

## 일본형 장기불황 과연 오는가?

최근 국내 경기회복은 예상보다 지연되고 있는 반면, 부동산 가격은 일부 지역을 중심으로 급등세를 보이면서 다시 버블 조짐을 보이고 있다. 이에 따라 좀처럼 비관론을 꺼내지 않는 정책 당국자들마저도 우리나라가 부동산 버블 붕괴의 후유증을 겪고 있는 일본의 전철을 밟아 장기 불황에 빠질 수 있다며 우려하고 있다.

그런데, 정책 당국을 견제해야 할 민간 경제학자들은 오히려 일본형 장기불황 가능성에 대해서는 다소 유보적이다. 왜 그런가? 이를 이해하기 위해서는 먼저 일본형 장기 불황에 대해 자세히 살펴볼 필요가 있다.

우선, 일본형 장기불황은 부동산 버블 붕괴로부터 비롯되었다. 1980년대 후반 엔고에 따른 경기 후퇴를 방지하기 위해 일본 정책 당국은 각종 규제를 완화하고 무리한 경기 부양책을 시행하였다. 이로 인해 경제 내에 부동산과 주식 버블이 형성되었고 이는 결국 버블 붕괴 및 급격한 자산가치 하락으로 이어져 실물 경기를 위축시켰다.

둘째, 부동산 버블 붕괴로 기업의 투자 심리가 약화되고 고용 불안이 심화되는 가운데, 고령화가 빠르게 진척되었다. 이로 인해 가계의 미래 불안이 높아짐으로써 소비는 더욱 위축되고 이는 성장 하락과 내수 위축의 악순환을 불러왔다.

셋째, 일본 정책 당국의 무리한 팽창 기조가 경제 주체의 미래 불안을 더욱 심화시켰다. 일본 정책 당국은 부동산 버블 붕괴의 후유증을 완화하기 위해 무리한 경기 부양을 시행하면서 동시에 복지 관련 지출을 늘렸다. 이는 일시적으로 경기가 추락하는 것을 막을 수는 있었겠지만, 선진국 중 최고 수준에 다다른 재정적자 누적과 가계의 미래 세금 부담만 가중시키는 결과를 야기했다. 금융당국의 초저금리 정책도 가계의 미래 불안을 완화하지 못하여 결국 예비적 동기의 화폐수요 급증으로 통화정책이 실물경기로 이어지지 못하는 소위 '유동성함정'이 야기되었다. 즉, 금융정책의 효율성은 극도로 저하되었다.

넷째, 1993년 자민당 단독정부 붕괴 이후 정치적 구심점이 부재한 점도 일본 장기 불황의 중요한 원인이다. 경기부양 및 구조조정 추진 과정에서 여야당은 물론 부처간의 이기주의적인 정치적 대립양상을 보였다. 이에 따라 정부의 정책수립 및 운영에 대한

의사결정이 지연되면서 구조조정이 미온했었고, 오히려 선부른 대규모 경기회복을 위한 재정집행이 재정 파탄의 단초가 되었다. 이 과정에서 정부도 선부른 정책 및 정책 혼선으로 여러 번 경제정책을 실기(失機)하였다. 일례로 1996년중 분기성장률이 4% 수준을 회복하자 일본 정부가 재정확충을 위해 소비세율을 인상(3%→5%)하자 경기가 다시 급랭했고, 주가도 급락하면서 장기불황으로 이어졌다.

이러한 점들만 본다면, 가계 소비 심리와 기업 투자 심리는 계속 악화되고 있는 반면, 정책 무능과 부동산 버블은 심화되고 있는 우리나라에서도 부동산 버블 붕괴가 단초가 되어 일본형 장기불황에 빠질 수 있다고 보여진다. 특히, 양국 모두 부동산 가격 급등이 저금리, 통화 공급 확대의 금융완화 정책과 정부의 내수확대정책을 배경으로 이루어졌고, 민간부문에서의 과도한 신용팽창에 의하여 버블이 확대되었다는 점은 시사하는 바가 적지 않다. 저금리 및 경기 부양 기조 하에서 은행 등 금융기관들은 공격적인 부동산 담보 대출에 나선 유인이 크고, 가계는 상대적으로 수익률이 낮아진 금융자산을 포기하고 부동산 등 실물자산을 보유하려 할 유인이 크다.

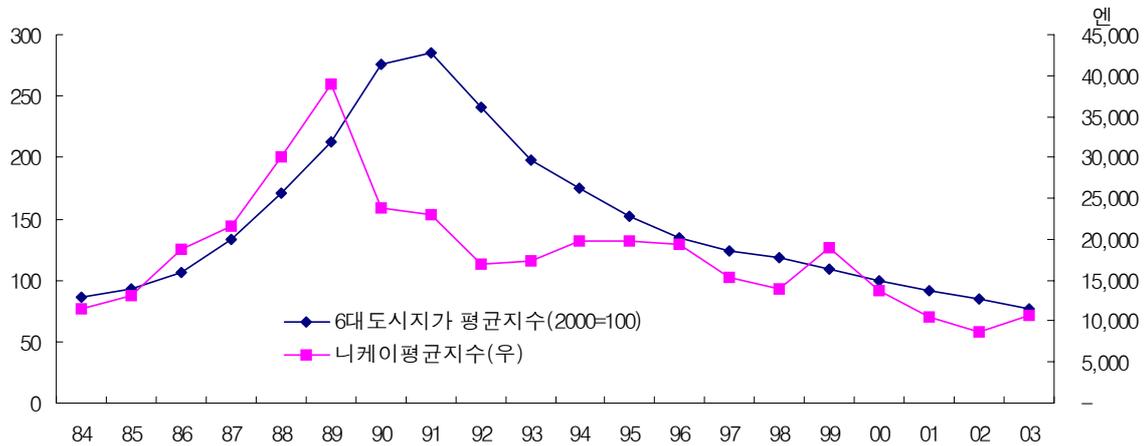
( 한·일 부동산버블 형성과정 비교 )

	일 본	한 국
시기	○ 1980년대 후반	○ 2000년대 초반
정부 정책	○ 엔고에 따른 경기후퇴를 방지 · 경기부양책 : 내수확대정책 · 금융완화정책 : 저금리, 과잉유동성	○ 내수 부양과 저금리 정책 · 내수부양책: 카드 규제 완화 등 · 금융완화정책 : 저금리, 과잉유동성
금융 환경	○ 금리자유화 및 규제완화 진전 ○ BIS비율 시행 앞두고 자본 확충 ○ 부동산업에 대한 대출 적극 확대 ○ 부동산담보 가계대출 확대	○ 규제완화 급속 진전 ○ 금융기관 대형화 및 수신 급증 ○ 기업대출에 대한 금융기관 회피 ○ 주택담보 가계대출 확대

그러나, 다음과 같은 이유에서 일본형 장기불황은 우리의 현실과 다른 점도 있다. 우선, 한국과 일본은 부동산 버블의 형성 과정은 유사하나 부동산 버블의 정도는 다소 차이가 있다. 일본의 경우 86~91년 5년간 6대 도시지가 평균지수가 약 168% 상승하였다. 반면, 우리나라의 경우 부동산가격이 본격적으로 급등하기 시작한 것은 2002년부터 최근까지이며, 그 기간 중 전국 주택매매가격 종합지수는 약 22%, 강남지역아파트(여기서 강남이라면 서울을 강남, 강북으로 양분했을 경우의 강남임)의 경우 47% 상승하였다. 물론 강남구, 송파구 등 서울 특정 지역의 특정 아파트의 경우 이보다 훨씬 높은 상승률을 기록하고 있지만 전반적으로 일본보다 버블의 정도는 낮은 편이다. 또한 일본의 부동산버블은 전국적으로 형성되었지만, 우리나라의 경우 서울 및 수도권 지역을

중심으로 형성되고 있다. 일본은 부동산, 주식 등 양대 자산이 동시에 버블화 되었지만 우리나라는 부동산에만 버블이 형성된 것도 큰 차이가 있다고 하겠다.

( 일본 주가 및 부동산 가격 추이 )



둘째, 양국간 경제 구조와 소비심리 회복 가능성에도 차이점이 있다. 내수 비중이 큰 일본 경제와는 달리 우리나라는 수출의 성장 기여도가 높다. 즉, 일본은 정책적 대안 부재 속에 경기회복을 이끌 민간소비가 살아나지 않는 한 근본적으로 장기불황을 탈출하기 어려운 구조를 지니고 있다. 그러나 우리나라는 수출이 건전한 구조를 유지하면서 증가세를 지속하고, 수출효과가 내수로 파급된다면 불황을 탈출할 수 있는 활로가 마련될 수 있다.

셋째, 우리나라의 노령화 정도 및 미래부담 수준도 일본에 비해서는 낮다. 일본은 1995년에 이미 고령사회(총인구대비 65세 이상 인구 비율이 14% 이상)에 진입한 반면, 우리나라는 지난 2001년 고령화사회(총인구대비 65세 이상 인구 비율이 7% 이상) 진입하였다. 사회보장제도를 위한 정부의 재정상태도 일본의 경우 GDP대비 재정적자 비율이 1995년 65%인 반면, 우리나라의 경우 2003년말 현재 24% 수준에 머물러 있다.

넷째, 금융기관의 부실 규모에 있어서도 큰 차이가 있다. 일본의 경우 부동산가치 하락 현상이 지속되면서 은행권의 부실채권규모는 최근에 이르기까지 크게 개선되지 않은 상태이다. 금융재생법에 의한 은행 자체 분류로 은행들의 부실채권규모(NPL)가 추계되어 정확한 부실 규모를 파악하기가 힘들다. 반면 한국 은행권의 부실규모는 외환위기 이후 구조조정과정에서 부실채권 매각과 리스크관리 강화 등으로 외환위기 이후 지속적으로 감소하고 있다. 2003년말 국내 일반은행권 고정이하여신 비율은 선진국 우량은행 수준인 2.6% 기록하고 있다. 적어도 우리나라는 금융부실이 실물의 발목을 잡을 가

능성은 매우 낮다.

다섯째, 경제 정책 수행 여지 면에서도 차이가 있다. 재정정책의 경우 2003년말 현재 GDP 대비 국가채무 비율(OECD 기준)은 일본이 154.6%인 반면, 한국은 18.7%이다. 통화당국의 경우 0.1%의 정책금리를 유지하고 있는 일본과 달리 한국은행의 목표 콜금리 수준은 최근 3.25%로 아직까지는 금리정책 수행의 여지가 남아있다.

( 한·일 장기불황 진입 여건 비교 )

		일본 (1990년대)	한국 (2000년대)
소비심리 회복 가능성	경제구조	내수위주	수출위주
	노령화	고령사회 진입 (1995년) 초고령사회 진입 예정	고령화사회 진입 (1999년)
	소비성향	미래소비 중시	현재소비 중시
	소비의 소득민감도	낮음	높음
경제정책 여지	재정정책	막대한 재정적자로 추가 재정확대 곤란	재정정책 가능
	금융정책	초저금리로 금융정책 곤란	금리인하 여력
은행권 부실		아직도 매우 높음	선진국 수준 근접
정치적 구심점		자민당 단독정부 붕괴 이후 여야 및 부처간 정치적 대립	여야간 정치적 대립 심화
거시정책 실패		급격한 부양 및 긴축정책	벤처, 카드, 부동산버블 등

이처럼 정치적 구심점의 부재, 잇따른 정부정책 실패 등의 측면에서는 일본과 우리나라가 비슷한 면이 많이 있지만, 부동산 버블의 정도, 소비 개선 및 정책적 대안 여지, 은행 시스템의 안정 등의 측면에서 보면, 아직까지 우리나라와 일본이 1990년대에 처한 상황과는 차이가 있다고 말할 수 있다. 즉, 현재 우리나라의 일부 주택경기 과열, 또는 침체가 일본형 장기 복합불황으로 발전될 가능성은 낮아 보인다.

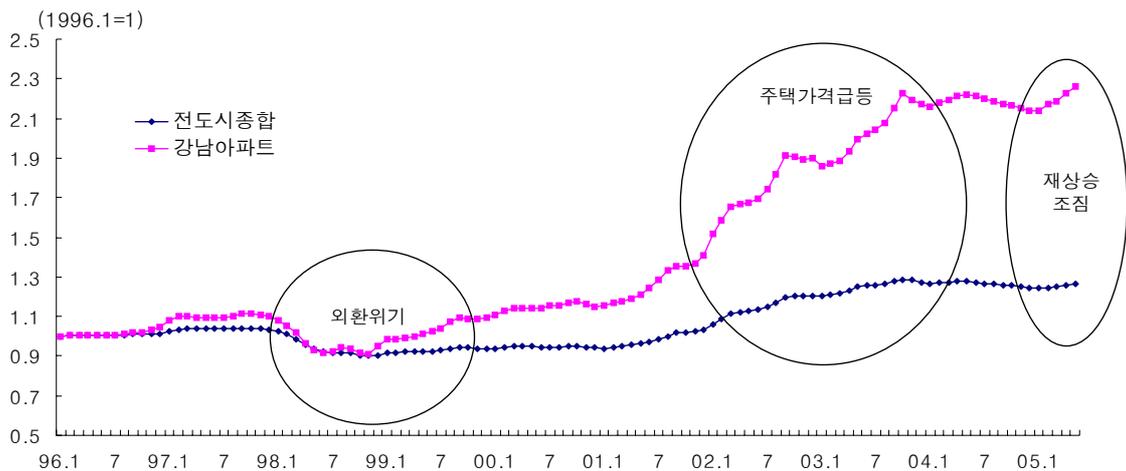
그러나 놓쳐서는 안 될 점이 있다. 첫째, 일본의 장기 복합불황의 핵심은 부동산 버블 붕괴 이후 기업의 활력이 크게 위축되었다는 데에 있다. 일본 기업들은 부동산 버블 붕괴 이후 대출 축소, 경기 위축 등에 직면하였으며, 버블 붕괴에 기인한 물가 하락은 기업 매출액과 수익의 감소를 야기했다. 이는 결국 평생 고용에 익숙한 일본 기업들의 투자 및 신규 고용 축소로 이어졌으며, 가계의 재무 건전성 악화, 가계 파산의 증가로 귀결되었다. 일본과 고용 문화가 비슷한 우리나라도 왕성한 기업 활동이 뒷받침되지 못하면 일본형 장기불황과 유사한 모습의 경기 위축이 계속될 수밖에 없을 것이다.

둘째, 정부 정책 유발형 스태그플레이션이 발생하여 부동산 가격이 왜곡되고 부동산

시장이 장기 침체에 빠질 우려도 있다. 현재 정책 당국은 부동산 수요는 강력히 억제하면서도, 행정중심복합도시 건설 등 각종 국가정책 사업과 수도권 미니신도시 개발 등 각종 개발사업은 계속 확대하고 있다. 이로 인해 시중 부동산자들은 경기회복에 하등 도움이 되지 않는 토지시장으로 급격히 유입되고 있으며 부동산 가격 상승에 대한 기대 심리는 높아지고 있다. 저금리 하에서 특별한 투자수단이 부재한 일반인들이 가세할 경우 국내 부동산 버블은 더욱 심화될 것이며, 이에 따른 버블 붕괴의 충격은 예상보다 매우 클 수 있다.

결론적으로, 우리나라와 일본의 상황을 좀 더 면밀히 살펴보고, 세련되면서도 일관된 정책으로 일본형 장기불황 가능성을 낮추어야 할 것이다. 그러기 위해서는 일본형 장기불황을 우리나라의 현실에 곧바로 대입하기보다는 사안별로 따져보는 지혜가 필요하다.

(국내 주택매매지수 추이)



자료 : 국민은행.

주 : 강남지역 아파트는 서울을 강남 강북으로 양분하였을 경우의 강남지역 아파트임