기관에 대출 재원을 제공하는 ‘코로나19 오퍼레이션’이며, 다른 하나는 정부의 긴급경제대책과 연계한 중소기업 대상 자금 조달책이라고 할 수 있는 ‘새로운 자금공급수단’임.
 - 두 오퍼레이션을 활용할 경우, 이용잔액에 상응하는 당좌예금에 0.1% 이자를 지급하고 이용잔액의 2배 금액만큼을 매크로 가산잔액으로 가산하게 하여, 금융기관 입장에서는 일종의 보조금처럼 플러스 이자를 받을 수 있을 뿐만 아니라 -0.1% 금리가 적용되는 정책금리잔액이 줄어들어 금리 부담이 줄어든다는 인센티브가 있음.⁴⁷

42) 증권회사와 같은 마켓메이커가 보유하고 있는 ETF가 부족할 경우 시장 기능이 충분히 발휘되기 어려울 수 있는 점을 고려하여 일본은행이 보유하고 있는 ETF를 시장참가자에게 일시적으로 빌려주는 제도로, 이를 통해 ETF 시장의 유동성을 확보할 수 있음. 渡邊 将史(2019), pp. 102~103.

43) 시장에서 거래될 가능성이 높은 주식으로 부동산이 많을수록 유동성이 높다고 할 수 있음.

44) 渡邊 将史(2019), p. 99, p. 102.

45) 日本銀行(2020a); 日本銀行(2020b); 日本銀行(2020c).

46) 2020년 4월, 일본 정부의 코로나19 긴급경제대책(재정지출 기준 48.4조 엔 규모)은 △감염확대 방지 △고용 유지 및 사업 지속 △민관 경제활동 회복 △강인한 경제구조 구축 등으로 이루어져 있으며, 재원 마련을 위해 국채 발행 규모를 증액함. 鎌倉 治子(2020), pp. 3~4, p. 7.

47) 大和総研(2020), pp. 3~5.

표 3. 코로나19 대응 자금조달 지원 특별 프로그램

	정책수단	내용
CP 및 회사채 매입 확대 (2020. 4)	매입 잔액 목표	(기준) 약 5.4조 엔 ⇒ 약 20조 엔
	회사채 잔존기간	(기준) 1년 이상 3년 이하 ⇒ 1년 이상 5년 이하
	발행주체 당 매입잔액 상한	(기준) CP 1,000억 엔 ⇒ 5,000억 엔 (기준) 회사채 1,000억 엔 ⇒ 3,000억 엔
	개요	민간 채무를 담보로 1년 이내 기간동안 자금을 0% 금리로 제공하는 제도
코로나19 대응 금융지원 특별 오퍼레이션 (코로나19 오퍼 레이션) (2020. 3 도입, 2020. 4 확충)	대상 적격대출	가계 및 기업 채무를 포함한 민간 채무
	대상 기관	일본은행 당좌예금 거래 금융기관, 계통회원 금융기관(신용금고, 신용조합, 농협 등)
	인센티브	이용잔액의 2배 금액을 0% 금리를 적용하는 '매크로가산잔액'으로 가산, 이용잔액에 상응하는 당좌예금에 0.1% 이자 지급
새로운 자금공급수단 (2020. 5 도입)	개요	대상 적격대출을 담보로 1년 이내 기간동안 0% 금리로 자금을 제공하는 제도
	대상 적격대출	정부의 긴급경제대책에 따른 무이자·무담보 대출 및 신용보증협회의 보증을 받아 실행한 대출
	대상 기관	일본은행 당좌예금 거래 금융기관, 계통회원 금융기관(신용금고, 신용조합, 농협 등)
	인센티브	이용잔액의 2배 금액을 0% 금리를 적용하는 '매크로가산잔액'으로 가산, 이용잔액에 상응하는 당좌예금에 0.1% 이자 지급

주: 2020년 6월부터 '코로나19 대응 금융지원 특별 오퍼레이션'과 '새로운 자금공급수단'은 일시적으로 운영. 日本銀行(2020. 6. 3).

자료: 日本銀行(2020a); 日本銀行(2020b); 日本銀行(2020c); 大和総研(2020)를 참고하여 작성

■ [장기금리 변동폭 확대] 금융안화정책을 확대 및 지속해오는 가운데, 2018년 이후 일본은행은 금융정책을 더욱 탄력적으로 운영하기 위해 장기금리 변동폭을 점차 확대해 나감.

- 일본은행은 2016년 YCC 정책 도입 당시 $\pm 0.1\%$ 수준이었던 장기금리 변동폭을 2018년에 $\pm 0.2\%$ 로 변경한 것을 시작으로, 2021년과 2022년에 $\pm 0.25\%$ 와 $\pm 0.5\%$ 로 확대함.⁴⁸⁾
- 일본은행은 국채시장의 기능 저하를 우려하여 장기금리가 적절한 수준에서 변동하기 쉬운 환경을 조성하고자 했으나, 실질적인 금리 변동폭이 감소하는 현상이 발생함에 따라 2021년에는 변동폭을 확대하겠다는 뜻을 시장에 보다 확실하게 밝힘.⁴⁹⁾
 - 2020년 하반기 미국 장기금리가 상승했음에도 일본은행의 대규모 국채 매입을 지속하는 한 금리가 상승하지 않을 것이라는 시장의 견해로 인해 일본의 장기금리가 0%대 초반에 머무르는 현상이 발생함.⁵⁰⁾
- 한편 일본은행의 장기금리 변동폭 확대 조치는 언론과 금융시장에서 사실상의 금리 인상으로 받아들여지기도 함.⁵¹⁾

■ [현황] 최근 일본은행은 코로나19 대응책들을 단계적으로 축소하면서도 2%의 물가안정목표 실현 및 지속을 위해 필요한 시점까지 기존의 '장단기 금리조작을 포함한 양적·질적 금융안화'를 유지하기로 결정함.

48) ニッセイ基礎研究所(2023), p. 1.

49) 日本銀行(2021a), p. 3.

50) ニッセイ基礎研究所(2021), p. 3.

51) 日本経済新聞(2022. 12. 20).

- [장단기 금리] 단기금리 -0.1%, 장기금리 0%의 금리 목표와 무제한으로 필요한 만큼 장기 국채를 매입한다는 현 방침을 유지할 계획임.
- [자산매입 방침] 2022년 3월 말을 기점으로 CP 및 회사채 매입 상한액을 약 20조 엔으로 증액했던 조치를 종료하고, 매입 속도와 매입 잔액을 팬데믹 이전 수준(약 2조 및 3조 엔 규모)으로 서서히 축소해 나가기로 방침을 수정함.⁵²⁾
- 이 밖에도 코로나19 대응 금융지원 특별 프로그램 중 대기업과 주택용자를 중심으로 한 지원은 2022년 3월 말, 중소기업 대상 지원은 2023년 3월 말에 각각 종료함.⁵³⁾
- 한편, 일본은행은 새로운 총재 취임⁵⁴⁾ 후 처음 개최되는 2023년 4월 금융정책결정회의에서 포워드 가이드의 일부 내용을 수정하고, 향후 1년~1년 반 동안 90년대 이후 일본은행의 금융완화정책에 대해 다각도로 평가하기로 결정하며 향후 정책변경 가능성을 시사함.⁵⁵⁾
 - 포워드 가이드에서 코로나19 관련 내용과 '정책금리를 현재 수준 또는 이를 하회하는 수준을 상정한다'는 문구를 삭제함.
 - '일본은행은 국내외 경제와 금융시장을 둘러싼 불확실성이 매우 높은 가운데, 경제·물가·금융정세에 따라 기동적으로 대응하면서도 끈질기게 금융완화를 지속함으로써 임금 상승을 동반하는 2%의 물가안정 목표를 지속적·안정적으로 실현하는 것을 목표로 한다'는 문구를 새로 추가함.

3. 일본경제 현황 및 금융완화정책의 평가

■ 구로다 전 일본은행 총재는 퇴임 기자회견에서 ① 경제 성장, ② 디플레이션 탈피, ③ 투자 증가, ④ 고용 증가 등을 양적·질적 금융완화정책의 성과로 언급함.⁵⁶⁾ 이에 본 절에서는 일본경제의 현황을 점검하고, 총재가 언급한 경제 부문별 성과와 그 이면을 분석하여 정책이 실질적으로 효과가 있었는지의 여부를 살펴보고자 함.⁵⁷⁾

가. 일본경제 현황

■ [실질 GDP] 일본의 실질 GDP는 2018년까지 증가 추이를 보였으나, 2020년 코로나19 팬데믹으로 크게 감소한 이후 아직까지 이전의 경제 수준을 회복하지 못하고 있음.

- 금융완화정책을 도입한 이후 실질 GDP는 517조 8,416 엔(2012년)에서 매년 소폭 증가하여 2018년에는 554조 7,665억 엔으로 2012년 대비 약 4% 정도 증가함(그림 13 참고).
- 2020년에는 코로나19의 영향으로 마이너스 성장(528조 8,946억 엔, -4.3%)을 한 이후에는 2년 연속 플러스 성장을 하였으나, 코로나19 직전인 2018년 수준에는 아직 미치지 못함.

52) 日本銀行(2021b), p. 1.

53) 日本銀行(2021b), p. 1, 日本銀行(2022b), p. 1.

54) 2023년 4월, 구로다 하루히코 총재(2013년 3월 취임)가 퇴임하고 우에다 가즈오 총재가 새롭게 취임함.

55) 日本銀行(2023).

56) 日本銀行(2023. 4. 10), 「黒田総裁退任記者会見」, pp 1~5.

57) 본 절에서는 분석대상 기간을 일본은행이 통화정책을 도입하기 직전인 2012년부터 구로다 전 총재의 재임 기간이었던 2022년까지로 함.

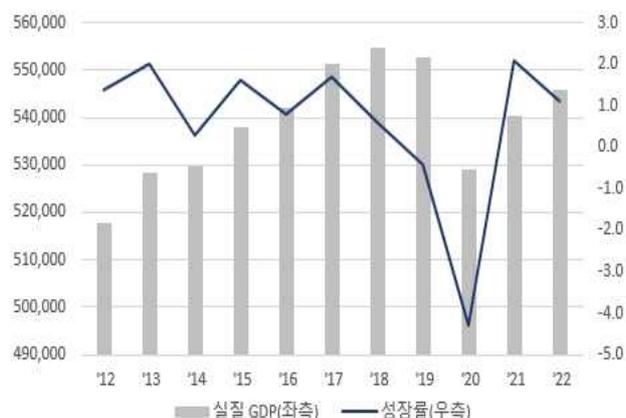
- 다만 분기별로 살펴보면, 2022년 하반기 일본 정부가 무비자 관광 입국 허용 및 격리조치 해제 등을 실시하면서 외식·숙박업 등을 위주로 개인소비가 회복됨에 따라 2022년 4/4분기부터 2분기 연속 플러스 성장세를 보임(23년 1/4분기 +0.7%).

■ [소비자물가지수] 2022년 우크라이나 사태 이후 원자재 및 에너지 가격이 지속적으로 높은 수준을 유지함에 따라 수입물가가 상승하는 등 비용 상승 인플레이션의 국면이 지속되고 있음.

- 소비자물가지수는 2022년 4월 2%를 돌파한 이후 지속적으로 상승하고 있는데, 2023년 1월에는 신선식품을 제외한 소비자물가지수(근원 CPI) 상승률이 4.2%에 육박함(그림 14 참고).
- 2023년 4월 기준 소비자물가지수 상승률은 전년동월대비 3.5%로 나타남.
- 일본은행은 최근 물가 상황과 관련하여 2022년 7월 전망 리포트에서는 에너지, 식료품 가격이 상승함에 따라 소비자물가가 동반상승하고 있다고 언급하였으며, 2023년 1월과 4월에는 에너지 외에도 수입단가의 상승이 소비자가격 전가로 이어지고 있다는 견해를 표명함.⁵⁸⁾
- 다만, 2023년부터는 신선식품 및 에너지 가격을 제외한 소비자물가지수 상승률이 종합물가지수와 신선식품 제외 소비자물가지수 상승률을 상회하고 있는데, 이는 코로나19 봉쇄조치 해제로 대면 서비스 등의 수요가 증가함에 따라 나타나는 현상으로 볼 수 있음.⁵⁹⁾

그림 13. 2012년 이후 연간 실질 GDP 추이

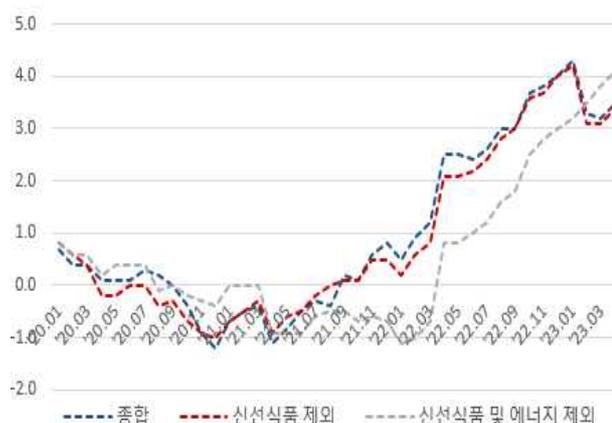
(단위: 계절조정, 전기대비, %)



자료: 内閣府(검색일: 2023. 6. 14).

그림 14. 2020년 이후 소비자물가지수 추이(월간)

(단위: 전년동월대비, %)



자료: 総務省・統計局(2023), 「2020年基準消費者物価指数」.

■ [투자] 코로나19 팬데믹으로 인해 대내외 경제가 침체되면서 설비투자도 대폭 감소하였지만, 2021년 하반기부터 기계 분야 등을 중심으로 설비투자가 점차 다시 증가하고 있는 추세임.

- 코로나19 팬데믹 이후 경제활동이 점차 정상화되면서 업무용 기기, 전기기기 등 기계분야와 수송 부문에서의 설비투자 증가에 힘입어 2022년 3/4분기부터 설비투자가 3분기 연속 증가하고 있음(그림 15 참고).⁶⁰⁾

58) 日本銀行(2022a), pp 1~4, 日本銀行(2023a), pp 1~4 및 日本銀行(2023b), pp 1~4.

59) 「日銀緩和修正、もろ刃の株高 物価・賃金の好循環見極め」, 『日本経済新聞』(2023. 5. 26).

60) 財務省, 「法人企業統計」.

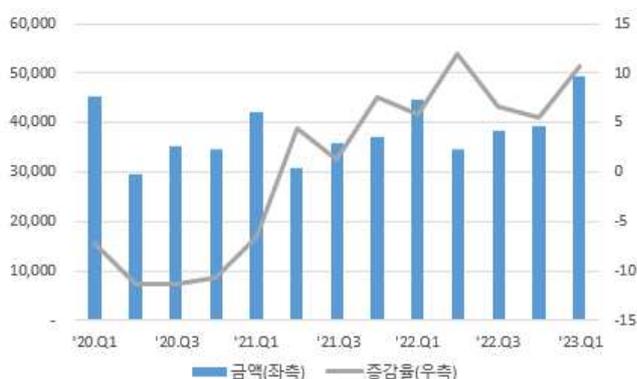
- 2023년 1/4분기에는 수송 부문에서의 설비투자 증가(전기대비 +21.2%)가 제조업 전체 설비투자의 증가를 견인함(+10.7%).
- 연도 기준으로는 2019, 2020년도에 코로나19 팬데믹으로 인해 제조업을 중심으로 경상이익이 감소함에 따라 설비투자 역시 철강업을 제외한 전 제조업 부문에서 감소함. 2021년도에는 봉쇄조치 등이 점차 해제되면서 경상이익이 2017년 이래 최대 수준(+52.1%)을 기록하고, 설비투자도 2개년도만에 플러스로 전환됨(+5.6%).
- 2021년도에는 생산용 기계, 정보통신기계 등을 중심으로 설비투자가 증가함.
- 다만 2021년도에는 경상이익이 제조업 부문에서 역대 최대 수준(약 33조 1,940억 엔)을 기록하였으나 설비투자는 석유·석탄 부문에서 2년 연속 감소(-12.7%)하고, 철강 관련 투자도 감소(-16.7%)함에 따라 제조업 전체적으로는 설비투자가 코로나19 이전 수준을 회복하지 못함.

■ [고용] 비정규직 및 중년층 이상의 취업 증가로 고용자 수가 증가하고 있으나, 임금 상승은 비교적 더딘 상황임.

- 2022년 전체 고용자 수는 6,032만 명으로, 금융안화정책 도입 직전인 2012년과 비교했을 때 약 510만 명 증가(+9.2%)하였는데, 이는 주로 비정규직 및 45세 이상 근로자의 취업 증가에 기인한 것으로 보임(그림 16 참고).
- 2022년 고용자 중 정규직 근로자는 3,588만 명으로 2012년의 3,340만 명과 비교했을 때 약 7.4% 증가에 그쳤으나, 같은 기간 비정규직 근로자는 1,813만 명에서 2,101만 명으로 약 15.9% 증가함.
- 2022년 45세~54세 고용자 수는 2012년 대비 약 28% 증가하였으며, 65세 이상 고용자 수는 약 81% 증가함.
- 실업률은 저출산·고령화의 진전으로 인해 지속적으로 하락하고 있는데, 2022년에는 2.6%로 역대 최저 수준을 기록함.
- 연간 명목임금 상승률은 정보통신업·숙박업 등의 분야에서는 2%를 초과하고 있지만, 제조업에서는 이에 미치지 못하고 있음.⁶¹⁾
- 다만 2022년 하반기부터 고물가 추이가 지속됨에 따라 최근 기업들이 임금인상을 실시하거나 검토하고 있음.

그림 15. 분기별 설비투자 추이('20~)

(단위: 전년동기대비, 억 엔, %)

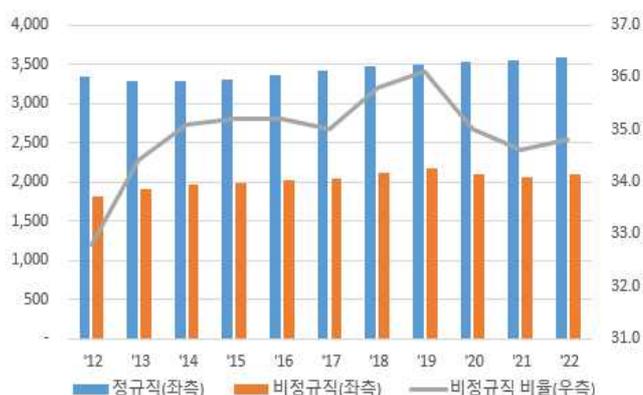


주: 소프트웨어 투자 제외.

자료: 財務省, 「法人企業統計」(검색일: 2023. 5. 27).

그림 16. 정규직, 비정규직 고용자 수 및 비정규직 비율 추이('12~)

(단위: 만 명, %)



자료: 総務省 統計局, 「労働力調査」(검색일: 2023. 6. 2).

61) 総務省, 「労働力調査」.

■ [금융] 엔달러 환율은 미·일 간 금리 격차로 인해 엔화 약세 기조를 유지하고 있으며, 장기금리는 2022년 12월 이후로 약 0.5~0.6%의 추이를 보이고 있음.

- 2022년 초반 달러당 115엔 수준을 유지하던 환율은 미국 연준이 인플레이션을 타개하기 위해 급격하게 금리를 인상하는 반면, 일본은행은 기존의 금리 수준을 고수함에 따라 미·일 간 금리 격차가 확대되어 달러당 130엔 후반~140엔 초반까지 하락하고 엔화 약세 기조가 이어지고 있음(그림 17 참고).
 - 2022년 3월 미국 연준은 기준금리를 0.25% → 0.5%로 인상하였으며, 이후 2023년 5월까지 1년 3개월 동안 총 9차례에 걸쳐 금리를 5.25%까지 인상함.
 - 일본은행은 2022년 12월 장기금리 변동 허용폭을 0.5% 수준까지 확대한 이후 현재까지 정책을 유지 중임.
- 2022년 초반 장기금리는 0.1~0.2% 수준이었으나, 이후 2%가 넘는 인플레이션율이 지속되자 채권시장에서 금리 상승 압력이 강하게 작용하였고, 이에 일본은행이 2022년 12월 장기금리 변동 허용폭을 ±0.5% 수준까지 확대하면서 현재 0.5~0.6% 수준을 유지하고 있음(그림 18 참고).
- 다만 7월 28일 일본은행이 금융정책결정회의에서 장기국채 금리 변동 상한을 기존과 같이 0.5%로 유지하되 시장 동향에 따라 이를 초과하여도 어느 정도 용인하기로 결정함. 이는 장기금리 인상 및 긴축을 위한 신호탄으로 인식됨에 따라 일시적으로 엔달러 환율이 상승하고 장기금리가 0.6%로 급등함.

그림 17. 엔달러 환율 추이('22~)

(단위: 엔)



자료: Bloomberg(검색일: 2023. 7. 30).

그림 18. 장기금리 추이('22~)

(단위: %)



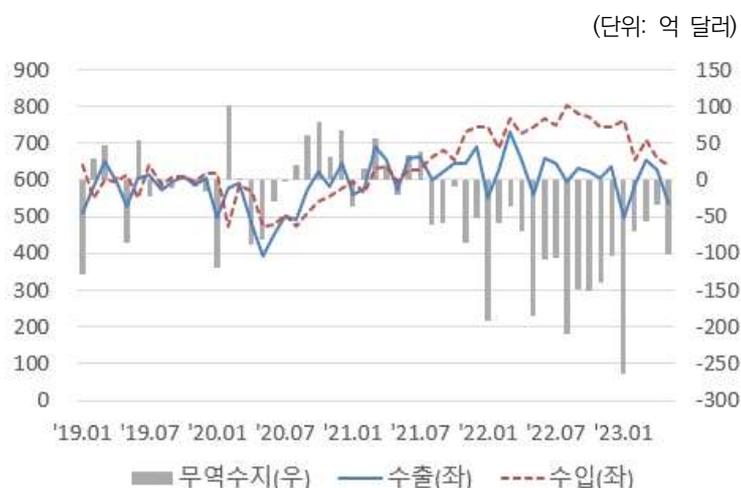
자료: Bloomberg(검색일: 2023. 7. 30).

■ [무역] 원자재 가격 등의 상승 및 미·일 간 금리 격차로 인한 엔화 약세 진전으로 수입단가가 지속적으로 높은 수준이 유지됨에 따라 무역수지 적자 기조가 약 2년 가까이 이어지고 있음.

- 미국 연준이 인플레이션을 억제하기 위해 급격하게 금리 인상을 추진한 반면, 일본은행은 0% 수준의 장기금리 유지를 고수하였고, 이로 인해 미·일 간 금리 격차 확대 → 엔화 약세 → 수입단가 상승 등으로 이어지는 추세가 이어지고 있음. 또한 우크라이나 사태로 발생한 곡물 등 원자재 가격 상승 등의 현상이 현재까지 이어지고 있으며, 이는 원자재 및 중간재 수입 기업의 부담 요소로 작용하고 있음.
- 엔화 약세, 공급망 단절, 수입 가격 인상 등이 맞물려 2021년 8월부터 약 22개월 연속 무역수지 적자 추이가 지속되고 있으며 무역수지가 지속적으로 악화됨에 따라 23년 1월에는 일시적으로 경상수지도 적자를 기록함 (약 1조 9,893억 엔 적자, 그림 19 참고).

- 2022년 대세계 수출 중 대중국 수출이 감소(전년대비 -11.3%)하고, 품목 기준으로는 전자기기 부품, 자동차 부품의 대세계 수출이 감소(전년대비 각각 -14.4%, -10.2%).
- 글로벌 금융위기 당시 일본의 대세계 수출은 8,200억 달러까지 이르렀으나, 이후 세계경제 침체·미 중 통상마찰 등으로 점차 감소하였으며, 2020년에는 코로나19로 인해 6,400억 달러까지 감소함. 2022년에는 대세계 수출 금액이 7,515억 달러까지 회복하였지만, 글로벌 금융위기 이전 수준에는 미치지 못하고 있음.

그림 19. 수출, 수입 및 무역수지 추이('19~)



자료: JETRO(검색일: 2023. 6. 20).

나. 금융완화정책의 평가

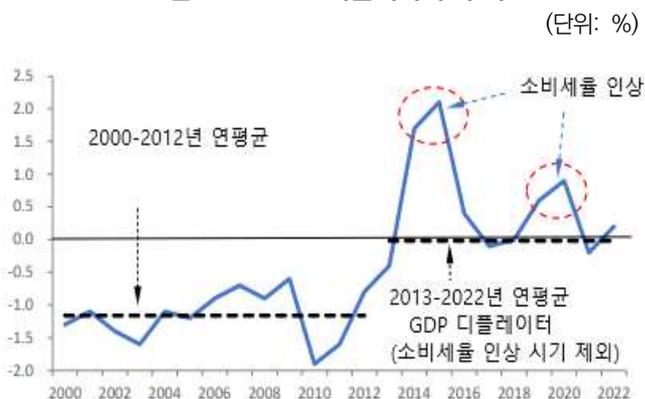
- 이하에서는 구로다 전 총재가 언급한 경제 주요 부문별(실질 GDP, 소비자물가지수, 투자, 고용) 실질적인 성과 여부를 판단하기 위해 앞서 살펴본 경제 현황을 총재의 발언과 함께 보다 자세히 그 이면을 분석함. 이를 통해 양적·질적 금융완화정책으로 인한 경제의 실상을 파악하고, 금융완화정책이 실물경제뿐만 아니라 금융·재정 등의 분야에도 미친 영향을 통해 정책의 성과에 대해 종합적으로 평가하고자 함.

1) 실물부문

- [디플레이션 탈피] 임금 인상 등 국내수요·소비를 진작시킬 여건이 충분히 조성되지 않아 일본은행이 의도한 수요견인 인플레이션은 거의 일어나지 않는 가운데 비용 상승 인플레이션이 먼저 발생하여 가계에 부담 요소로 작용함에 따라 가계소비가 감소하고 있으며, 이는 일본은행의 통화정책 관련 결정을 어렵게 만드는 요인으로 작용하고 있음.
- 구로다 전 총재는 “더 이상 디플레이션이 아니게 되었다”라며 소비자물가를 끌어올리는 데 어느 정도 성공했다는 취지로 발언함.

- 금융완화정책을 도입한 2013~22년 연평균 근원 소비자물가지수 상승률은 약 0.5%로, 정책 도입 이전인 2000~12년 연평균 소비자물가지수 상승률이 약 -0.2%였던 것과 비교하면 일본경제가 더 이상 디플레이션 상태가 아니라는 구로다 전 총재의 평가는 수치상 타당한 것으로 볼 수 있음.
 - 소비세율 인상 및 그 영향이 나타난 2014·2015년과 2019·2020년을 제외한 연평균 근원 소비자물가지수 상승률은 약 1.7%임.⁶²⁾
- 그러나 국내에서 생산되는 재화 및 서비스 가격을 반영하는 물가지수인 GDP 디플레이터의 추이를 살펴보면, 금융완화정책 도입 이후인 2013~22년 연평균 GDP 디플레이터는 거의 제로 수준에 머물러 있음(그림 20 참고).⁶³⁾ 이는 일본은행이 약 10년에 걸쳐 금융완화정책을 추진하였음에도 불구하고 국내 요인으로 인한 인플레이션은 거의 발생하지 않았음을 의미하는 것으로 볼 수 있음.⁶⁴⁾
- 2022년 하반기부터 현재까지 이어져 오고 있는 인플레이션은 주로 비용 상승에 의한 것으로, 일본은행이 원래 의도한 임금 상승에 동반된 인플레이션(수요견인 인플레이션)과는 다소 거리가 있음.⁶⁵⁾⁶⁶⁾
- 임금인상이 충분히 이루어지지 않은 상황에서 비용유발 인플레이션 상황이 지속됨에 따라, 가계의 소비 여력이 저하되어 식품, 가정용 내구재, 자동차, 통신 등 일상생활과 밀접히 연관된 품목의 소비가 감소하고 있음(그림 21 참고). 이에 5월 31일 우에다 총재는 현재의 인플레이션 대응과 관련하여 “정책의 딜레마에 직면하고 있다”라고 발언함.⁶⁷⁾⁶⁸⁾

그림 20. GDP 디플레이터 추이



자료: 総務省 統計局(2023), ソニーフィナンシャルグループ(2023) 재인용.

그림 21. 소비지출 추이('22년~)



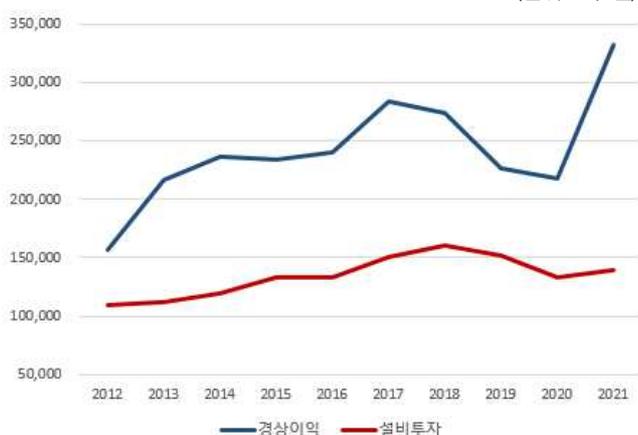
주: 1) 소비금액은 2인 이상 세대의 월평균 지출 금액임.
2) 증감율은 전년동월대비 실질 증감율임.
자료: 総務省 統計局(2023), 「家計調査報告」.

- 62) 소비세율 인상은 각각 2014년 2/4분기(2019. 4. 1)와 2019년 3/4분기(2019. 10. 1)에 이루어졌으나, 인상에 따른 영향(소비지출 증감 등)이 차년도까지 이어졌기에 이를 토대로 연평균 수치를 계산함. 「黒田緩和10年」の效果と副作用について - YCC長期化で市場との対話に齟齬 - (2023), ソニーフィナンシャルグループ, pp 2~3.
- 63) GDP 디플레이터의 경우 국내요인에 의한 물가상승의 동향을 살펴보기 위해 이용되며 일본은행이 물가 수준을 감안할 때 참고하는 지표 중 하나임. 그러나 일본의 GDP 디플레이터의 경우 과거 수치가 종종 소폭 수정되는 경우도 존재한다는 점을 감안할 필요가 있음.
- 64) 「黒田緩和10年」の效果と副作用について - YCC長期化で市場との対話に齟齬 - (2023), ソニーフィナンシャルグループ, p. 3.
- 65) 「日銀 植田和男氏が新総裁に就任 賃金上昇に伴う物価安定など課題」, 『NHK NEWS WEB』(2023. 4. 9).
- 66) 일본은행은 전망보고서를 통해 2022년 하반기의 인플레이션과 관련하여 ‘비용 상승형 인플레이션으로, 일본은행이 목표로 하고 있는 인플레이션과는 다르다’는 견해를 표명함.
- 67) 「日銀総裁「シレンマに直面」。中銀のインフレ対応難しく」(2023. 6. 1), 『日本経済新聞』.
- 68) 일본은행 총재가 교체되고 2% 물가상승이 발생하고 있음에도 일본은행이 통화정책을 변경하지 않는 주된 이유로 임금인상이 충분히 이루어지지 않아 가계소비가 개선되지 않고 있으며, 이로 인해 정책 변경시 일본 국내 경제에 미치게 될 영향에 대한 우려도 있는 것으로 볼 수 있음.

■ [기업 투자] 제조업을 중심으로 금융완화정책 추진 기간 동안 기업의 실적이 크게 증가하였으나, 정작 기업들은 일본은행의 의도와는 달리 해외직접투자를 늘리고 일본 국내에서의 투자를 늘리는 데에는 비교적 소극적이었던 것으로 보임.

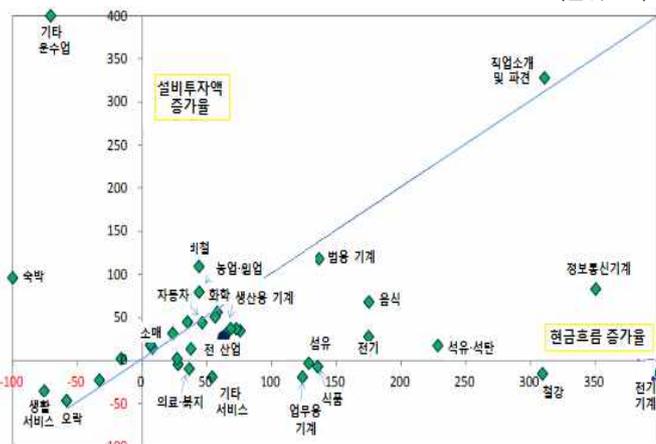
- 구로다 전 총재는 “설비투자가 꽤나 증가했다”라며 금융완화정책이 민간의 설비투자 증대로 이어졌다고 주장함.
- 실제로 연도별 제조업의 경상이익은 2012~21년도에 걸쳐 2배 이상 증가하였으며, 설비투자도 같은 기간 약 30% 가까이 증가하였음(그림 22 참고).⁶⁹⁾
 - 제조업의 연간 경상이익은 15조 6,960억 엔(2012년도)에서 33조 1,940억 엔(2021년도)으로 증가하였고, 이에 따라 연간 설비투자 규모는 11조 135억 엔(2012년도)에서 14조 3,037억 엔(2021년도)으로 증가함.
- 그러나 기업의 현금흐름 증가율 대비 설비투자액 증가율을 살펴보면, 전기기계·정보기계·철강·석유 및 석탄 등 주로 제조업에서 설비투자의 개선이 다른 업종들에 비해 상대적으로 부진했던 것으로 나타남(그림 23 참고).⁷⁰⁾
- 이는 기업들이 금융완화정책 도입 이후에 사업 실적이 증가하여 투자여력이 향상되었음에도 불구하고, 정작 일본 국내에서 좀처럼 설비투자를 늘리지 않았다는 점을 뜻함.
- 반면 같은 기간 일본 기업들의 해외직접투자는 약 두 배 가까이 증가(1조 400억 → 2조 792억)한 것으로 나타나, 기업들이 국내 투자보다는 해외 현지법인에서의 생산 및 투자를 늘리는 것에 주력했음을 알 수 있음(그림 24 참고).
 - 특히 같은 기간 대중국 직접투자는 약 53%, 대ASEAN 투자는 136% 증가함(그림 25 참고).

그림 22. 제조업의 경상이익 및 설비투자 추이('12~) (단위: 억 엔)



주 1) 회계연도 기준임
2) 소프트웨어 투자 제외.
자료: 財務省, 「法人企業統計」.

그림 23. 현금흐름 및 설비투자액의 상관관계(2012~21년도) (단위: %)

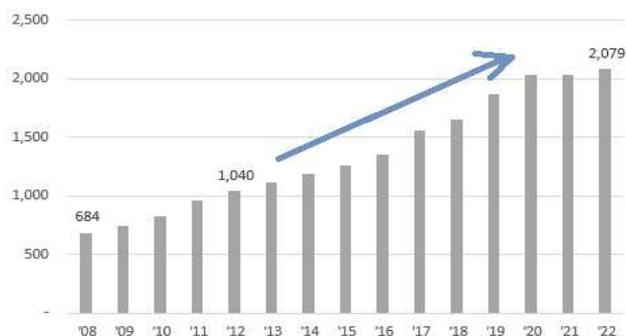


자료: ニッセイ基礎研究所(2023) 재인용.

69) 기업의 설비투자액은 재무성 법인기업통계에서 공표하는데, 연간 수치는 매년 9월에 공개하고 있어서 본고의 작성 시점 기준 2022년도 데이터가 공시되지 않아 연도별로는 2021년도(2021.4.1~2022.3.31) 실적까지만 살펴봄. 「異次元緩和の意義について考える~黒田日銀10年の振り返り」, ニッセイ基礎研究所(2023. 3. 29).

70) 현금흐름은 사내유보+감가상각비로 계산함.

그림 24. 일본의 해외직접투자(FDI) 추이
(단위: 십억 달러)



주: 각 연도별 잔액 기준.
자료: JETRO(검색일: 2023. 6. 27).

그림 25. 일본의 대중국, 대ASEAN FDI 추이
(단위: 십억 달러)

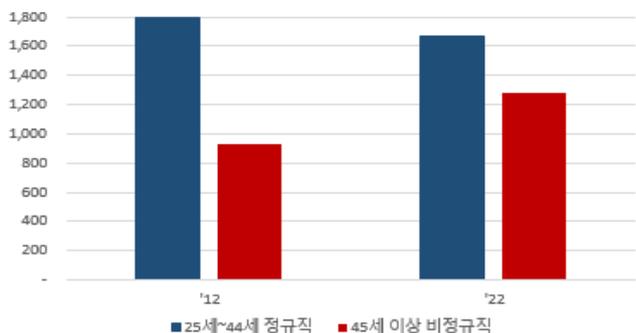


주: 연도별 잔액 기준.
자료: JETRO(검색일: 2023. 6. 27).

■ [고용] 취업자 수의 양적 증가는 주로 비정규직 증가에 기인하였으며, 임금 인상도 연평균 1% 수준을 하회하는 등 실질적으로는 고용시장의 개선 효과가 크지 않았던 것으로 판단됨.

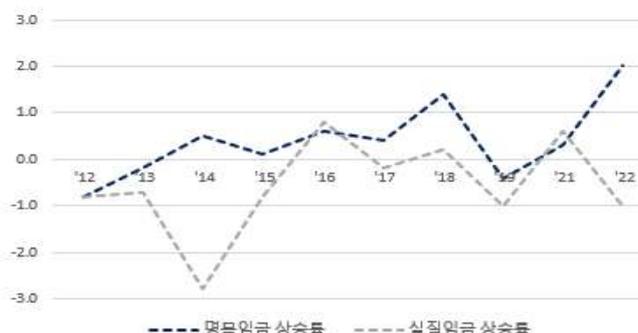
- 구로다 전 총재는 금융완화정책의 성과로 “400만 명이 넘는 고용 증가가 있었으며, 고용자 보수가 증가하였다”라고 언급하였음.
- 그러나 정책을 추진한 10년 동안 45세 이상 비정규직 고용자 수는 증가한 반면, 25~44세 정규직 고용자 수는 오히려 감소하는 등 질적인 측면에서 고용 상황은 오히려 악화된 것으로 보임(그림 26 참고).
 - 2012~22년 기간 동안 전체 고용자 수는 510만 명 증가하였는데, 이 중 45세 이상 비정규직 고용자가 352만 명 증가하여 전체 고용자 수 증가분의 약 70%를 차지하는 것으로 분석됨.
- 2012~22년 기간 동안 산업 전체의 명목임금 상승률은 연평균 약 0.4% 정도에 그쳤으며, 실질임금은 오히려 하락함(제조업 -0.1%, 산업 전체 -0.6%, 그림 27 참고).⁷¹⁾⁷²⁾

그림 26. 연령별 정규직 및 비정규직 고용자 수 추이
(단위: 만 명)



주: 5인 이상 사업장 기준.
자료: 総務省 統計局 「労働力調査」.

그림 27. 명목임금 및 실질임금 상승률 추이('12~)
(단위: %)



주: 5인 이상 사업장 기준.
자료: 総務省 統計局 「労働力調査」.

71) 総務省 統計局 「労働力調査」.

72) 연평균 임금을 산정할 때 코로나19 팬데믹의 영향을 배제하기 위해 2020년 수치는 제외함.

■ [경제성장] 따라서 일본은행이 약 10년 가까이 양적·질적 금융완화정책을 추진해 왔음에도 불구하고 경제성장으로 이어지는 효과는 그다지 뚜렷하지 않은 것으로 보임.

- 구로다 전 총재는 “(정책 추진 이전보다) 경제가 활성화되었다”라면서 정책의 성과로 경제성장을 언급함.
- 그러나 2022년 실질 GDP는 545조 9,556억 엔으로, 금융완화정책을 추진하기 직전인 2012년과 비교했을 때 약 4% 가까이 증가한 것으로 나타났으나, 연간 기준으로 보았을 때 성장률은 연평균 0.6% 수준에 그침(그림 28 참고).
- 2012~22년 실질 GDP 경제성장률은 연평균 0.6% 수준이지만, 그 이전인 2000~11년 성장률은 연평균 0.7%로, 금융완화정책 도입 이전과 비교했을 때 연평균 경제성장률은 오히려 소폭 하락한 것으로 보임.
- 또한 GDP 구성항목들의 성장률 기여도를 살펴보면, 수출·설비투자·공공투자는 증가하였으나, 개인소비·주택투자 등의 증가세는 미미한 것으로 나타나 경제 부문별로 성장에 편차가 있었던 것으로 판단됨(그림 29 참고).

그림 28. 연간 실질 GDP 및 성장률 추이
(단위: 조 엔, %)



자료: 内閣府(검색일: 2023. 6. 14).

그림 29. 일본 GDP 구성항목별 기여도(2012년~)
(단위: 계절조정, 실질, %)



자료: 内閣府(검색일: 2023. 5. 9).

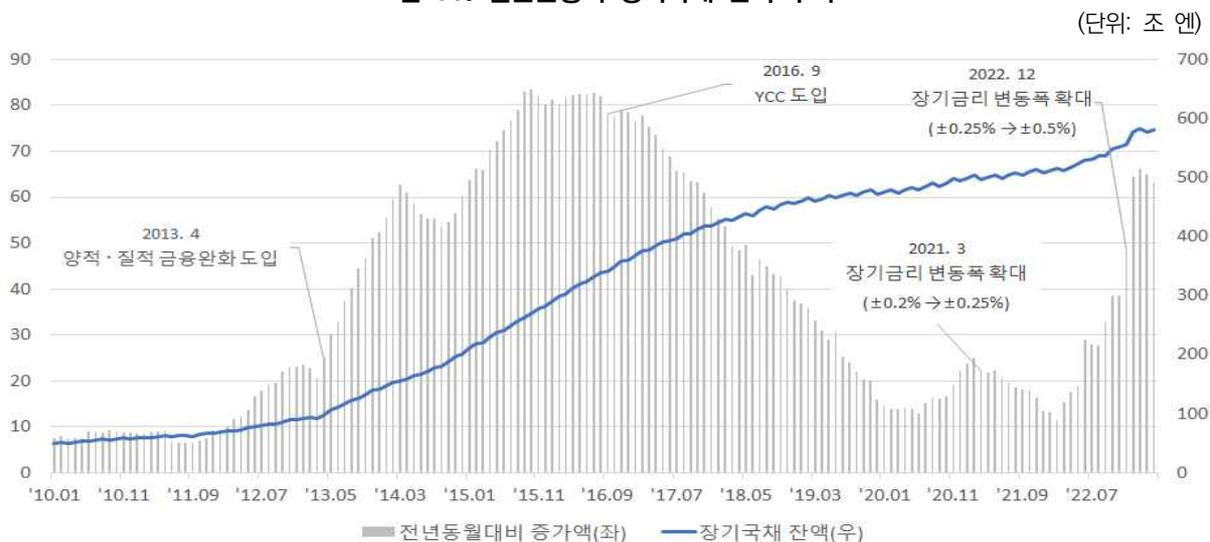
2) 금융·재정부문

■ [정책 부작용] 일본은행이 약 10년 동안 국채 및 ETF 등 위험자산을 공격적으로 매입함에 따라 일본은행의 자산이 급격히 팽창하였으며, 장단기 금리조절(YCC) 정책의 장기화로 인해 채권시장에서 수익률 곡선이 왜곡되는 현상이 발생하는 등 금융시장에서의 부작용이 가시화됨.

- 일본은행은 국채매입을 통한 본원통화 확대 정책이 한계에 직면함에 따라, 2016년 9월 장·단기 금리정책으로 정책을 도입하고 정책 목표를 통화량에서 금리로 변경하여 국채 매입량을 줄여나가면서 정책을 유지해 왔음. 그러나 코로나19 대응을 위해 2020년부터 다시 무제한적으로 장기국채를 매입함에 따라 국채 매입량이 급증함 (그림 30 참고).

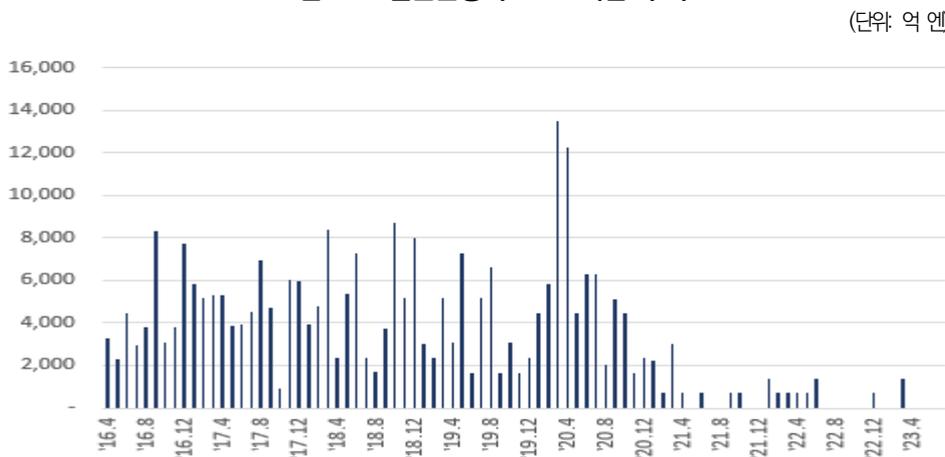
- 한편 일본은행이 매입한 ETF는 23년 3월 기준 약 28조 8천억 엔 규모로, 23년 하반기 이후 주가 하락 등이 발생할 경우 평가손실 발생이 불가피할 것으로 예상됨(그림 31 참고). 또한 금융시장에 미치는 영향을 최소화 하면서도 대차대조표 상에서 ETF를 적절한 속도로 축소해 나갈 수 있을지의 여부가 불확실함.
- 한편 정상적인 국채 수익률 곡선은 만기에 비례하여 우상향하는 형태로 나타나야 하나, 2022년 하반기부터 소비자물가지수 상승률이 2%를 초과하면서 일본은행의 정책변경에 대한 기대감 등으로 국채 10년물 수익률이 상환 기간이 더 짧은 국채 7~9년물 수익률을 하회하는 현상이 발생함(그림 32 참고).
- o 일본은행은 수익률 곡선이 왜곡되는 현상이 발생하자 2022년 12월 장기금리 상승 용인폭을 0.25% → 0.5%까지 한 차례 인상하였고, 2023년 7월에는 0.5% 이상 상승하여도 즉시 대응하지는 않고 시장 상황에 따라 유연하게 대처하는 형태로 정책을 일부 수정함.

그림 30. 일본은행의 장기국채 잔액 추이



자료: 日本銀行(검색일: 2023. 5. 22).

그림 31. 일본은행의 ETF 매입 추이



자료: 日本銀行(검색일: 2023. 6. 27).

■ [재정 악화] 일본은행의 장단기 금리조절(YCC) 정책은 국채의 이자비용을 낮춰 정부의 재정지출 확대를 초래한 측면이 있는 것으로 보임.

- 일본은행은 국채 매입의 주된 목적이 물가 목표 달성이며 재정 자금의 조달을 지원하기 위함이 아니라는 점을 강조함. 그러나 대량의 국채 매입 및 장기금리 조절로 인해 국채 금리가 낮은 수준으로 유지되어 국채 비용이 거의 증가하지 않았으며, 이는 정부의 재정책장을 조장하여 재정 악화로 이어졌을 것이라는 견해도 존재함.⁷³⁾
 - 2022년 기시다 내각은 고물가 대응 등을 위해 두 차례에 걸쳐 총 31조 6천억 엔 규모의 추경을 편성하였으며, 이로 인해 GDP 대비 국가채무 비율이 225% 수준까지 증가함(그림 33 참고).
- 또한 일본의 기시다 내각은 23년 6월 새로운 저출산 대책을 발표하였는데, 이는 추가 세출로 이어져 정부의 재정 부담을 심화시킬 것으로 예상되는 상황임.
- 장·단기 금리조절 및 마이너스 금리 정책이 장기화됨에 따라 금융기관 수익성 악화 및 채권시장 수익률 왜곡 등 부작용이 발생하고 있음에도 금리 인상에 따른 재정 부담 심화 가능성은 일본은행이 쉽사리 정책을 수정하지 못하는 요인으로 작용하고 있음.

그림 32. YCC하에서의 만기별 국채 이자율 추이

(단위: %, 년(만기))



자료: 財務省(2023), 「国際金利報」 및 ニッセイ基礎研究所(2023); KIEP(2023) 재인용

그림 33. GDP 대비 장기채무 및 기초재정수지 적자 비율 추이

(단위: %)



주: 1) 2021, 2022년은 추정치임.

2) 장기채무는 중앙, 지방정부 및 사회보장기금 통합 수치임.

자료: 財務省(2023); 内閣府(2023) 및 KIEP(2023) 재인용

4. 결론 및 향후 전망

가. 결론

- 일본은행은 2% 물가안정 목표를 달성하기 위해 민간부문의 수요 진작에 정책의 방점을 두고 모든 정책적 수단을 총동원함(표 4 참고).

73) 「異次元緩和の意義について考える~黒田日銀10年の振り返り」, ニッセイ基礎研究所, (2023. 3. 29).

- 구로다 전 총재는 이번 금융완화정책이 양적뿐만 아니라 질적으로도 차원이 다른 '이차원적(異次元的) 금융완화 정책'임을 정책 추진과정에서 여러 차례 강조함.
- 일본은행은 국내외 경제 상황에 따라 국채·위험자산 매입 및 금리 조절 등 중앙은행이 사용할 수 있는 거의 모든 정책 수단들을 추가하거나 변경하면서 강력한 금융완화정책을 약 10년 가까이 지속함.

표 4. 금융완화정책의 추진 경과

일시	정책의 주요 내용	비고
'13.1	· 2% 물가안정목표 도입	· 쿠로다 총재 취임 전
'13.4	· 양적·질적 금융완화정책 도입	· 국채 매입 증가량을 연간 50조 엔까지 확대 · ETF는 연간 1조 엔 이상, J-REIT는 연간 300억 엔 이상 증가
'14.10	· 추가 금융완화정책 도입	· 국채 매입 증가량을 연간 80조 엔까지 확대 등
'16.1	· 마이너스 금리정책 도입	· 시중은행들이 일본은행 당좌에 예치하는 금액에 -0.1%의 금리 부과
'16.7	· 추가 금융완화정책 실시	· ETF의 연간 매입 증가량을 6조 엔까지 확대
'16.9	· 장·단기 금리조절(YCC 도입) · 오버슈팅형 커미트먼트 도입	· 장기금리를 0% 수준으로 유도. 단기금리(정책금리)는 -0.1%로 고정 · 물가가 안정적으로 목표 수준을 초과할 때까지 자금 공급량 확대
'18.7	· 장기금리 변동 허용폭 확대	· ±0.1% 정도 → ±0.2% 정도
'20.3-5	· 자산매입 확대, · 신규 자금공급 오퍼레이션 도입	· 코로나19 팬데믹 대응
'21.3	· 장기금리 변동 허용폭 확대 등	· ±0.2% 정도 → ±0.25% 정도
'22.12	· 장기금리 변동 허용폭 확대	· ±0.25% 정도 → ±0.5% 정도
'23.4	· 정책금리 관련 포워드 가이드런스 수정	· 우에다 신임 일본은행 총재 취임(2023. 4. 9) · '정책금리는 현재 장단기 금리 수준 또는 이를 하회하는 수준에서 움직이도록 한다'는 기존의 포워드 가이드런스를 삭제
'23.7	· 장기금리 변동 허용폭 확대	· 0.5% 이상 장기금리가 상승하여도 즉시 국채 매입 등으로 대응하지 않고, 시장 상황에 따라 비교적 유연하게 대응하도록 할 방침 · 장·단기 금리조절 방식의 틀은 그대로 유지

자료: 日本銀行 보도자료 및 ニッセイ基礎研究所(2023); KIEP(2023) 재인용.

■ 그러나 약 10년에 걸쳐 정책을 추진하였음에도 불구하고 일본은행이 의도한 총수요 증대 및 이를 통한 경제성장의 효과는 그리 크지 않았던 것으로 보이며, 이는 결국 장기침체 기간 동안 위축된 민간부문의 심리를 중앙은행 차원의 정책만으로는 대폭 개선시키기에는 한계가 있었다는 점을 의미함.

- 장기간의 경기 침체 기간 동안 내수가 회복되지 않는 상황에서 일본 기업들은 주로 수출을 통한 이익 증대를 도모하는 한편, 비용절감을 위해 신규 인력 채용 및 설비투자 확대에는 비교적 소극적인 태도를 보임에 따라 결과적으로 임금 상승이 부진하고 소비가 활성화되지 못하는 상황이 반복된 것으로 보임.
- 따라서 일본은행은 금융완화정책을 통해 엔화 약세 → 수출기업의 실적 개선 → 임금인상 및 투자증대 → 소득 증가 및 양질의 고용창출 확대 → 수요적인 인플레이션이라는 선순환 및 경제 성장을 도모함.
- 금융완화정책의 도입 이후 코로나19 이전까지 경제 전체로만 놓고 보았을 때 외형적 성장이 일부 있었다고도 볼 수 있으나, 주로 비정규직 위주의 고용이 증가하고 설비투자는 업무용·생산용 기계 등 자동화 설비 관련 중심으로 이루어졌으며, 임금 인상률도 명목기준 평균 2%에 미치지 못하여 소비가 크게 개선되지 못함.
 - 즉 임금인상이 부진하고 기업의 국내 설비투자 등이 기업실적 대비 크게 늘지 않았으며, 소득증대에 따른 수요 창출과 양질의 신규 고용 증가가 잘 이루어지지 않아 경기가 크게 활성화되지는 못함.
- 결과적으로 금융완화정책 시행 이후에도 민간부문의 경제활동 기조 자체는 크게 바뀌지 못했다고 볼 수 있음.

■ 또한 일본은행은 2% 물가상승률 및 일본경제의 안정적 성장이라는 목표의 양립을 고수하기보다는 국내외 경제상황 등을 종합적으로 고려하여 좀 더 현실 가능한 목표로 선화하고 정책을 추진할 필요가 있었던 것으로 보이나, 초기 목표에 고착함에 따라 양적·질적 금융완화정책이 10년 이상 장기화되고 실물 및 재정·금융 부문 등에 미치는 부정적 영향이 커졌으며, 출구전략 추진이 쉽지 않게 됨.

- 일본은행이 2013년 양적·질적 금융완화정책을 도입한 이후 대내적으로는 소비세율 인상(2014년, 2015년) 및 코로나19 팬데믹(2020~21년)으로 경제가 침체되었음. 또한 대외적으로는 브렉시트, 유럽발 재정리스크, 미·중 통상마찰 등 해외발 리스크들이 정책 추진 기간 동안 지속적으로 발생함.
- 일본은행은 이와 같은 대내외 요인이 국내에 미치는 영향을 감안했을 때, 2%의 물가상승 목표 달성 및 경제 성장이라는 목표 양립에 고착하기보다는 '2%로 목표로 하되 상황에 맞게 $\pm 0.5\%$ 정도로 목표 수정이 가능'하도록 하는 등 정책을 좀 더 유연하게 추진할 필요가 있었던 것으로 판단됨.
 - 일본은행은 아베 전 총리의 의도를 받아들여 '2% 소비자물가지수 상승률 달성' 및 '지속적인 일본 경제의 성장'을 내걸고 2013년 1월 정부와 공동성명을 발표한 뒤 정책을 추진해 왔음.
- 2022년 이후부터는 미·일 간 금리격차가 확대되어 급격한 엔화 약세 현상이 나타나고 수입물가 상승으로 이어져 가계 및 기업에도 부담 요인으로 작용하고 있음. 일본은행은 당초 엔화 약세를 통한 수출 확대를 도모하였으나 더 이상 엔화 약세가 수출기업에 큰 혜택이 되지 못한다는 점도 명확해짐.
- 또한 정책이 장기화됨에 따라 일본은행의 자산 팽창 및 수익률 곡선 왜곡 등 부작용이 나타나고 있는데, 이는 일본은행이 처음 공언한 2% 소비자물가지수 상승률 달성에도 불구하고 장·단기 금리조절 정책(YCC)의 폐지(혹은 축소) 수순에 이르려면 다소 시간이 소요될 수밖에 없는 요인으로 볼 수 있음.
 - 일본은행은 4월 금융정책결정회합 당시 현재의 장·단기 금리조절 정책의 효과 및 부작용을 검증하기 위해 약 1년~1년 반 정도의 검토 기간을 거칠 것이라고 한 바 있음.

나. 향후 전망

■ 일본은행의 장·단기 금리조절(YCC) 정책 변경 등 현 양적·질적 금융완화정책의 근본적인 변화는 2023년 하반기 이후의 대내외 경제상황에 따라 좌우될 것으로 예상되나, 불확실한 경제 여건은 정책 추진의 제약 요소로 작용할 전망이다.

- 2023년 상반기부터 기업들이 임금인상을 예고하면서 일본은행은 향후 가계소득 증대 및 소비 증가 등을 기대하고 있으나, 임금인상에도 불구하고 가계 소비가 예상보다 증가하지 않을 가능성 역시 상존함.
- 일본은행은 '향후 해외경제 등 대외 리스크에 유의할 필요가 있다'는 점을 전망리포트에 여러 차례 밝힌 바 있는데, 미국·중국 등 주요국의 경제 상황 등에 따라 정책 경로를 수정해야 하는 상황에 직면할 수도 있을 것으로 보임.
 - 일본은행은 2016년 브렉시트 발생 이후 경제에 미치는 부정적 영향을 완화하기 위해 금융완화정책을 강화한 바 있음.
- 이러한 일련의 상황들의 향후 전개 양상은 물가목표 달성에도 불구하고 일본은행이 출구전략을 실시할 적절한 시기를 잡지 못하게 되는 요인으로 작용할 수 있음.

■ 금융완화정책 추진 과정에서 방대한 양의 국채 매입 등으로 인해 일본은행의 자산이 팽창하였는데, 향후 금융완화정책의 정상화 과정에서 자산매각 등이 이루어질 경우, 금융시장의 불확실성이 확대될 가능성도 있을 것으로 전망됨.

- 일본은행은 2016년 9월 수익률 곡선 제어정책을 도입하면서 장기국채 매입량을 줄여나갔으나, 2020년에 코로나19 팬데믹 대응을 위해 다시 장기국채를 무제한적으로 매입함에 따라 2023년 3월 말 기준 보유 국채 잔액은 581조 엔으로 역대 최대 수준을 기록함.⁷⁴⁾
- 이에 따라 향후 금융완화정책 정상화 과정에서 일본은행이 대차대조표 축소를 위해 보유 국채를 매각할 경우, 채권시장에서 유통 국채가 급증하고 일시적으로 시장의 혼란을 야기할 가능성도 있음.
- 또한 일본은행은 국채 외에도 ETF를 대량으로 매입해 왔는데, 2022년 3월 말 기준 매입 평가금액은 51.3조 엔에 육박하여 향후 이를 매각해 나가는 과정이 쉽지 않을 전망이다.⁷⁵⁾
 - 일본은행은 주식시장에 영향을 주지 않고 매각이 가능한 주식 규모가 연간 3,000억 엔 수준이라고 밝힌 바 있음.

■ 한편 장단기 금리조절하에서 재정지출이 오히려 확대됨에 따라 일본은행이 향후 장기금리 변동 용인 범위의 추가 확대 등 금리인상 정책을 실시할 경우 재정리스크가 심화될 것으로 예상되며, 이를 어떻게 타개해 나갈 것인지가 관건이 될 전망이다.

- 우에다 신임 총재의 취임 당시 일본 내부에서는 2023년 상반기까지 현재 $\pm 0.5\%$ 수준인 장기금리 변동 허용폭을 0.6~0.7%로 한두 차례 인상할 것이라는 전망이 제기되기도 하였음.⁷⁶⁾
- 7월 28일 금융정책결정회합에서 일본은행은 장기금리가 0.5%를 초과하여도 즉시 대응하지는 않고 시장의 상황에 따라 유연하게 대처하기로 결정함에 따라 향후 장기금리가 추가적으로 상승할 가능성이 존재함.⁷⁷⁾
- 일본의 정부부채는 현재 GDP 대비 200%를 초과하고 있으며, 세출의 30% 이상이 이자 등 국채 관련 비용으로 지출되는 현재 상황에서 금리가 인상될 경우 이자비용이 크게 증가할 것으로 전망됨.
 - 재무성은 장기금리가 1%p 상승할 경우 2026년도 시점에서 국채비용이 약 3.6조 엔 이상 증가할 것이라고 전망함.⁷⁸⁾

KIEP

74) 「日銀が保有する国債・581兆円余・無制限買い入れて過去最大」, 『NHK NEWS WEB』(2023. 4. 7).

75) 「日銀新体制の課題③: ETF購入策に出口はあるか③: ETF売却に170年?」, NRI(2023. 2. 20).

76) 「植田新日銀総裁の就任が近づきYCC修正の可能性を再び織り込み始める債券市場」, NRI(2023. 4. 6).

77) 일본은행이 장기금리가 0.5% 이상 상승하여도 즉시 대응하지는 않겠다고 발표한 바 있지만, 7월 31일 장중 장기금리가 일시적으로 0.6%를 초과하자 장기국채 매입에 나선 것을 통해 일본은행의 용인 가능한 상승폭은 최대 0.6% 수준인 것으로 보임.

78) 「当初予算として初めて110兆円を超えた令和5年度予算 ~ 止まらぬ歳出膨張と薄まる財政健全化への意識」, 参議院(2023. 2. 9).

참고문헌

[국문자료]

KIEP. 2014. 「2015년 세계경제전망」. KIEP 오늘의 세계경제.
_____. 2023. 「2023년 세계경제 전망(업데이트)」. KIEP 오늘의 세계경제.

[영문자료]

Kuttner, Kenneth N. and Patricia C. Mosser. 2002. "The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions," FRBNY Economic Policy Review.

[일문자료]

鎌倉 治子. 2020. 「新型コロナウイルス感染症と経済対策 ―令和 2 年度第 2 次補正予算まで―」. 『調査と情報』. No. 1102. 国立国会図書館.

黒田 東彦. 2013. 「量的・質的金融緩和と金融システム -活力ある金融システムの実現に向けて-」. 日本銀行.

経済産業省. 2012. 「通商白書 2012年版」.

_____. 2013. 「通商白書 2013年版」.

経済社会総合研究所. 2011. 「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策」 第1巻 『日本経済の記録 - 第2次石油危機への対応からバブル崩壊まで -』.

参議院. 2023. 「当初予算として初めて110兆円を超えた令和5年度予算~止まらぬ歳出膨張と薄まる財政健全化への意識」.

財務省. 2012. 「債務管理レポート2012」.

鈴木 克洋. 2013. 「量的・質的金融緩和の波及経路の整理 ~異次元緩和の効果とリスク~」. 『経済のプリズム』. No117. 参議院事務局企画調整室.

総務省 統計局, 「2020年基準 消費者物価指数」.

_____. 2023. 「労働力調査」.

_____. 2023. 「家計調査報告」.

ソニーフィナンシャルグループ, 2023. 「「黒田緩和 10 年」の効果と副作用について - YCC 長期化で市場との対話に齟齬 -」.

全国銀行協会. 2017. 「新次元の金融政策のあり方」.

大和総研. 2020. 「拡大する「コロナオペ」の効果」.

第一生命経済研究所. 2010. 「経常利益の水準はようやく67%に回復」.

中小企業庁. 2015. 「中小企業白書(2015ss5年版)」.

東京海上アセットマネジメント. 2020. 「足元の日本債券市場について~日銀の金融緩和の強化をうけて~」.

内閣府. 2010. 「日本経済2010」.

_____. 2011. 「日本経済2011-2012」.

_____. 2012. 「日本経済2012 - 2013」.

- _____. 2019. 「日本経済2018 - 2019」.
- _____. 2023. 「2023年1~3月期四半期別GDP速報(2次速報値)」.
- 内閣府・財務省・日本銀行. 2013. 「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について(共同声明)」.
- 日本銀行. 2006. 「近年の製造業の設備投資増加について」.
- _____. 2013. 「「量的・質的金融緩和」の導入について」(4月4日).
- _____. 2014. 「「量的・質的金融緩和」の拡大」(10月31日).
- _____. 2015. 「当面の金融政策運営について」(12月18日).
- _____. 2016a. 「「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入」(1月29日).
- _____. 2016b. 「金融緩和の強化について」(7月29日).
- _____. 2016c. 「金融緩和強化のための新しい枠組み:「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」(9月21日)」.
- _____. 2016d. 「「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」(9月21日).
- _____. 2016e. 「目で見る金融緩和の「総括的な検証」と「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」(9月21日)」.
- _____. 2019. 「当面の金融政策運営について」(4月25日).
- _____. 2020a. 「新型コロナウイルス感染症拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化について」(3月16日).
- _____. 2020b. 「金融緩和の強化について」(4月27日).
- _____. 2020c. 「中小企業等の資金繰り支援のための「新たな資金供給手段」の導入」(5月22日).
- _____. 2020d. 「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーション基本要領の一部改正等の実施日について」(6月3日).
- _____. 2021a. 「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」(3月19日).
- _____. 2021b. 「当面の金融政策運営について」(12月17日).
- _____. 2022a. 「経済・物価情勢の展望 (2022年7月)」(7月21日).
- _____. 2022b. 「三層構造のもとでの金融調節運営 -準備需要曲線モデルを使った解説-」.
- _____. 2022c. 「当面の金融政策運営について」(9月22日).
- _____. 2023a. 「経済・物価情勢の展望 (2023年1月)」(1月18日).
- _____. 2023b. 「経済・物価情勢の展望 (2023年4月)」(4月28日).
- _____. 2023c. 「黒田総裁退任記者会見」(4月10日).
- _____. 2023d. 「当面の金融政策運営について(4月28日)」.
- ニッセイ基礎研究所. 2021. 「日銀「政策修正」後の変化と残された課題」.
- _____. 2023. 「「異次元緩和の意義について考える~黒田日銀10年の振り返り」.上げ」.
- 野村総合研究所. 2023. 「日銀新体制の課題⑧:ETF購入策に出口はあるか③:ETF売却に170年?」
- _____. 2023. 「植田新日銀総裁の就任が近づきYCC修正の可能性を再び織り込み始める債券市場」
- 渡辺 努. 2004. 「金融政策」. 池尾和人編. 『入門 金融論』.ダイヤモンド社.
- 渡邊 将史. 2019. 「日本銀行による追加緩和の行方 - 金融政策の現状と課題 -」. 『立法と調査』. No. 418. 参議院常任委員会調査室.

[언론보도자료]

- 「日銀 植田和男氏が新総裁に就任 賃金上昇伴う物価安定など課題」. 『NHK NEWS WEB』. (2023. 4. 9).
- 「日銀総裁「ジレンマに直面」 中銀のインフレ対応難しく」. 『日本経済新聞』. (2023. 6. 1).
- 「日銀緩和修正、もろ刃の株高 物価・賃金の好循環見極め」. 『日本経済新聞』. (2023. 5. 26).
- 「日銀が緩和縮小、長期金利の上限0.5%に 事実上の利上げ」. 『日本経済新聞』. (2022. 12. 20).
- 「日銀が保有する国債 581兆円余 無制限買い入れで過去最大」. 『NHK NEWS WEB』. (2023. 4. 7).

[인터넷 자료]

日本銀行 사이트. <https://www.boj.or.jp/about/education/oshiete/seisaku/b42.htm>(검색일: 2023. 6. 8).

[통계 자료]

- IMF, Economic Outlook(검색일: 2023. 5. 9).
- 内閣府, 「国民経済計算」(검색일: 2023. 5. 9).
- 政府統計の総合窓口(e-stat)(검색일: 2023. 5. 9).
- 総務省 統計局(검색일: 2023. 5. 9).
- 財務省, 「法人企業統計調査」(검색일: 2023. 5. 9 및 2023. 6. 5).
- 財務省, 「国債」(검색일: 2023. 5. 22).
- JETRO, 「統計ナビ」(검색일: 2023. 5. 9).
- 日本銀行, 「時系列統計データ検索サイト」(검색일: 2023. 5. 9 및 2023. 5. 22).