

## □ 日本 再生: 円低로 可能한가?<sup>1)</sup>

- 일본 디플레이션의 근본 원인은 저축과 투자의 밸런스가 지나치게 불균형적으로 나타나 저축 초과 현상이 심화된 데 있음
- 이를 극복하기 위해서는 금리 인하가 불가피하나 제로 금리 하에서는 금융정책의 수단을 이미 상실함
- 일본의 脫디플레이션을 위해 가장 확실하고 간단한 방법은 円低 유도로 1달러 = 140엔 수준을 지속적으로 유지하는 것임
- 円低 基調가 유지되면 수입 물가 상승 → 전체 물가 상승 → 소득 향상 → 자산 가격 상승으로 디플레이션이 종식될 것임

### ○ 일본의 디플레이션은 저축 초과에 기인

#### - 디플레이션 아직 진행 중

- 일본 경제에 회복 조짐이 나타나고 있으며 경제 전반에 IT 관련 투자가 확대되고 있음
- 그러나 戰後 선진국에서는 유례없는 디플레이션(상품·자산 가치의 하락)에서 아직 벗어나지 못하고 있음
- 금년 1/4분기 명목 GDP는 3년 전에 비해 3.8%, 실질 GDP는 2.4% 감소하였으며 실질(민간)투자는 11% 감소함
- 일본의 일부 경제학자들은 최근의 물가 하락을 긍정적으로 보는 경향이 있는데, 물가 하락이 서플라이 쇼크(공급측의 혁신 = 기술 혁신을 통한 생산성 향상)와 경쟁 촉진에 따른 것으로 보기 때문임
- 그러나 서플라이 쇼크로 가격 인하와 생산이 증가한 만큼 수요가 증가해야 하나 일본의 내수는 이에 크게 못미침

#### - 저축 초과 심화

- 일반적으로 一國의 경제는 가격과 소득이 상승세를 나타내면서 호황과 불황을 순환적으로 경험하게 됨

1) 이 글은 데이비드·립턴(前 미국 재무차관)이 日本經濟新聞(2000년 8월 4일)에 기고한 「日本再生,一段の円安で」를 요약, 정리한 것임

- 그러나 일본 디플레이션의 근본적인 원인은 저축과 투자의 밸런스가 지나치게 불균형적으로 나타나고 있다는 것임
- 일본의 가계 저축율이 높은 배경에는 ① 국민들이 자신의 노후를 스스로 책임질 수밖에 없고 ② 노후까지 높은 세금을 지불해야 하는 경제 구조에 기인함  
→ 급속한 고령화로 노동력 인구가 감소하고, 정부의 채무가 크게 늘어나고 있는 추세를 반영함
- 디플레이션으로 인한 소득 및 자산(地價, 住宅價, 株價) 감소에 따라 일본의 가계와 기업은 줄어든 자산을 보전시키기 위해 저축을 더욱 하지 않을 수 없고, 이는 디플레이션 악순환을 심화시킴
- 많은 전문가들은 일본의 기업 수익 회복 → 임금 상승 → 소비 촉진 → 경기 회복을 기대하고 있으나, 이는 디플레이션의 심각성을 제대로 인식하지 못한 데 따른 것임

## ○ 디플레이션은 왜 일본 경제를 후퇴시키는가?

### - 金融政策의 手段 상실

- 일반적으로 금리를 인하하면 저축이 감소하고 소비가 촉진되며 설비투자 자금의 조달이 용이하고 기업의 채산성이 개선됨으로써 경기를 진작시키는 효과가 있음
- 그러나 금리가 제로 수준까지 떨어진 상태에서 디플레이션이 나타나면 진퇴 양난에 빠지게 됨
- 금리를 제로 이하로 낮출 수 없기 때문에 가계 소비를 진작시킬 수 있는 수단이 없으며, 또한 기업도 곤경에서 벗어날 기회를 상실함

### - 실질 금리 인하 緊要

- 명목 자금 조달 코스트가 제로가 되어도 실질 코스트는 높을 수 있으며, 기업이 자금을 저리로 차입해도 디플레이션이 지속되면 투자가 완료됐을 시점에서 설비 가치가 이미 상당히 떨어져 있을 가능성이 있음
- 그러나 제로 금리 하에서는 실질 자금 조달 코스트가 지나치게 높아도 중앙은행은 이를 낮출 방도가 없다는 것임
- 현행 기업의 대출 금리가 2%이고 물가 하락이 1%일 경우, 실질 자금 조달 코스트는 3%가 되며, 이는 유럽 국가들과 같은 수준임

- 이는 경기 침체기의 일본으로서는 지나치게 높은 수준이며, 이러한 상황에서 본격적인 투자·경기 회복은 기대하기 어려움
- 디플레이션의 극복을 위해서는 실질 금리의 인하가 필요하며, 그 유일한 방법은 상품 및 자산 가치의 하락을 저지하는 것임

## ○ 円低 誘導 政策의 필요성

### – 1달러 = 140엔이 적정 수준

- 일본은행은 디플레이션을 극복하기 위해 풍부한 유동성 공급과 함께 제로 금리 정책을 유지함으로써 수요를 자극하는 정책을 취함
- 이러한 정책은 일부 효과가 있었으나 근본적인 해결책은 될 수 없음
- 최근 3년간 GDP 디플레이터(물가변동지표)와 소비자 물가가 동시에 하락한 점을 보아도 이는 분명함
- 일본의 디플레이션을 극복하기 위해서 가장 대담하고 간단한 방법은 엔화의 가치를 떨어뜨리는 것임
- 이를 위해서 일본의 통화 당국은 경우에 따라 변동환율제에서 달러와 연동된 페그제로 환율제도를 변경할 각오도 해야 할 것임
- 당분간 1달러 = 140엔 정도의 円低가 지속적으로 유지될 필요가 있음

### – 円低로 脫디플레이션 가능

- 엔화가 하락하면 수입 물가 상승 → 전체 물가 상승 → 소득 향상 → 자산 가격 상승을 초래할 것임
- 엔저로 금리는 제로 수준을 벗어나고 디플레이션이 종식되며, 물가가 명목 금리 이상 상승하게 됨으로써 자금 조달의 실질 코스트는 하락하고 가계 및 기업부문의 자금 수요는 증대하게 됨
- 따라서 디플레이션 종식 → 실질 자금 조달 코스트 하락 → 가계·기업의 소비 및 투자 의욕 증대 → 세수 증가 → 재정 적자 감소 → 누적 정부 채무 잔고 증가세 둔화를 가져옴

- 미국 경기 과열 방지에 有效

- 엔저가 지속되면 일본 제품에 대한 해외의 수요가 증가하며, 경기 과열 기미를 보이는 미국과 유럽의 수요가 일본 쪽으로 분산된다는 점에서 이들 국가의 금융정책 상 부담(=인플레이션)을 덜어주는 효과도 있음  
→ 따라서 미국 정부도 엔저 정책을 수용하지 않을 이유가 없음
- 결론적으로 일본이 디플레이션을 극복하고 경제를 재생시킬 방법은 분명히 있으며, 이를 위해서는 기존의 재정·금융정책 이외에 새로운 발상이 필요하다고 하는 것임

○ 시사점

- 円低 誘導 과연 가능한가?

- 미국의 안정 성장에의 불안, 금리 인상 위협, 나아가 이 같은 경제 여건을 반영한 달러 자산의 기대수익 상승에의 제동 등으로 오히려 향후 달러 매각이 급증할 가능성이 있음
- 다우지수와 달러화 가치 사이에는 상관관계가 매우 높은 상황에서, 향후 미국 주가가 급락하게 되면 달러 가치의 폭락도 배제할 수 없음
- 금년에 미국은 사상 초유의 경상수지 적자가 예상되고 일본의 對美 경상수지 흑자가 확대되는 추세로 볼 때 무리한 円低 유도 정책은 미일간의 무역 마찰을 확대시킬 우려가 있음

(정오영)