

□ 日本銀行の脱제로金利政策¹⁾

- 최근 일본은행에 의한 제로금리 종결 노력이 시장의 반대 의견과 긴장을 야기
- 日本生命에 의해 개발되어 운영중인 ‘금융정책 판단 지수’에 따르면 日銀의 금융 정책은 적어도 1986년까지 적절하였던 반면, 1987년이후 3차례의 과오가 발견됨
- 日銀의 반복되는 정책 과오로 인해 정책 패러다임이 불안정해졌으며, 정책 실패의 배경에는 정책 결정의 고려 요인들이 많아진 데에 있음
- 최근 금융긴축 전환의 意圖는 ‘금융정책 판단 지수’에 비추어 타당성이 있으며, 긴축정책에 대한 사후 검증은 향후 日銀의 독립성 확보에 영향을 미칠 것임
- 일본금리의 인상 가능성이 높아짐에 따라 한국 경제에 미칠 수 있는 영향에 대해 事前 檢討와 對備策이 요구됨

○ 문제 제기

- **일본은행의 제로금리 종결 움직임에 대한 시장의 반발**
 - 제로금리 종결을 위한 일본은행의 움직임이 심상치 않다는 관측이 많음
 - 정책 위원회가 언론 공세를 시도하고, 지금이 적절한 시기라는 데에 관하여 ‘理論 武裝’을 갖추려는 노력도 엿보임
 - 이에 따라, 금융시장에서는 제로금리의 종언을 둘러싸고 긴장감이 감돌고 있음
 - 반면, 제로금리의 해제가 적절한 지에 대해서는 아직도 논란의 여지가 많다는 것이 주변의 관측임

○ 일본은행에 대한 비판

- **중앙은행의 인플레이 타게팅**
 - 과거 15년간을 회고해 볼 때, 첫째 버블기의 장기 금융완화, 둘째 페르시아灣 분쟁기의 금융긴축에 의한 경기의 과도한 위축, 셋째 1997년 경기 하락기의 정책 失機 등 정책적 과오가 발견됨
 - 일본은행은 新日銀法에 의해 법적으로 독립성을 확보한 현재에도 이러한 정책 과오를 또 반복하게 될 가능성에 직면해 있음

1) 이 글은 高橋智彦(日本生命保險 資金證券部)이 週刊ダイヤモンド(2000년 7월 22일 발행)에 기고한 ‘ゼロ金利解除の説明責任を日銀は十分確保したか’를 요약, 정리한 것임

- 금융정책의 변경에 대한 판단을 위해서는 객관적인 근거가 필요하며, 예를 들어 영국, 캐나다 등의 중앙은행이 도입하고 있는 인플레이션의 목표치를 결정하는 인플레이션 타게팅 정책도 그 일환임
- 캐나다 은행 등은 나아가 인플레이션을 방지하기 위해 바람직한 금융상황을 설명하는 Monetary Condition Index(MCI)를²⁾ 공개하여 금융정책의 운영 목표를 시행함

- 일본은행의 통화 관리 방식에 대한 기존 비판

- 일본은행이 커다란 틀안에서 인플레이션나 화폐공급량에 목표치를 설정하는 방식에 대해 비판의 견해가 많이 있으며, 여러 조작 변수로서의 객관적 변수 선정에 대한 노력이 부족한 지적도 있음
- 日銀은 70년대 후반~80년대 전반에 걸쳐 중간 목표로 M2를 설정하고 은행간 단기금리를 조작하여 통화량을 조절하는 '2단계' 접근 방법을 따랐음
- 日銀의 금융정책 결정회의의 의사록이나 강연록 등을 보면 현상 인식이나 정책 변경의 요건에 관해 회의 참가자의 공통되는 판단 기준이 불분명하고, 이에 따라 금융 시장의 불확실성을 증폭시킨 측면도 있음
- 글로벌 투자가는 각국의 주식, 채권 등 자산의 상관관계나 리스크 조정후의 기대 수익률을 중시하는데 그 경우 중앙은행의 시장 친화력이 약한 나라는 중앙은행의 행동에 의한 시장 변동 리스크가 투자의 (-) 결정 요소가 될 수 있음

○ 과거 日銀의 금융정책 적절성에 대한 사후 검증

- 日本生命이 개발한 '금융정책 판단 지수'

- 시장과 중앙은행이 금융정책에 관한 객관적 판단을 공유한다는 취지하에 日本生命의 기초연구소가 개발, 자금증권부가 '금융정책 판단 지수'를 운영하고 있음
- 指數는 특정 지표에 편중됨이 없이 선행성, 발표의 속도성 등을 중시하여 가계 활동, 기업 활동, 물가환경, 해외 관련지표 중에서 日銀券 발행 잔고(평잔), M2+CD(평잔), 대형 소매점 판매액 등 14개의 지수로 구성됨
- 산출 방식은 각 변수가 3개월전부터 상승하면 1, 하락하면 0 등으로 분류, 합산한 것을 14로 나눈 후 백분율로 환산하는 소위 diffusion index 방식임
- 指數가 50을 4-5개월 연속하여 下廻하면 금융 완화, 80을 2-3개월 上廻하면 금융 긴축 전환으로 판단되는 것임

2) 이 지수는 수출의 국내 총생산에서 차지하는 비율과 환율 변화를 곱하고 금리의 변화를 합쳐 산출됨

- 단순하기 때문에 활용하기가 용이한 반면, 제 변수간의 중요성이 서로 다르고, 통계 처리를 통한 과학적인 신뢰성이 부족하다는 점 등에서 비판의 소지가 있음
- **1986년까지 ‘금융정책 판단 지수’와 ‘日銀 정책’간 정합성 존재**
- 70년대말 1차 석유파동기 급격한 긴축 시행후 인플레이션의 하락과 함께 日銀은 점진적으로 금융을 완화하고 78년 3월 최종 금리 인하가 이루어짐
 - 구체적으로는 79년 4월부터 80년 3월까지 日銀은 금융긴축을 실시하였는데, 당시의 금융정책 판단 지수가 78년 3월부터 3개월이상 연속적으로 80을 상회하였음
 - 80년 8월에는 日銀의 금리인하가 시작되어 이후 여러 번의 금리인하가 이어졌는데, 이때 금융정책 판단 지수는 79년 11월부터 계속 50이하로서 실제의 日銀 금융정책기조와 정합성이 있었음
 - 엔고 불황기의 금융 완화 경우에도 금융정책 판단 지수는 85년 6월부터 계속 50이하로서 85년 9월 플라자 합의이후 엔고 행진 속에서 86년 1월 금리 인하를 단행함
- **1987년 이후 日銀의 정책 과오**
- (87년 2월 금리 인하) 당시 국제 협조 노선하에서 엔고 불황 대응을 위한 마지막 금리 인하가 이루어졌는데, 이후 금융정책 판단 지수는 87년 3월이후 일정하게 80을 초과하여 금리인상 시그널을 보였음에도 블랙먼데이(87년 10월) 등으로 금리인상의 적정 시기를 놓쳤으며 뒤늦게 89년 5월에야 금리인상이 단행됨
 - (버블 붕괴 과정에서 금리 인하) 버블 경제가 붕괴되는 가운데 90-91년에 걸쳐 페르시아만 분쟁에 의한 석유 가격 급등에 대한 경계감도 있어 금리인하가 91년 7월에 이루어졌으나, 금융정책 판단 지수는 이미 90년 8월부터 계속 50을 밑돌았음
 - (96년이후 정책 失機) 90년대중 유일한 금융긴축 기회가 96년에 있었으나, 긴축 전환이 어렵다는 이유로 소비세를 인상함으로써 경제 불황이 가속화된 데다가, 97년 11월 금융위기로 인한 소비경기 급랭에도 日銀이 콜 금리를 더욱 낮춘 것은 98년 9월에 이루어지는 등 금융정책 판단 지수와 상반되는 정책 시행이 이루어짐
- **정책 패러다임의 변화가 원인**
- 日銀의 정책은 86년 엔고 불황까지 비교적 지수와 정합적이었던 반면, 그 이후에는 정책 失機 등 불합리성을 노정시켜 불안한 행보를 보여 왔음

- (배경) 금융정책 판단에 있어 1) 금융-재정 정책 혼합(Policy Mix)의 정합성, 2) 국제 협조와 환율 정책에 대한 배려, 3) 자산가격에 대한 배려, 4) 은행산업 정책과의 정합성 등 의사결정 요인들이 복잡해지고 日銀의 정책 패러다임이 변했기 때문임

○ 이번 金融緊縮의 成敗가 향후 日銀의 獨立性에 影響

- 日銀의 입지 강화 속 최근 경제 상황 진단

- 98년 4월 日銀法 개정을 통해 日銀의 최고 정책 목표는 물가의 안정이며, 법적으로 日銀의 독립성이 강화됨으로써 불안해진 패러다임의 개선 여지는 확대됨
- 최근 금융정책 판단 지수를 보면 소위 Y2K 문제 등 일시적 변수의 영향은 있지만 99년 12월이후 내구재 출하, 원자재 재고 동향 등이 호전됨으로써 80 가까이 높아졌고, 고용 회복, 日銀券 증가 등이 가시화됨
- (日銀의 물가 주변 상황 평가) 제약조건으로서 1) 금융-재정정책간 상충의 최소화, 2) 국제 자금흐름상 미국의 높은 유럽 의존도, 3) 낮은 자산 가격, 4) 금융기관의 경영 침체 등 어려운 사항이 많은 반면, 총선거가 끝나 정책 환경은 안정적임

- 日銀의 Accountability가 요구되는 시점

- 금융정책 판단 지수는 금융정책상 긴축 국면에 들어서고 있는 것으로 판단되는데 이때 중요한 것은 국민과 시장 관계자간 충분한 의사소통과 의견수렴일 것임
- 新日銀法 도입이후 최초 긴축 국면 전환의 성패는 향후 日銀의 독립성 확보에 결정적으로 영향을 미칠 것이며, 기존의 日銀이 보여준 노력이상으로 정책 변경의 확고한 이유와 반대 의견에 대한 명쾌한 답변, 정책기조의 향후 방향에 대한 설명이 필요

○ 시사점

- 韓銀의 독립성 실질적 확보를 위한 노력 바람직

- 착실하게 쌓아 가는 시장의 신뢰가 바로 韓銀 독립성의 초석이 된다는 점에서 한국은행은 시장 친화력을 높이고, 정책 실효성을 시장에서 검증 받으려는 자세가 요구된다 할 것임
- 중장기적으로 美연준이 현재 누리고 있는 최고의 권위를 획득하기 위해서 보다 과학적인 분석 지표의 개발과 시장 공개를 통해 미래의 금융정책 운용 방향에 대한 객관적인 설득력을 얻고자 하는 노력도 필요할 것임 (임진국)