



대외경제정책연구원 [www.kiep.go.kr](http://www.kiep.go.kr) 137-747 서울시 서초구 염곡동 300-4 2006년 3월 31일

제06-09호

## 일본 금융정책 변화의 영향 및 대응과제

정성춘 세계지역연구센터 일본팀장 ([jung@kiep.go.kr](mailto:jung@kiep.go.kr), Tel: 3460-1202)

### 주요 내용

- ▣ 세계경제가 고금리시대로 진입하고 있는 가운데 선진국 중 유일하게 저금리정책을 유지하고 있던 일본도 양적 완화정책의 해제를 결정하면서 금리인상 대열에 참여하기 시작하였음.
- ▣ 일본은행은 장기적인 물가상승률 목표치(0~2%)를 달성하기 위해 경제동향에 따라 탄력적으로 금융정책을 운용한다는 방침을 발표하며 급격한 금리인상 가능성을 배제하고 있으나 향후 3년간 약 1% 정도의 정책금리 인상이 예상되고 있음.
  - 그러나 디플레이션 갭의 해소, 물가상승기조의 조기정착이 이루어진다면, 현재의 제로금리 정책이 연내에 해제될 가능성도 배제할 수 없음.
- ▣ 금리인상으로 여타 선진국과의 금리격차가 해소된다면 엔화의 평가절상 가능성도 높아짐. 이로써 2005년 초 이후의 원화와 엔화의 탈동조화 현상도 종식되고 원/엔 환율이 다시 상승할 가능성도 있음.
- ▣ 향후 선진 각국의 고금리기조가 강화될 경우, 국제적 유동자금의 규모 축소 및 신흥시장으로부터의 이탈을 촉발하여 외국인투자 비율이 약 40%에 이르고 있는 국내 주식시장에는 부정적인 영향을 줄 가능성이 있음.
- ▣ 또한 엔화의 평가절상에 따른 환차손에도 대비할 필요가 있음. 현재 국내 금융기관은 저금리(약 2.6~2.7%)의 엔화 자금을 다량으로 차입(2005년 12월 말 99.4억 달러)하고 있음.

## 1. 일본은행 금융정책 전환의 주요 내용

- 일본은행은 2006년 3월 9일 개최된 “금융정책 결정회합”에서 2001년 3월에 도입된 소위 「양적 완화정책」의 해제를 결정하여 일본은행의 금융정책은 전환기를 맞이하고 있음.
- 「양적 완화정책」은 장기간에 걸친 불황을 극복하기 위해 도입된 금융정책 사상 유례가 없는 비정상적인 超금융완화정책이었으나 경기회복이 본격화되면서 일본은행은 이 정책을 해제하고 당분간 1998년 9월에 도입한 「제로금리정책」을 유지할 예정임.
- ※ 「양적 완화정책」이란 일본은행이 시중은행의 당좌예금잔액을 조작목표로 설정하고 공개시장 조작 등 통화조절수단을 활용하여 시중은행의 필요 이상으로 풍부한 자금을 공급하는 정책을 의미함. 일본은행은 당좌예금잔액의 목표치로서 약 30조 엔에서 35조 엔을 설정하여 운영해왔음.
- “금융정책 결정회합”에서 결정된 정책 전환의 주요 내용은 다음과 같음. 이 내용은 특히 이 회합이 발표한 「새로운 금융정책운영의 기본 틀」에서 제시되고 있는바, 향후 일본은행 금융정책의 기본방향을 보여주고 있음.
- 첫째, 중장기적으로 볼 때 소비자물가지수(CPI)의 對전년비 상승률 0~2%(1% 내외)가 현재 일본경제의 제반 현황을 고려할 때 안정적인 물가상승률이라고 설정하고, 이러한 물가상승률을 금융정책 운영의 최종목표로 설정함.
- 둘째, 목표 물가상승률을 유지하기 위한 조작목표로서 콜금리를 설정함. 이에 따라 금융정책의 조작목표는 시중은행의 일본은행 당좌예금잔액에서 금리로 전환됨. 일본은행은 1% 전후의 물가상승률을 유지·달성하기 위해 콜금리를 조정하는 금융정책을 구사하게 됨.
- 셋째, 일본은행 금융정책은 1) 향후 1~2년간의 경제·물가 정세에 대한 전망, 2) 지속적인 경제성장에의 위험 요인을 고려하면서 콜금리를 탄력적으로 조정하는 방식으로 운용됨.
- 넷째, 당분간 이른 바 제로금리정책은 유지함. 따라서 콜금리는 0%에 가까운 수준으로 유지되며 경제성장의 상황에 따라 제로금리정책도 해제할 예정임.

표 1. 금융정책 전환의 주요 사항

	2006년 3월 9일 이전	2006년 3월 9일 이후
정책목표	디플레이션 해소	물가상승률 0~2%의 유지
조작대상	일본은행 당좌예금잔액(30~35조 엔)	콜금리
정책운영	지급준비금을 상회하는 수준의 풍부한 자금 공급	물가상승률 목표를 달성하기 위해 공개시장 조작을 통한 탄력적 자금 공급
조건	물가상승률이 플러스로 전환되고 안정적인 기조로 정착되면 해제	향후 경제 전망 및 위험 요인을 고려하여 탄력적으로 운영

자료: 필자 작성.

- 이러한 정책 전환으로 인하여 향후 시중은행의 일본은행 당좌예금잔액은 현재 약 30조 엔 수준에서 법정 지급준비금인 6조 엔 수준으로 단계적으로 축소될 것으로 전망됨.
- 또한 당분간 유지할 것으로 보이는 제로금리정책도 경기동향에 따라서는 2006년 이내에 해제될 가능성도 배제할 수 없음. 이에 따라 향후 일본의 장·단기 금리수준이 상승할 가능성이 있음.
- 일본은행이 새롭게 제시한 금융정책은 유연한 「인플레이션 타기팅」 정책이라고 말할 수 있음.
  - 인플레이션 타기팅이란 일정한 물가상승률을 정책목적으로 설정하고 이의 달성시기를 명시함으로써 경제주체에게 금융정책의 기본방향을 투명하게 전달하는 효과가 있음. 일본은행의 新정책방향은 이와 일치함.
  - 그러나 영국 등의 인플레이션 타기팅 정책과 일본의 新금융정책과는 약간의 차이가 있음.
    - 첫째는 목표 인플레이션율(일본: 1%, 영국: 2%)이 낮음.
    - 둘째는 일본은행은 목표 달성시기를 기타 선진국(약 2년)에 비해 중장기로 설정하고 있음.

표 2. 각국의 목표 인플레이션

	채용시기	대상지표(전년비)	수치목표
일본	2006년 3월	CPI	0~2%. 중심은 1% 전후
뉴질랜드	1988년 4월	CPI	1~3%
영국	1992년 10월	CPI	2%
유로권	1999년 1월	HICP <sup>1)</sup>	2% 미만이며 2%에 근접
스위스	1999년 12월	CPI	2% 미만
미국 <sup>3)</sup>	2006년 내(예상)	PCE <sup>2)</sup>	1.5~1.75%

주: 1) Harmonized Index of Consumer Prices: 유럽 중앙은행이 집계하는 유럽의 독자적인 소비자물가지수

2) Personal Consumption Expenditures: 미국 상무부 경제분석국이 집계하는 소비자물가지수로 CPI와는 별개로 발표함

3) 엘런 브라인더 프린스턴대학 교수의 예측

자료: 『일본경제신문』 (2006. 3. 19)

## 2. 금융정책의 변화추이 및 배경

### 가. 「제로금리정책」의 도입(1998년 9월~2000년 8월)

- 일본은행은 1998년 9월 소위 「제로금리정책」을 도입하면서 본격적인 금융완화정책을 추진해 왔음.
- 1998년 9월에 개최된 “금융정책 결정회합”에서 무담보 콜금리(익일물)를 평균적으로 약 0.25% 수준으로 하락시킨다는 정책목표를 설정하고 이를 달성하기 위한 금융정책을 전개하기 시작하였음. 1999년 이후에는 콜금리의 목표치를 더욱 하락시키는 정책을 전개, 가능한 한 0%에 접근시키기 위한 금융정책을 추진해왔음.
- 그 결과 콜금리는 1998년 말 이후 하락하기 시작하여 이 정책이 해제되기 직전인 2000년 7월 0.02%까지 하락하였음.

### 나. 「제로금리정책」의 해제(2000년 8월~2001년 3월)

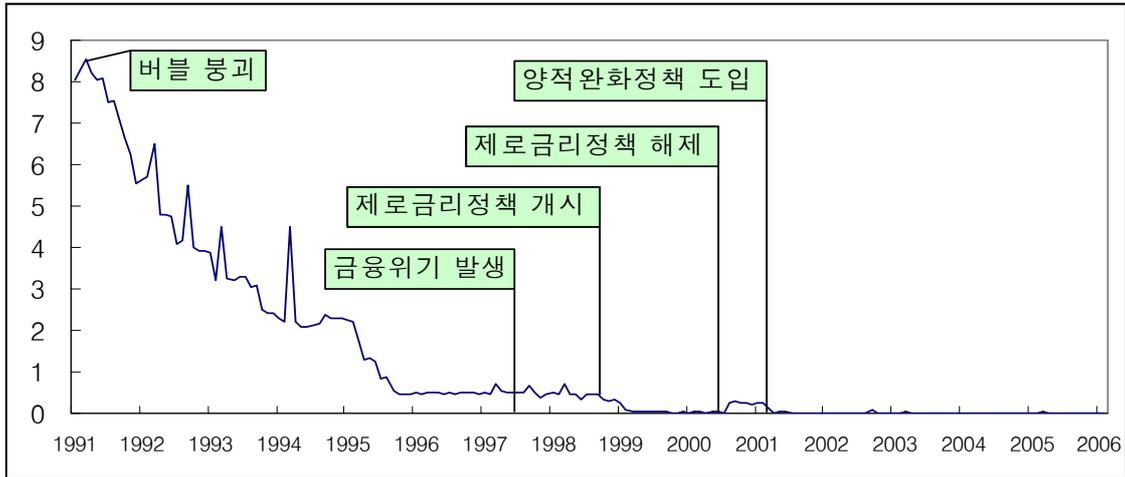
- 그러나 IT 붐으로 인한 수출증가로 경기가 일시적으로 회복되고 일본 금융시장의 혼란도 가라앉은 2000년 8월, 일본은행은 “디플레이션이 극복될 가능성이 나타났다”(제로금리정책 해제조건)고 판단하고 이 정책의 해제를 선언하였음.
- 그 결과 콜금리는 2001년 2월 0.26%까지 치솟았으나 IT 붐의 붕괴와 더불어 일본경제는 또 다시 심각한 불황에 직면하게 되어 일본은행은 「제로금리정책」보다 한 단계 더 강력한 금융완화정책으로서 「양적 완화정책」의 도입을 결정하게 됨.

### 다. 「양적 완화정책」의 도입과 해제(2001년 3월~2006년 3월)

- 「양적 완화정책」이 도입된 이후 일본은행은 무려 5년에 걸친 사상 초유의 금융완화정책을 전개하여 디플레이션 해소와 경기회복을 금융 면에서 지원해왔음.
- 이 정책이 도입된 이후 콜금리는 0.001%까지 하락, 이후 이 수준을 지속적으로 유지해 왔음.

- 이러한 超금융완화정책은 1) 소비증가(異時點간 소비전환효과), 2) 설비투자(低금융비용효과), 3) 자산가격(주가부양효과), 4) 환율(저환율 유도)의 네 가지 경로를 통하여 일본경제의 회복을 유도해왔음.

그림 1. 금융정책 변화와 무담보 콜금리(익일물)의 추이

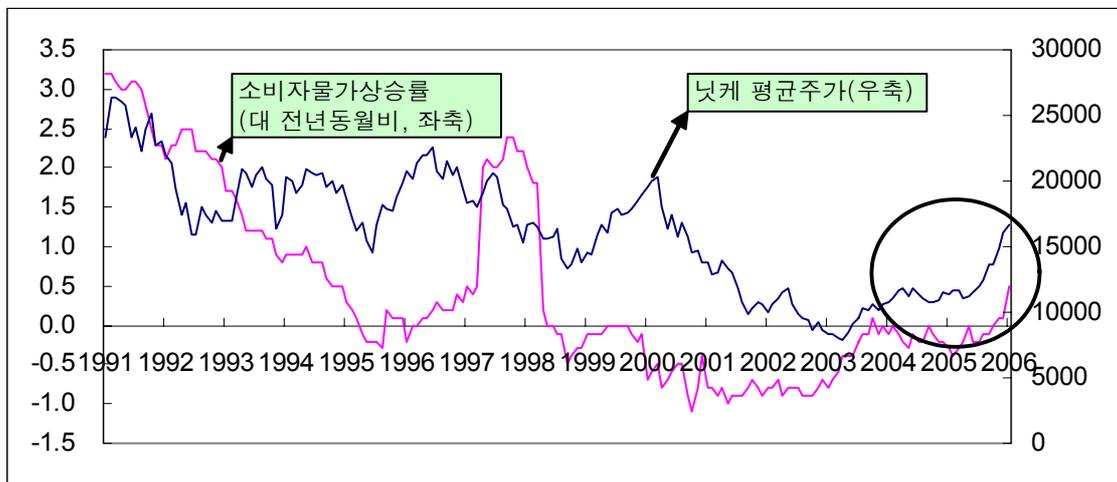


자료: 일본은행

## 라. 「양적 완화정책」 해제의 배경

- 정책 전환의 직접적인 배경은 소비자물가지수의 플러스 전환임.
- 일본은행은 「양적 완화정책」 해제조건으로 디플레이션이 해소되고 물가상승률이 플러스 기조로 전환되는 점을 제시했음.

그림 2. 소비자물가상승률 및 주가 추이



자료: 총무성

- 최근 소비자물가상승률의 동향을 보면 2005년 11월 7년 만에 플러스로 전환되었고 2006년 1월에는 전년동월대비 0.5%의 상승률을 기록, 상승폭이 증가하였음.
  - 이러한 소폭의 물가상승기조는 거시적인 GDP 갭이 해소되고 있는 점을 고려할 때 향후에도 지속될 것으로 판단되고 있음.
    - 현재 일본경제의 잠재성장률은 약 1.5% 정도로 추정되고 있으나 2005년 10~12월기의 실질 성장률은 전년동기대비 4.0%, 전기대비 5.4%(연율)에 이르고 있음. 따라서 현재로서는 디플레이션 갭이 해소되어 당분간 물가상승압력으로 작용할 것으로 예상됨.
  - 한편 주가동향을 보더라도 2005년 중반을 기점으로 지속적인 상승기조를 유지하고 있음.
- 기업 매출 및 이익의 증가라는 미시적 요인, 설비투자, 고용, 소비 등 거시지표의 개선도 일본은행 금융정책 전환의 중요 요인으로 들 수 있음.

표 3. 법인기업 주요 지표의 증가율 추이

	매출액			경상이익			설비투자		
	전 산업	제조업	비제조업	전 산업	제조업	비제조업	전 산업	제조업	비제조업
2001 1~3월	0.1	▲ 0.2	0.2	▲ 14.7	▲ 7.1	▲ 20.4	▲ 1.2	11.6	▲ 7.2
2001 4~6월	▲ 0.5	▲ 3.1	0.5	5.8	▲ 24.6	32.3	▲ 3.6	▲ 7.1	▲ 1.6
2001 7~9월	▲ 2.8	▲ 2.8	▲ 2.8	▲ 27.1	▲ 32.4	▲ 24.4	▲ 2.8	▲ 5.2	▲ 1.5
2001 10~12월	▲ 0.9	▲ 3.3	0.1	4.2	3.6	4.5	▲ 8.2	▲ 11.0	▲ 6.8
2002 1~3월	▲ 3.3	▲ 0.9	▲ 4.3	5.1	10.7	2.6	▲ 2.8	▲ 7.4	▲ 0.6
2002 4~6월	▲ 2.5	1	▲ 3.9	3.3	10.8	▲ 0.3	▲ 3.6	▲ 2.7	▲ 4.0
2002 7~9월	▲ 0.2	1.1	▲ 0.8	7	17.5	1.5	1	▲ 3.6	3.1
2002 10~12월	0.8	1.3	0.5	3.7	19.6	▲ 6.0	3.2	1.7	3.8
2003 1~3월	0.7	0	1	▲ 1.9	▲ 10.3	4.6	▲ 2.6	▲ 0.6	▲ 3.4
2003 4~6월	1.1	1.4	1	3	5.3	1.5	3.4	6.6	2
2003 7~9월	▲ 0.3	▲ 1.4	0.2	4.2	2.9	5	▲ 3.4	▲ 0.1	▲ 4.9
2003 10~12월	1.4	2.9	0.8	11.9	6	15.8	8.7	8.1	8.9
2004 1~3월	0.2	1.5	▲ 0.4	5.1	10.8	1.6	1.8	4	0.8
2004 4~6월	3.9	1.5	5	8.4	11.7	6.1	1.9	▲ 4.5	5
2004 7~9월	0.2	1.2	▲ 0.2	7.3	2.9	10.4	0.7	6.8	▲ 2.1
2004 10~12월	0.6	0.5	0.7	▲ 3.3	▲ 0.8	▲ 5.0	▲ 0.4	2.4	▲ 1.8
2005 1~3월	1.3	1.6	1.1	4	5.1	3.2	4.4	3.8	4.7
2005 4~6월	0.8	1	0.6	3.8	5.3	2.7	1.9	5.8	▲ 0.1
2005 7~9월	1.9	2.8	1.5	1.8	2.6	1.2	3.7	5.3	2.8
2005 10~12월	1.3	1.6	1.2	1.3	4.2	▲ 0.8	▲ 0.4	0.7	▲ 1.0

자료: 재무성 법인기업통계

### 3. 금융정책 전환의 거시경제적 영향

#### 가. 금리

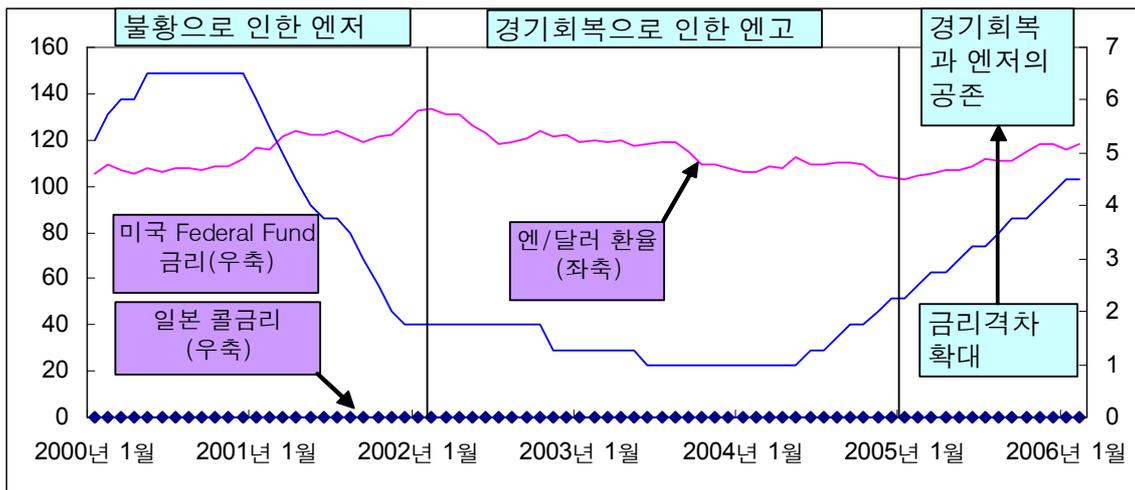
- 현행 정책금리는 0%를 유지한다는 정책기조가 지속되고 있음. 그러나 경기회복국면이 가속화될 경우 제로금리정책을 조기에 철회할 가능성도 배제할 수 없음.
  - 금후의 금융정책은 다음 3단계를 거치면서 전환될 것으로 예상됨.
  - 제1단계: 초과준비를 흡수하는 단계. 현재 약 30조 엔을 상회하는 당좌예금잔액을 약 6조엔 정도로 축소함. 2006년 4월부터 약 3개월 정도 소요될 것으로 예상됨. 이 시기의 정책금리는 0% 임.
  - 제2단계: 지극히 낮은 금리수준을 유지하는 단계
  - 제3단계: “경제물가정세” 를 고려한 금리수준의 조정단계
- 일본총합연구소의 시산에 따르면 정책금리 및 장기금리는 다음과 같이 상승할 것으로 추정되고 있음.
  - 일본은행이 2006년내에 콜금리 수준을 0~0.44%로 인상한다고 가정하고 이로 인한 향후 콜금리 변동추이를 예측해보면 콜금리는 2008년 말까지 0.91~1.14%로 상승할 것으로 추정됨.
  - 전제조건: 실질 GDP는 매년 2.0% 성장, 잠재성장률은 1.5%(2006년)에서 1.7%(2008년)로 증가, CPI는 매년 0.5% 상승, 목표 인플레이션은 1%.
    - 장기금리(10년 국채)는 현재의 1.6% 전후에서 2009년 초에는 2.1~2.7%로 상승할 것으로 추정됨.
    - 전제조건: 완만한 경기회복세가 지속, 소비자물가는 매년 0.5% 정도 상승, 미국의 실질금리는 안정, 2009년 초 콜금리는 1%로 상승.
- 향후 약 2% 정도의 경제성장률이 달성된다면 이러한 금리인상이 기업부문의 수익에 미치는 영향은 그리 크지 않을 것으로 예상됨.
  - 기업의 “利子支拂負債/총자산” 비율은 1995년 약 50%에서 2005년 약 40%로 감소하였고 “장기채무/Cash Flow” 비율은 1995년 약 7배에서 2005년 약 4배로 감소하였음.

- 따라서 금리인상으로 인하여 발생하는 이자지급액의 증가는 기업부문의 매출증가로 충분히 흡수할 수 있는 범위내에 있는 것으로 추정됨.

## 나. 환율

- 일본경제는 2003년 이후의 본격적인 경기회복과 2005년의 높은 주가상승에도 불구하고 엔/달러 환율은 지속적으로 상승하였음.
- 이러한 현상의 주요 원인은 바로 미·일 및 유럽·일간의 금리격차임.
- 미국의 연방준비이사회(FRB)는 연방기금(FF)금리를 2004년 중반(1%) 이후 인상하기 시작해 2006년 현재 4.5%까지 이르고 있음.
- 한편 유럽중앙은행은 2005년 12월 실로 5년 만에 금리인상을 단행, 정책금리를 2%에서 2.5%로 인상하여 일본과 영국을 제외한 주요 선진국은 모두 금리인상에 돌입하였음.
- 그러나 일본은행의 양적 완화정책 해제로 인한 미·일간 금리격차 축소, 미국의 경상수지 적자 확대(2005년 8,049억 달러, GDP 대비 6.4%) 등의 요인에 의해 엔/달러 환율은 하락세로 돌아설 가능성이 높음

그림 3. 엔/달러 환율 및 미·일 금리의 추이

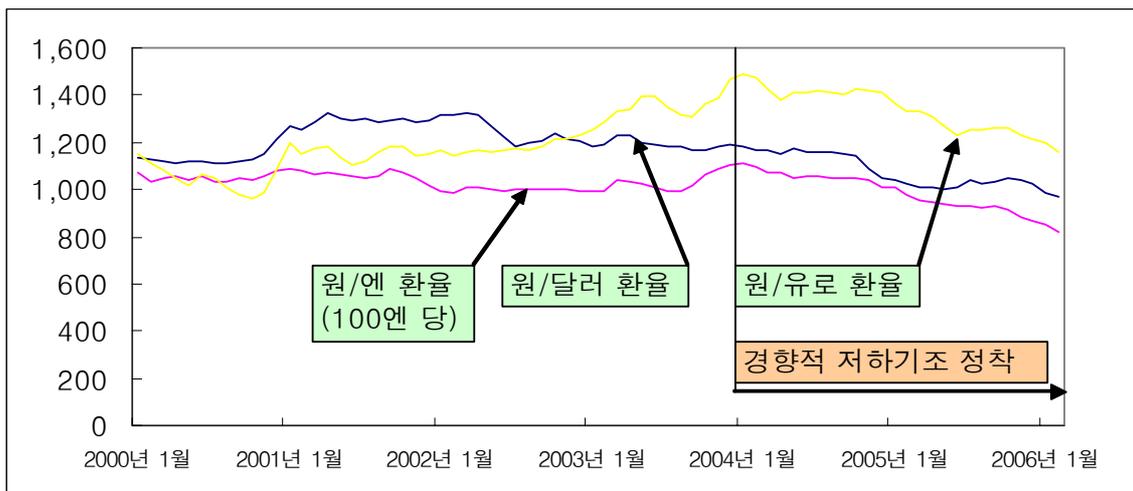


자료: 한국은행

- 한편 원/달러 환율은 이와는 반대로 지속적으로 하락하여왔고 최근 원/엔 환율도 급락, 우리 경제에 부담으로 작용하고 있음.

- 각국 주요 통화에 대한 원화 환율은 2004년 초를 기점으로 경향적으로 하락하는 기조가 정착되어 있음.
- 이러한 원화가치 상승기조는 수출증가, 주가상승, 풍부한 국제유동성, 원 저평가에 대한 인식 등에 기인하고 있음.
- 그 결과 2005년 1월 이후부터 달러화대비 원화와 엔화의 동조적 변화는 종결되었고 이후 탈동조화 현상이 발생하였음.
- 그러나 일본의 금융완화정책이 본격화되고 일본의 금리가 상승하기 시작한다면 원화와 엔화의 탈동조화 현상도 종식되고 원/엔 환율도 점차 상승할 가능성이 높음.

그림 4. 주요국 통화대비 원화 환율의 추이



자료: 한국은행

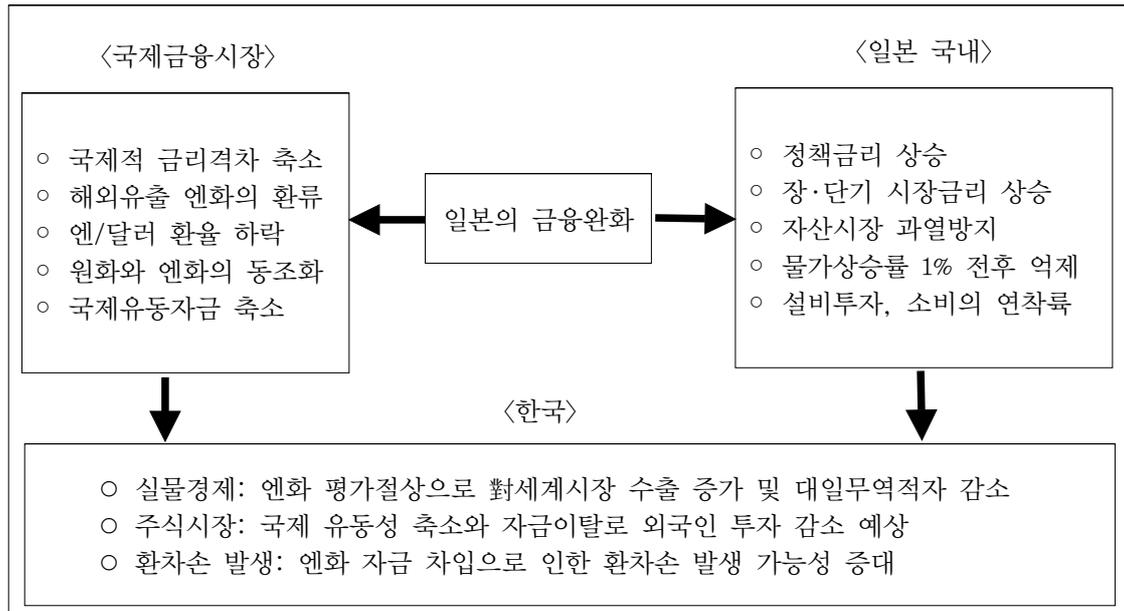
#### 4. 요약 및 정책적 시사점

- 미국 및 유럽 등 선진국의 금리인상이 연달아 진행되면서 세계경제는 고금리시대로 진입하고 있음. 일본은행의 양적 완화정책의 해제로 선진국 중 유일하게 저금리정책을 유지하고 있던 일본도 금리인상 대열에 참여하기 시작하였음.
- 일본은행은 장기적인 물가상승률 목표치로 소비자물가지수를 0~2%로 설정, 경제동향에 따라 탄력적으로 금융정책을 운용한다는 방침이어서 급격한 금리인상 가능성은 적으나 향후 3

년간 약 1% 정도의 정책금리 인상이 예상되고 있음.

- 그러나 디플레이션 갭의 해소, 물가상승기조의 조기정착이 이루어진다면, 현재의 제로금리 정책이 연내에 해제될 가능성도 배제할 수 없음.

그림 5. 일본 금융완화정책의 영향



자료: 필자 작성.

- 일본의 금리인상이 발생할 경우 여타 선진국과의 금리격차가 축소되어 엔화의 평가절상이 이루어질 가능성도 높음. 이로써 2005년 초 이후 원화와 엔화의 탈동조화 현상은 종식되고 원/엔 환율이 다시 상승기조로 전환될 가능성도 있음.
- 향후 선진 각국의 고금리기조가 강화될 경우, 국제적 유동자금의 규모와 흐름에도 영향을 줄 것으로 판단됨. 외국인투자비율이 약 40%에 이르고 있는 국내 주식시장에는 부정적인 영향을 줄 가능성이 있음.
- 또한 엔화의 평가절상에 대비한 환차손에도 대비할 필요가 있음. 현재 국내 금융기관은 저금리(약 2.6~2.7%)의 엔화 자금을 다량 차입, 국내에서 활용하고 있음.
- 한국은행의 발표에 따르면 국내 금융기관의 엔화 차입금 잔액은 2005년 12월 말 현재 99억 4천만 달러로 9월 말에 비해 약 10억 달러나 증가하였음.