

일본 경제정책의 흐름과 전망

KDB미래전략연구소 미래전략개발부
윤영교 선임연구원(yoonyk@kdb.co.kr)

- I. 일본경제의 부침(浮沈)
- II. 아베노믹스의 등장과 효과
- III. 아베노믹스 이후 일본 경제
- IV. 팬데믹과 일본은행 정책 변화 요구
- V. 일본의 통화정책 전환 가능성과 한국에 미칠 영향

일본은 제2차 세계대전 패전 이후 강력한 중앙계획식 경제정책과 한국전쟁 특수, 1964년 도쿄 올림픽 등을 발판으로 1980년대에는 미국을 위협하는 경제강국으로 떠올랐다. 그러나 플라자합의(1985년) 이후 정부와 일본은행의 일관성 없는 경제정책으로 장기 경기침체에 진입했다.

2012년 12월 집권한 아베 정부는 강력한 경기부양정책을 추진했다. 그러나 중국 發 글로벌 디플레이션 위기(2014~2016년), 미·중 무역분쟁(2018년~) 등 외부적 요인과 소비세율 인상이라는 내부적 요인으로 효과가 크게 축소된 것으로 평가된다. 이후 코로나19 팬데믹을 거치면서 재정적자가 증가했고 미국의 금리 인상(2022년~)을 맞아 엔화가 빠른 속도로 절하되면서 수입물가 상승으로 무역수지 적자 확대와 소비자물가 상승의 이중고에 직면했다.

미국의 고금리 기조가 장기화 조짐을 보이자 2022년 연말 일본은행도 수익률 곡선관리(YCC: Yield Curve Control)정책에 수정을 가하면서 10년간 유지된 일본은행의 완화적 통화정책에 변화 가능성이 감지됐다. 2023년 4월에 취임 예정인 우에다 가즈오 신임 총재는 現 총재와 달리 실용적·중립적 성향으로 일본은행의 긴축 행보에 가속도가 붙을 것으로 전망한다.

일본 통화정책 전환은 엔화 강세 요인이나, 미국의 통화정책과 일본 경제 펀더멘탈도 동시에 고려해야 한다. 과거 사례를 고려하면 엔화 강세는 한국의 수출에 긍정적일 것으로 기대할 수 있으나, 선진국 소비경기와 미·중 경쟁 심화 여부에 따라 달라질 수 있음에 유의해야 한다.

* 본고의 내용은 집필자 견해로 당행의 공식입장이 아님

I. 일본 경제의 부침(浮沈)

1. 전후(戰後) 일본경제의 흐름

□ 2차 세계대전 패전으로 붕괴된 일본 경제는 한국전쟁 특수를 계기로 고도성장(高度成長) 국면으로 돌입

○ 2차 세계대전 종전 후 일본은 핵심산업에 생산자원을 집중함으로써 효율성을 극대화한 한편, 한국전쟁('50년~'53년) 특수로 1950년대부터 이어지는 고도 성장 기반 마련

- 2차 세계대전 중 미국의 본토 폭격으로 일본의 전체 산업시설 대다수 파괴, 종전 후 미군정 감독하에 경제 재건 사업 진행

· 금융기관구제¹⁾를 통해 은행의 연쇄 파산을 막고 '경사생산방식²⁾(priority production)'을 채택해 석탄 및 철강을 중심으로 기간산업 재건에 집중

· 종전 직후 일본 정부의 경제정책에 필요한 자금은 국채 발행을 통해 조달, 통화공급량 급증으로 인플레이션 발생 ⇨ 당시의 인플레이션은 국채 실질 가치 하락으로 재정건정성 제고에 기여

○ 한국전쟁 당시 미국이 일본을 전략물자 보급기지로 활용, 경제성장 본격화

- 일본의 외환보유고는 '49년 2억 달러에서 '50년 9.4억 달러로 급증하며 '54년부터 시작되는 '진무(神武)경기³⁾'의 계기 마련

□ 1960년대부터 1980년대까지 일본 경제 성장의 특징

○ (1960년대) 이케다(池田) 내각('60.7월~'64.11월)은 '소득 배증⁴⁾'을 목표로 산업 구조 개편을 통한 고성장 경제정책 추진

- 공업화가 진행되면서 1960년대 민간 설비투자 평균 증가율은 17.7%에 달했으며 제조업 출하액은 10년간 4.4배 증가

1) '46년도 일반회계예산의 20%를 은행 손실 보상에 투입

2) 생산기반 확립을 위해 가장 필수적인 기초 물자 생산에 중점을 두고 그 밖의 물자도 중요도에 따라 집중 생산하는 방식으로, 부족한 자원을 중요 산업에 집중 투입하는 경제정책 방향

3) 진무천황(기원전 711년 즉위) 이후 최대 호황이라는 의미, 31개월('54.12월~'57.6월)간 지속

4) 10년간 국민소득 2배 성장을 경제정책 목표로 제시

- (1970년대) 전세계 경제를 강타한 양대 쇼크⁵⁾가 일본경제에도 부정적 영향을 미쳤으나 미국 등 여타 선진국 대비 양호한 경제 성장세 시현
 - '71년 미국이 금본위제를 포기(닉슨 쇼크⁶⁾), 고정환율제에서 변동환율제로 이행하면서 발생한 엔화 강세로 전후(戰後) 경제성장을 주도했던 수출 증가세 둔화
 - 엔/달러 환율: '71.7월 357엔/달러 → '79.12월 240엔/달러(약 33% 절상)
 - '73년 중동전쟁으로 인한 오일쇼크로 수입물가 급등, 1950년대 이후 최악의 인플레이션과 무역수지 악화 경험
 - '60년~'69년 소비자물가상승률 평균은 5.6%였으나 '74.2월 25.0%까지 상승
 - 양대 쇼크 영향으로 1950년대부터 20여년 간 이어진 고도성장기는 종료되었으나 정부의 확장적 재정정책과 기업의 '감량경영'⁷⁾ 효과로 여타 선진국 대비 안정적 경제성장률 유지
 - '70년~'79년 미국의 평균 경제성장률 3.2%, 일본은 5.2%

2. 플라자 합의('85년)의 배경과 결과

□ 1980년대 일본-독일 경제의 부상과 미국 무역수지 적자 확대

- 닉슨 쇼크로 인한 달러 가치 하락과 2차 오일쇼크가 겹치며 발생한 높은 인플레이션을 제어하기 위해 美 연준은 공격적인 기준금리 인상 단행
 - 금태환 중단 이후 달러 가치가 급락하면서 1970년대 미국 경제는 높은 물가와 경기침체가 동반되는 스테그플레이션에 진입, 전세계적인 달러 영향력 약화
 - '79.8월 취임한 폴 볼커 연준 의장은 인플레이션 제어와 달러 영향력 회복을 위해 급진적인 금리인상을 단행, 이 과정에서 미국의 무역수지 적자폭 확대
 - 미국의 '70년~'79년 누적 무역수지는 682억달러 흑자였으나 '80~'84년 누적 무역수지는 4,662억달러 적자 기록
 - 당시 대표적인 對美 무역수지 흑자국이 일본과 독일이었으며 특히 일본은 획기적인 전자제품과 자동차 등을 앞세워 미국 시장 잠식

5) 닉슨쇼크와 오일쇼크를 지칭

6) 2차 세계대전 승전국들이 금 1온스가 35달러와 동일한 가치를 지닌 것으로 합의한 브레튼우즈 체제를 미국이 포기함으로써 달러를 무제한 발행할 수 있는 계기가 된 사건

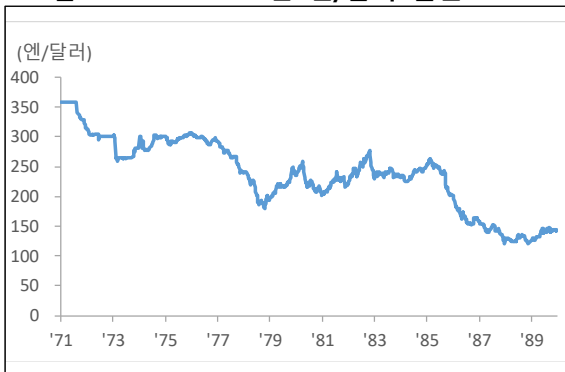
7) 고용조정(노동비용 절감), 금융비용 경감(설비투자 억제), 기타 비용 합리화(재고 증가 억제 등)를 내용으로 하는 경영 체질 개선 운동

- 미국은 무역수지 적자를 축소하고, 일본 산업 경쟁력 급부상에 의한 미국 산업 경쟁력 약화를 해결하기 위해 플라자합의('85.9월) 결정
 - 1980년대 초반 무역수지 적자 확대 과정에서 미국의 세계 경제 장악력은 약해진 반면 일본의 영향력 강화⁸⁾
 - 미국은 엔화의 인위적인 절상을 통해 무역수지 적자 축소와 제조업 중심의 고용 확대, 세계 경제 내 일본 영향력 약화를 유도
 - '85.8월 달러당 240엔 수준이었던 환율은 '85.12월 200엔 선을 하회한데 이어 '87.12월에는 120엔까지 하락하며 15개월 만에 50% 하락(엔화 절상)

□ 플라자합의 후 일본 정책 당국은 일관성이 결여된 정책 추진

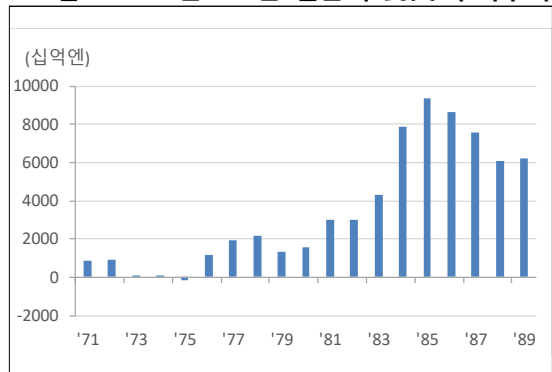
- 플라자합의에 의한 급격한 엔화 절상과 그에 따른 경제 충격을 최소화하기 위해 일본정부와 일본은행(BOJ)는 적극적인 경기부양정책 실시
 - 플라자합의 前 일본은 장기 호황을 누리면서 자산시장에 거품이 형성된 상태
 - 엔화의 빠른 절상에 의한 수출 경쟁력 약화는 실물경제와 자산시장 경착륙 우려로 확산
 - 일본정부는 당초 예정됐던 부동산 보유세 인상 계획을 철회하였으며, 일본은행은 적극적인 금리인하를 단행함으로써 엔화 강세에 의한 충격 최소화 노력
 - 그 결과 '86~'90년 중 내수경기 과열과 함께 자산가격 급등
 - ⇒ 잘 알려진 일본의 역사적인 버블 경제가 이 시기에 해당

<그림 1> '71~'89년 엔/달러 환율



자료 : FRB

<그림 2> '71년~'89년 일본의 對美 무역수지



자료 : FRB

8) '84년 기준 일본의 GDP는 미국의 70%에 육박하며 미국 정·재계에 위기의식 심화 초래

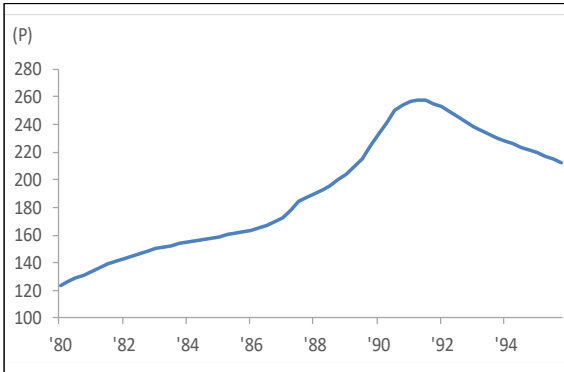
- 일본 정책 당국은 단기간에 상반된 정책을 강하게 추진
 - 주식과 부동산 등 주요 자산 가격이 가파르게 상승하고, 인플레이션이 급등하자, 이를 억제하기 위해 당국은 '89년부터 '90년까지 금리인상과 함께 부동산 용자 총량 규제 등 긴축정책 실시
 - ▷ 정책 일관성 훼손으로 시장 혼란 가중
 - 정부의 규제 정책으로 부동산·주식 등 자산버블 붕괴와 함께 일본 경제에 고질적인 병폐로 자리 잡는 장기(長旗) 디플레이션 시작 ▷ 잃어버린 30년

<표 1> 플라자 합의 이후 일본 각 경제 부문별 자산 잔고 추이 (단위 : 조엔)

	'86년말 순자산잔고		'86년~'95년 증감액		'95년말 순자산잔고	
	금액	구성비	'86년~'90년 증감액	'91년~'95년 증감액	금액	구성비
가계	1,465	58.5	913	-193	2,185	59.6
기업	854	34.1	535	-326	1,063	29.0
비금융	701	28.0	484	-266	919	25.0
금융	154	6.2	51	-61	144	3.9
정부	185	27.4	176	60	421	11.5
합계	2,504	100.0	1,625	-460	3,669	100.0

자료 : 현대일본경제론

<그림 3> '80~'95년 일본 부동산가격지수



자료 : Refinitiv

<그림 4> '80년~'95년 일본 소비자물가지수



자료 : Refinitiv

II. 아베노믹스의 등장과 효과

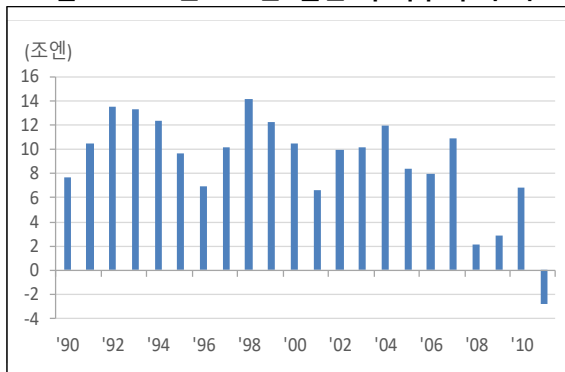
1. 아베노믹스의 등장 배경

□ (외부적 요인) 장기 무역수지 흑자와 글로벌 금융위기로 인한 엔화 강세는 디플레이션 탈피를 어렵게 만들어 인위적인 엔화 약세 정책 필요성 부각

- '90년 이후 아베노믹스('12년) 시행 이전, 엔/달러 환율은 대내외 경제 충격이 발생할 때마다 강세를 보이며 추세적으로 우하향(엔화 강세) 흐름 시현
 - 버블경제 당시 매입한 해외자산, 높은 제조업 경쟁력과 내수 성장세 둔화로 누적된 무역수지 흑자를 바탕으로 엔화는 안전자산으로서의 지위 강화
 - 미국이 경제 위기 때마다 유동성 확대 정책을 시행하며 달러 약세를 유도한 결과 엔화 강세 심화
 - 엔화 강세는 수입 물가 하락과 그로 인한 생산자물가 및 소비자물가를 하락으로 이어지며 디플레이션 장기화 요인으로 작용

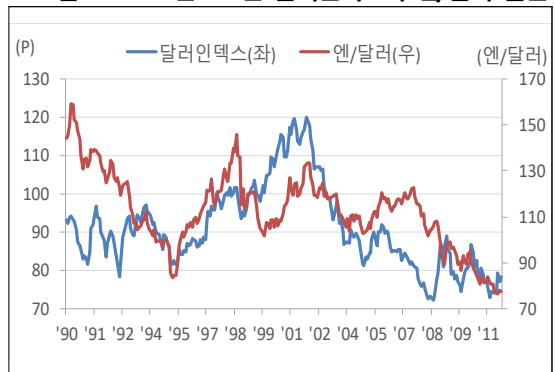
- 글로벌 금융위기('08년)와 동일본 대지진('11년)은 엔/달러 환율의 심리적 하한이었던 달러 당 100엔선 하향 돌파 견인
 - 서브프라임 사태에 대한 대응으로 연준은 전통적 수단인 기준금리 인하와 함께 비전통적 대응으로 자산매입을 통해 시장에 직접 유동성 공급
 - 동일본 대지진은 글로벌 공급망 충격과 안전자산 선호심리 초래 ⇨ 일본 경제 위기 요인이 엔화 강세를 초래하는 아이러니 발생

<그림 5> '90년~'11년 일본 무역수지 추이



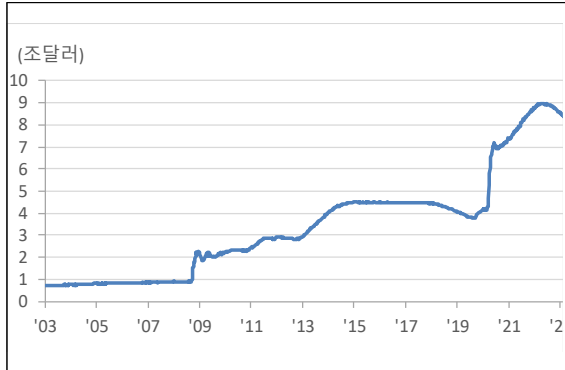
자료 : FRB

<그림 6> '90년~'11년 달러인덱스와 엔/달러 환율



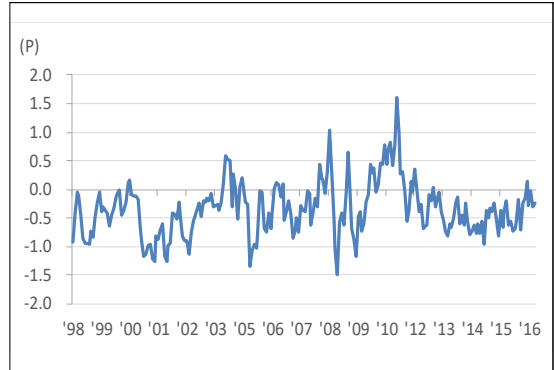
자료 : Refinitiv

<그림 7> 연준 자산 규모



자료 : FRB

<그림 8> 글로벌 공급망지수



자료 : 뉴욕지역연은

□ (내부적 요인) 자산시장 버블 붕괴가 촉발한 고용 위축과 무리한 소비세율 인상이 새로운 경제 정책 프레임에 대한 국민적 요구로 이어짐

- 1990년대 자산시장 버블 붕괴와 엔고로 인한 수출 부진은 기업 경쟁력 약화 및 고용시장 위축을 초래
 - 경제와 자산시장 버블 붕괴가 시작된 '90년 이후 일본 기업의 부도 증가, 1980년대 3%를 밑돌던 실업률은 1990년대 들어 5% 상회
 - 특히 청년 실업률이 크게 증가하면서 내수 심리 위축을 심화
- 2000년대 경기부양정책으로 수출은 개선됐으나 정부부채 누증, 이를 해결하기 위한 방안으로 소비세율을 인상하면서 내수 침체 심화
 - 일본은행은 자산시장 버블 붕괴 후 금리인하를 시작해 '99년 이후 제로금리를 유지하는 한편 정부는 적극적인 재정정책 시행
 - 버블경제 당시 과소비를 억제하기 위해 도입됐던 소비세(한국의 부가가치세) 세율을 인상함으로써 정부부채 부담을 완화하고자 하였으나, 경제적으로는 소비 위축과 함께 정치적으로는 차후 아베 정권 집권의 토대⁹⁾로 작용

9) 일본은 소비세가 없었으나 '89년 최초 도입(3%)되었으며, '97년에 5%로 인상. '10년에 2단계에 걸쳐 10%까지 인상(5%→8%→10%) 발표함으로써 당시 집권당이었던 민주당의 노다(野田) 내각은 '12.12월 총선에서 아베가 이끄는 자민당에 패배. 다만 뒤이은 아베 정권이 소비세율을 10%로 인상해 일본의 정부부채 문제 완화를 위한 소비세율 인상이 불가피했음을 인정

2. 아베노믹스의 내용

□ 아베노믹스의 세가지 화살

- (금융정책) QQE¹⁰)를 통해 물가상승률 2% 목표를 달성할 때까지 엔화를 무제한 공급하고 기준금리를 마이너스로 인하하는 등 파격적인 통화완화정책 실시, 구로다 총재 재임 중 정책 강도 지속 강화
 - 구로다 총재 취임 직후인 '13.4월, 장기국채 뿐 아니라 ETF, REITs도 대상 자산으로 포함, 본원통화량을 2년간 2배로 증가시키는 것을 목표로 하는 자산 매입 방침 결정
 - 금융기관들의 중앙은행 예치금에 대해 $\Delta 0.1\%$ 의 정책금리 적용 결정('16.1월)
 - 마이너스 금리 도입에도 물가상승률이 목표치에 도달하지 못하고 장단기 금리 역전 현상이 나타나자 YCC¹¹⁾ 도입

- (재정정책) '기동적 재정정책'을 기치로 강력한 부양적 재정정책을 강조
 - '12.12월 정권 발족 후 즉각 10조엔 규모의 추경 편성, 회계연도 '12년('12.4월~'13.3월) 예산은 100조엔으로 증가
 - '13년 예산은 92.6조엔으로 전년도 추정전 예산 대비 2.5% 증액, 이 중 공공사업관계비로 5.3조엔(전년대비 15.6% 증액) 편성
 - '13년 본예산에 5.5조엔 규모의 추경 편성

- (성장전략) 장기적으로 민간투자를 자극할 수 있는 환경 조성 목표
 - 법인세 실효세율을 기존 34.62%에서 '18년 29.74%까지 순차적으로 인하
 - 국가전략특별구역 제도 신설하고 해당 지역은 도시개발, 의료, 교육, 보육 등 다양한 분야에 대한 규제 완화
 - 노동규제완화 및 외국인 노동자 수용 범위 확대 등

10) 양적·질적완화(Quantitative and Qualitative Easing), 과거 고이즈미(小泉) 총리 재임 당시 시행했던 양적완화('01~'06년)와 미국이 '08년 금융위기 대응으로 시행한 양적완화(Quantitative Easing)보다 더 강력한 통화완화정책이라는 의미로 명명

11) Yield Curve Control: 단기금리는 $\Delta 0.1\%$, 장기(10년)국채 금리는 시장 개입을 통해 $\pm 0.2\%$ 수준을 유지하도록 관리함으로써 수익률곡선 안정화 추구

〈표 2〉 아베노믹스 “세개의 화살” 주요 내용 정리

첫 번째 화살	대담한 금융정책	<ul style="list-style-type: none"> - 2% 인플레이션 목표 - 무제한 양적완화 - 엔고의 시정
두 번째 화살	기동적 재정정책	<ul style="list-style-type: none"> - 대규모 공공투자 - 일본은행의 건설국채 매입 및 장기보유
세 번째 화살	성장전략 1차	<ul style="list-style-type: none"> - 국가전략특구 설치 - 35조엔 외국인 투자 유치(이전의 2배) - 3년 내 설비투자규모 70조엔으로 확대 - 연기금 주식투자 비중 확대 - 노동시장 유연성 제고 - TPP참여로 FTA 비중을 기존 14%에서 70%로 확대 - 철도, 원전 등 인프라 수출 지원 - 고령화에 맞춘 헬스케어, 의료, 제약 산업 육성 - 전력시장 경쟁원리 도입 - 10년간 국내총소득 매년 3%씩 성장 목표
	성장전략 2차	<ul style="list-style-type: none"> - 외국인 기능 실습 기간을 3년에서 5년으로 연장 - 기업투자 촉진책 마련 - 공적 연금 자산에서 주식투자 비중 확대 - 법인세 실효 세율 인하 - 창업 절차 간소화 - 해외 금융기관 유치

자료 : 각 기관 전망보고서

2. 아베노믹스의 영향(효과, 한계)

□ 단기적으로 가시적인 효과를 거두는데 성공한 것으로 평가 가능

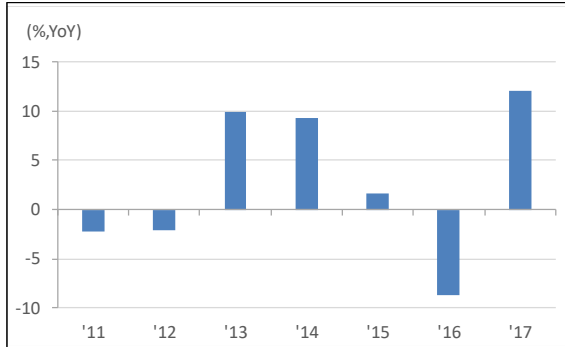
- 일본은행의 적극적인 엔화 약세 정책이 단기적으로는 대외 부문 개선 효과로 이어지며 정책 성공 기대감 확산
 - 아베 정권 출범('12.12월) 전 달러당 75~80엔 수준이었던 환율은 아베 정부 출범 후 상승하기 시작해 '13년 상반기 100~105엔 수준으로 30%가량 절하, 수출 증가에 기여

- 수출 증가는 기업이익 개선으로 이어지며 설비투자 및 고용 증가로 이어지는 선순환 고리 형성
 - 글로벌 금융위기 이후 일본 기업이익은 '12년까지 금융위기 이전 수준을 회복하지 못했으나 아베노믹스가 정식 출범한 '13년에 금융위기 이전 수준을 초과
 - 기업이익 개선과 정부의 정책적 지원에 따라 일본 기업투자와 고용시장도 빠르게 회복, 특히 고용시장은 청년층을 중심으로 개선

- 일본 GDP성장률은 아베 정부 집권('12.12월) 전후 확연히 다른 흐름 확인
 - 아베 정부 집권('12.12월) 전 3년간 일본 경제는 동일본대지진('11.3월) 여파로 8개 분기('11.1분기~'12.4분기) 중 2개 분기를 제외하고 역성장 지속
 - 반면 아베 정부 집권 이후 8개 분기('13.1분기~'14.4분기) 중 2개 분기를 제외하고 플러스 성장 지속하며 정책 효과가 있었음이 확인됨

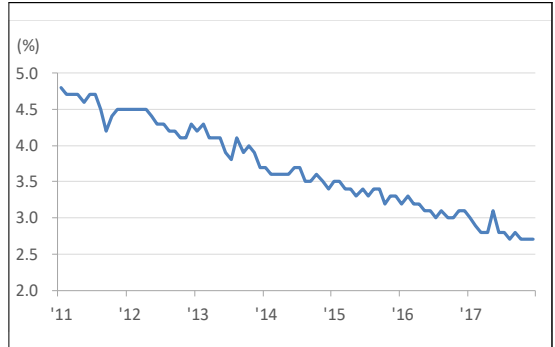
- 1980년대 후반 버블 붕괴 이후 장기 침체에 들어갔던 자산가격 상승 기대감이 형성된 점도 실물경제에 긍정적으로 영향
 - (주식시장) NIKKEI225지수는 아베 정권 출범 첫 2년('12년~'13년)간 93%, 4년('12년~'15년)간 125% 상승해 당국의 의도한 엔화 약세가 일본 기업 경쟁력에 상당한 도움이 됐음을 시사
 - (부동산시장) 전국 토지가격상승률은 첫 2년간 $\Delta 4.7\%$, 4년간 $\Delta 6.3\%$ 를 기록해 부동산시장 장기 침체 탈출에 실패, 다만 6대 도시는 각각 0.8%, 5.7% 상승

<그림 9> '11년~'17년 수출증가율 추이



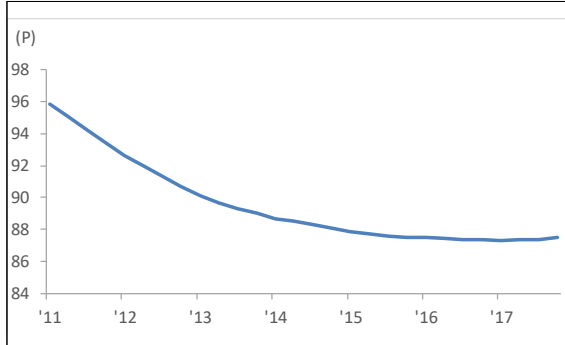
자료 : Refinitiv

<그림 10> '11년~'17년 실업률



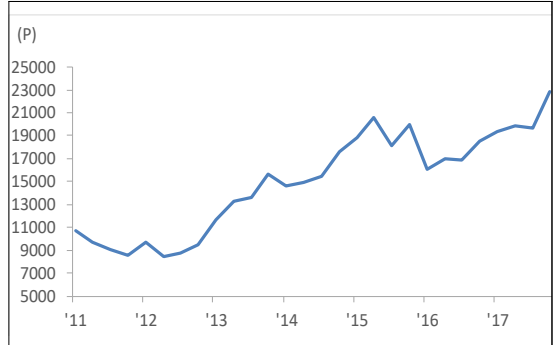
자료 : Refinitiv

<그림 11> '11년~'17년 부동산지수 추이



자료 : Refinitiv

<그림 12> '11~'17년 주가지수(NIKKEI225) 추이



자료 : Refinitiv

□ 재정 부담과 일본은행의 과도한 개입으로 한계점 분명

- 한계에 다다른 재정 문제는 소비세율 인상으로 이어지며 정책 효과 반감
 - 1990년대 이후 일본은 경기부양정책을 거듭해 정부부채가 누적된 상황, 추가 재정지출로 세수 확대 필요성 강화 ⇒ 전정권에서 유예됐던 소비세율 인상 단행
- 일본은행이 자산시장에 직접 개입함에 따라 자산가격 왜곡 논란
 - 美 연준은 양적완화 당시 매입 대상 자산을 국채와 MBS채권으로 제한하였으나 일본은행은 국채는 물론 ETF REITs 등 금융상품까지 확대
 - 금융상품 매입은 주식, 부동산 등 자산시장에 직접적인 영향을 미칠 수 있어 중앙은행은 시장에 직접 개입하지 않는다는 원칙에 역행하고 자산시장 왜곡 논란 ⇒ 정책 종료 후 자산시장 변동성 확대 우려

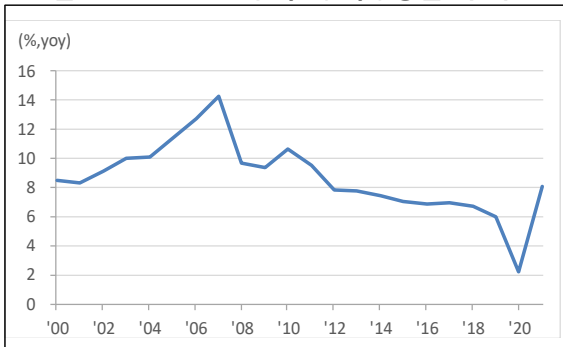
Ⅲ. 아베노믹스 이후 일본 경제

1. 중국 發 디플레이션 우려 부각과 미·중 무역분쟁

□ 중국 성장률 하락과 원자재 공급 과잉으로 디플레이션 리스크 심화('14년)

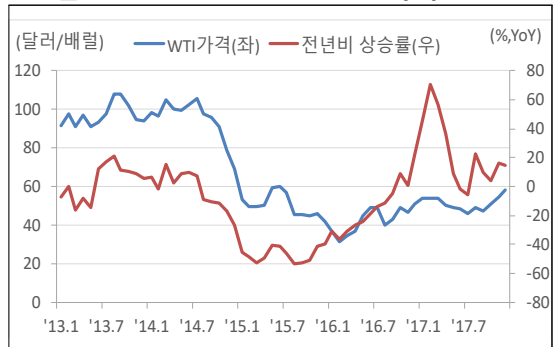
- 중국은 미국 發 글로벌 금융위기 수습 과정에 중요한 역할 수행
 - 미국 국채를 대량으로 매입함으로써 글로벌 금융시장이 비교적 빠른 시간에 회복하는데 일조하고 미국이 경기회복에 필요한 재정 확보에 도움
 - 낮은 인건비를 바탕으로 2000년대 구축된 글로벌 공급망 체계(중국은 생산, 선진국은 소비) 유지에 기여하고 주요 선진국의 유동성 확대 정책에도 인플레이션이 낮은 수준에서 유지되도록 함
- '01년 WTO 가입 이후 전세계 경제성장을 주도했던 중국의 성장률 하락이 가시화되며 전세계적인 디플레이션 우려 부각
 - 미국 경제 회복기 종료로 중국의 제조업 재고 문제 심화 ⇨ 중국 당국은 '14년 성장률 목표치를 7.5%로 유지하였으나 실제로는 7.4%에 그쳤으며 '16년에는 '90년 이후 처음으로 7%선 하회(6.8%)
- 미국 정부가 글로벌 금융위기 극복 과정에서 정책적으로 장려한 세일 산업의 발전도 디플레이션 위험 심화
 - 중국의 제조업 생산 및 선진국 소비경기 둔화로 인한 원유 수요 감소가 이어지는 가운데 세일 산업 발전으로 인한 공급 증가가 원자재가격 하락 초래

<그림 13> 연도별 중국 경제성장률 추이



자료 : Refinitiv

<그림 14> '13년~'17년 WTI 가격



자료 : Refinitiv

□ **미·중 무역분쟁으로 대외 환경 추가 악화**

- 미국과 중국은 오바마 행정부('09년~'16년) 이후 중국의 영향력 확대 저지를 위한 정책 방향 유지
 - 오바마 행정부는 “Pivot to Aisa”를 외교 원칙으로 한국, 일본 등 우방과의 결속력 강화를 통해 중국의 경제적·군사적 부상을 저지
 - 글로벌 금융위기를 계기로 제조업 중심으로 경제구조를 재편하기 위해 미국 기업들의 해외 제조시설을 미국 본토로 복귀 유도

- 트럼프 행정부('17년~'20년)는 중국 수입품목에 대한 고율의 관세를 부과하고, 중국의 외환시장 개입을 비판
 - '18.6월부터 '19.9월까지 5차례에 걸쳐 총 5,500억 달러에 달하는 중국산 수입 품목에 대한 관세 부과
 - 시장개입을 통해 위안화를 저평가 상태로 유지했다는 주장을 근거로 중국을 환율조작국으로 지정('19.8월)

- 바이든 행정부('21년~)는 각종 입법·행정 행위를 통해 중국에 대한 압박을 산업 단위로 구체화
 - 중국의 주요 산업 영향력 축소와 미국 내 안정적 생산 능력 확보를 위한 산업 정책 청사진인 “4대 핵심산업 공급망 점검”에 행정명령에 서명('21.2월)
 - 중국의 반도체 산업 부상을 제지하고 미국의 시장 지배력 확대를 위한 반도체 및 과학법(CHIPS and Science Act, '22.8.9일 발효) 입법
 - 인플레이션 감축법(Inflation Reduction Act, '22.8.16일 발효)을 통해 중국의 배터리 산업 지배력 약화를 유도

□ **트럼프 행정부의 관세 부과로 불거진 미·중 무역분쟁이 한국·독일·일본 등 높은 수출 경쟁력을 보유한 국가들에 직접적 타격**

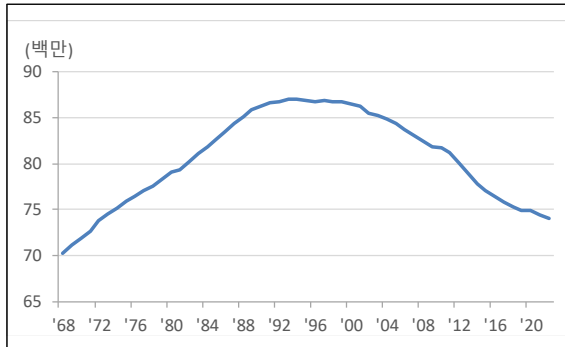
- “엔화 약세를 통한 수출 개선과 이를 통한 기업이익 및 고용증가”라는 아베 노믹스의 정책 목표가 글로벌 교역 여건 변화로 달성에 어려움 봉착
 - 일본의 수출 증가율은 '17년 12.1%에서 '18년 5.4%, '19년 △6.4%로 하락

2. 내수 침체 지속과 생산성 하락

□ 인구고령화와 생산인구 감소

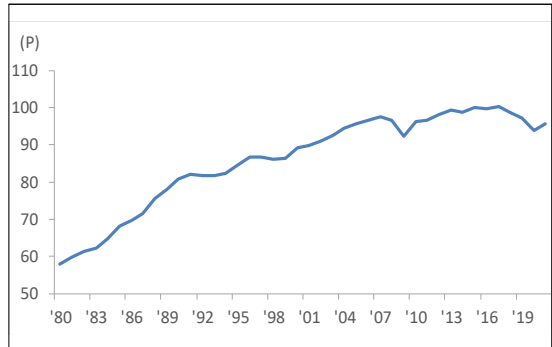
- 전후(戰後) 일본 전체 인구는 꾸준히 증가해 '10년 1억 2,806만명에 이르렀으나 이후 감소세로 전환하며 '22년 현재 1억 2,483만명
- '22년 현재 인구는 정점('10년) 대비 2.5% 감소해 감소폭이 크다고 보기 어려우나 인구고령화가 급속도로 진행되며 생산성 악화
 - 일본 전체 인구 대비 생산가능인구(15세~64세) 비율은 '68년~'02년 중 67% 이상을 유지하였으나 '03년 66.8%를 기록한 후 지속 하락, '22년 현재 59.4%
 - 일본의 노동생산성지수 '17년을 정점으로 하락하며 인구 고령화에 따른 일본 기업의 경쟁력 약화 우려 부각
- 인구 감소와 고령화는 저축률 상승과 보수적 소비 성향, 비정규직 비중 증가 등으로 아베노믹스 효과 반감
 - 일본 가계 저축률은 '90년 3.3%였으나 이후 빠른 속도로 상승하며 '22년 현재 25.8%를 기록
 - 일본의 비정규직(파트타임) 비중은 '90년 12.3%에서 꾸준히 증가해 '22년 현재 31.6%를 기록

<그림 15> 일본 생산가능인구 추이



자료 : Refinitiv

<그림 16> 일본 노동생산성 추이

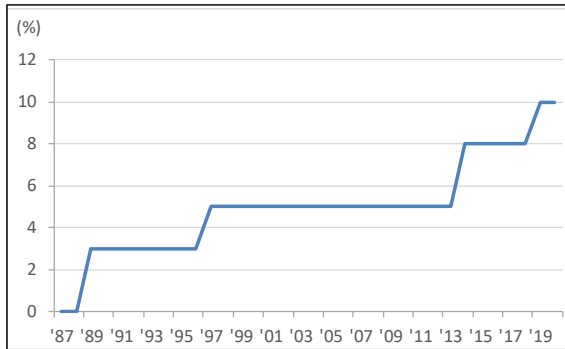


자료 : Refinitiv

□ 거둬들인 소비세율 인상은 장기적인 부담으로 작용

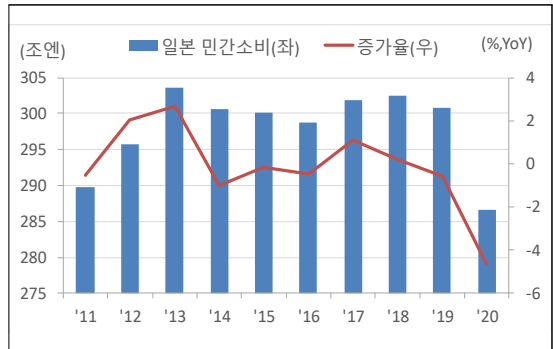
- 일본은 '89년 소비세율을 도입¹²⁾, 이후 장기 경기침체로 인한 정부부채 증가 및 고령화에 따른 사회보장비용 증가 등을 이유로 수차례 세율 인상을 시도 하였으나 번번히 조세 저항에 부딪치며 실패, 인상 추진 정권 교체 요인으로 작용
- '12.2월 당시 여당이었던 민주당과 정부는 소비세율 단계적 인상안을 결정하였으며 '12.6월 의회에서 원안대로 통과
 - 소비세율을 '14.8월에 3%p(5%→8%, 1단계), '15.10월에 추가 2%p(8%→10%, 2단계) 인상하기로 결정
 - 소비세율 인상이 아베노믹스 정책 방향에 반(反)한다는 이유로 연기 주장이 있었으나 가중된 재정 부담으로 1단계 인상은 예정대로 단행
 - 1단계 소비세율 인상 단행으로 가계소비가 위축되었으며, 이는 아베노믹스 정책 효과를 크게 반감시키는 요인으로 작용¹³⁾

<그림 17> 일본 소비세율 추이



자료 : 일본 내각부

<그림 18> '11년~'19년 일본 가계소비



자료 : Refinitiv

12) 최초 도입 당시 세율인 3%는 주요 선진국 대비 크게 낮아(영국 20%, 독일 19.0%, 한국 10% 등) 인상 필요성 지속 제기, '97년 5%로 인상

13) 결국 2단계 인상은 당초 계획보다 크게 지연돼 '19.10월에 도입

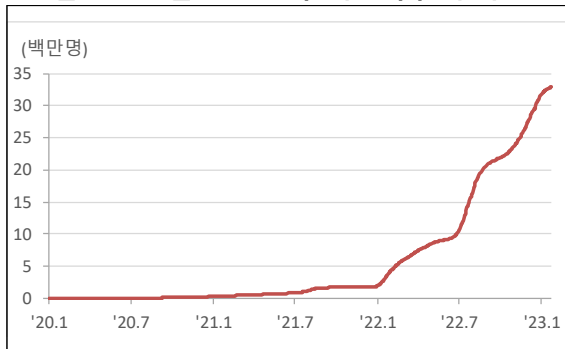
IV. 팬데믹과 일본은행 정책 변화 요구

1. 올림픽 연기와 팬데믹 대응 실패

□ 비교적 성공적이었던 팬데믹 대응은 올림픽을 기점으로 실패로 평가 절하

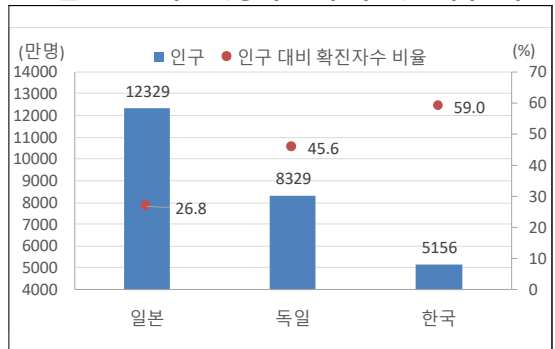
- 일본의 코로나19 확진자수는 인구 규모를 감안하면 많지 않고, 사태 초기 확산 저지에 성공한 국가로 평가
 - 일본의 코로나19 누적 확진자수는 '23.2.10일 현재 3,288만명으로 인구수를 감안하면 비슷한 경제 수준의 국가들에 비해 적은 편¹⁴⁾
- 1년 연기된 도쿄 올림픽은 경제적 소득 없이 코로나19 확산만 초래
 - '64년 올림픽을 계기로 일본 경제가 선진국 대열에 진입하는데 성공한 경험을 토대로 경제 활성화를 위한 방안 중 하나로 '20년 올림픽 유치¹⁵⁾
 - '20년 코로나19 확산으로 취소 가능성이 제기되었으나 1년 연기 후 무관중 대회로 강행, 경제손실이 1,470억엔(한화 약 1조 5,000억원)에 달한 것으로 추정¹⁶⁾되는 한편, 올림픽을 기점으로 코로나19 확진자 급증

<그림 19> 일본 코로나 확진자수 추이



자료 : WHO

<그림 20> 비교대상국 인구와 확진자수 비율



자료 : WHO

14) '23.2.10일 현재 누적 확진자수는 독일 3,789만명, 한국 3,032만명으로 일본의 인구(1억 2,329만)가 독일(8,329만)의 약 1.5배, 한국(5,156만)의 2.4배에 달해 인구 대비 확진자수는 적은 편

15) 아베 정부는 정권 초부터 올림픽 유치에 외교적 노력을 기울였으며, 그 결과 '13.9월 IOC(국제올림픽위원회) 제125차 총회에서 결정

16) 노무라 종합연구소('21.7.25.)

□ 코로나 대응 경제정책 내용, 효과와 한계

- (재정정책) '20.2월부터 '20.5월까지 5차에 걸쳐 재정정책 실시
 - 팬데믹 장기화 전망이 크지 않았던 2.14일과 3.10일 정책은 소규모에 그쳤으나 4월 이후 대책은 대규모로 증액되었으며 대상도 전방위적으로 확대
- (통화정책) 자산매입 한도를 확대하고 국채매입 목표액 상한(연간 80조엔)을 폐지하는 등 금리인하를 제외한 가용 가능한 모든 정책을 내놓은 것으로 평가
- 여타 국가에 비해 유동성 확대 효과가 제한적, 일본 가계 및 기업들의 소극적인 경제활동 경향을 반영
 - '20.1월부터 '21.12월까지 미국과 유로존의 M2통화량은 각각 30.3%와 18.3% 증가한데 반해 일본은 13.1% 증가
 - 해당 기간 중 일본의 M2/중앙은행자산 비율¹⁷⁾은 1.64로 미국의 2.39, 유로존의 2.03에 비해 크게 낮은 것으로 분석
- 팬데믹 기간('20년~'22년) 중 일본 경제규모는 1.3% 감소¹⁸⁾ 주요 선진국 중 거의 유일하게 팬데믹 이전 수준을 회복하지 못함
 - (정부지출) 팬데믹 초기 증가한 이후 서서히 감소하는 형태로 미국 등 여타 국가와 유사한 패턴을 보임
 - (민간소비) '22년부터 플러스로 전환하였으나 회복 속도가 상당히 느려 경기 회복에 기여하지 못한 것으로 분석
 - (총고정투자) '21년 상반기와 '22년 하반기에 소폭 플러스 성장률을 기록하였으나 대부분의 기간에 마이너스 성장률 기록
 - (순수출) 대체로 적자를 지속하며 경기회복에 전혀 기여하지 못했으며 특히 전세계적인 인플레이션이 본격화된 '22년에는 적자폭 확대

17) 중앙은행이 늘린 통화량과 실제로 경제에 유통된 통화량의 비율을 통해 각국 경제주체의 경제활동 적극성을 측정 가능

18) 미국 3.7%, 한국 6.1%, 독일 0.4% 증가, 프랑스 0.2% 감소

<표 3> **코로나19 팬데믹 대응 일본의 통화정책과 재정정책**

통화정책		
3.16일	기업자금지원	- CP(2.2→3.2조엔) 및 회사채(3.2→4.2조엔) 매입 한도 확대 - 민간기업채무를 담보로 대출(금리 0%)하는 특별조치 도입
	금융시장안정	- ETF(6→12조엔), REITs(900→1,800억엔) 연간 매입액 증액
4.27일	기업자금지원	- CP 및 회사채 매입 한도 함께 3배 증액(7→20조엔) - 민간 금융기관을 통한 자금지원 강화
	금융시장안정	- 국채매입 목표액(연 80조엔) 폐지
5.22일	기업자금지원	- 중소기업에 대출하는 민간금융기관을 확대하여 자금 지원
재정정책		
제1차 긴급대응책(153억엔)		
2.14일	중소기업지원	- 중대한 영향이 발생한 업종에 대한 신용보증
	고용유지	- 對中 교류 비중이 높은 사업주 대상 고용유지지원금 요건 완화
제2차 긴급대응책(2조엔)		
3.10일	자금조달	- 코로나19 관련 특별 대출, 사회안전망을 위한 대출 및 보증 등
	중소기업지원	- 고용유지지원금 특별조치 확대, 관광업 지원 등
	의료지원	- 보육 및 간병시설 감염확대 방지, 감염진단검사체제 강화 등
	임시휴교 대응	- 보호자 휴가 지원, 방과후 아동돌봄체제 강화, 재택근무 추진
제1차 긴급경제대책(사업규모 108.2조엔, 재정지출 39.5조엔)		
4.7일	고용유지	- 고용유지지원금 지원을 상향, 비정규직 대상자 포함 등
	자금조달	- 무담보·무이자 대출 확대, 기존 대출 전환 등
	중소기업지원	- 사업수입 50% 이상 감소시 감소분 중 200만엔 지급 등
	가계지원	- 저소득층, 수입이 50% 이상 감소한 가구 대상 30만엔 지급 등
	세제조치	- 상당 수준 수입이 감소한 사업자 세금, 사회보험료 납부 유예
제1차 긴급경제대책 일부 수정(사업규모 117.1조엔, 재정지출 48.4조엔)		
4.17일	가계지원	- 수입감소 가구 대상 30만엔 지급→전국민 10만엔 지급
제2차 긴급경제대책(사업규모 117.1조엔, 재정지출 72.7조엔)		
5.27일	기업자금지원	- 경영난 기업에 무이자·무담보 대출 확대, 자본성 자금 지원 등
	고용유지	- 고용지원금액 증액 및 적용기한 연장 등
	임차료지원	- 매출이 급감한 자영업자 등의 임차료 지급 등
	학비지원	- 경제적 곤란으로 학업 지속이 어려운 학생 대상 수업료 감면
	의료체계 강화	- 중점 의료기관 종사자 등에게 위로금 지급 등

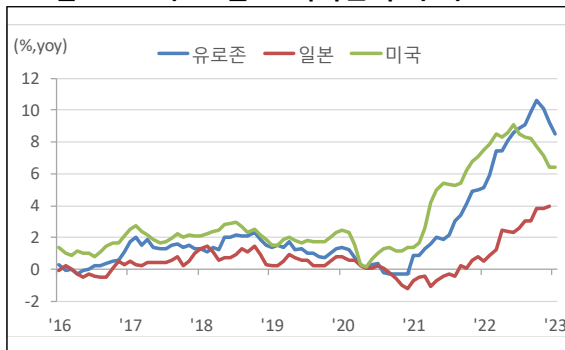
자료 : 국제금융센터

2. 엔화 약세와 그에 따른 문제점

□ 팬데믹 대응 유동성 확대는 전세계적인 인플레이션과 미 연준의 급격한 금리 인상으로 이어지며 엔화 약세 견인

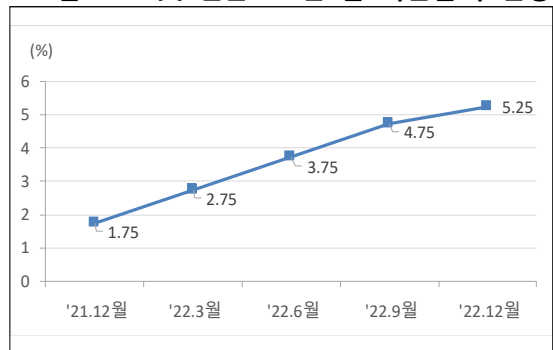
- 전세계적인 인플레이션 국면에서 일본은 비교적 낮은 물가상승률 유지¹⁹⁾
 - 정부와 일본은행이 유동성 공급에 나섰으나 가계와 기업의 소극적인 소비 및 투자 성향이 유동성 효과를 반감한 것으로 추정
- 미국 기준금리 인상으로 달러 강세 심화되며 일본 당국이 의도하지 않은 엔화 약세 심화
 - 美 연준은 '21.12월 점도표를 통해 향후 2년여에 걸친 금리인상 계획 공개, 인상된 최종금리 예상치는 '23년 말 기준 1.75%로 제시
 - '22년 하반기 들어 물가상승 속도가 빨라지며 연준은 금리인상 속도도 가속, 최종금리 예상치도 지속 상향⇒예상보다 가팔라지는 미국의 금융긴축으로 달러 강세 압력 심화
 - 이에 반해 달러인덱스의 상당 비중을 차지하는 유로화와 엔화²⁰⁾의 방향을 결정하는 ECB와 일본은행은 '22.4분기까지 금리인상에 미온적으로 대처함으로써 달러 강세를 재차 심화하고 엔화와 유로화 약세를 견인

<그림 21> 미·EA·일 소비자물가 추이



자료 : Refinitiv

<그림 22> 美 연준 '23년 말 기준금리 전망



자료 : FRB

19) 미국 소비자물가 고점은 9.1%(22.6월), 유로존은 10.6%(22.10월)인데 반해 일본은 4.0%(22.10월)

20) 달러인덱스 구성비: 유로존 유로(57.7%), 일본 엔(13.6%), 영국 파운드(11.9%), 캐나다 달러(9.1%), 스웨덴 크로나(4.2%), 스위스 프랑(3.6%)

□ 아베노믹스 출범 당시와 달리 의도하지 않은 엔화 약세는 경제에 부정적 요인, 정책 변화 요구 강화

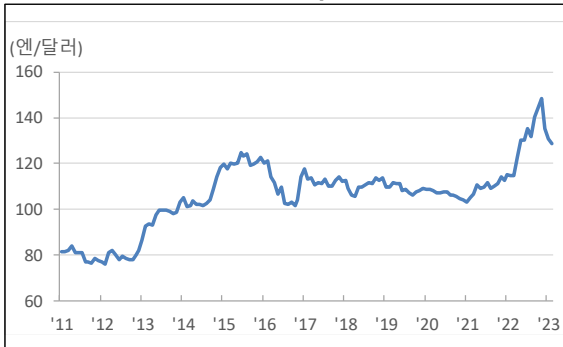
○ 대외적 요인에 의한 엔화 약세는 일본 경제에 악영향

- 아베노믹스 초기의 엔화 약세는 일본은행이 의도적으로 유도함으로써 수출 및 무역수지 개선 등에 적어도 단기적으로는 긍정적 요인으로 작용
- 반면 외부적 요인에 의해 발생한 엔화 약세('22년~)는 미국 등 주요 수요국 경기 둔화, 원자재 가격 상승과 맞물리면서 무역수지 적자와 인플레이션 초래
- 다만 수입물가 상승이 소비물가에 전이되는 과정에서 시차 발생
 ⇨ 미국에 비해 물가상승 시작 시점이 느리며, 그로 인해 일본은행의 통화정책 전환 논의도 지연²¹⁾

○ 소비자물가상승률이 정책 목표 범위를 벗어나면서 10년 이상 유지된 완화적 통화정책 변화 압력 강화

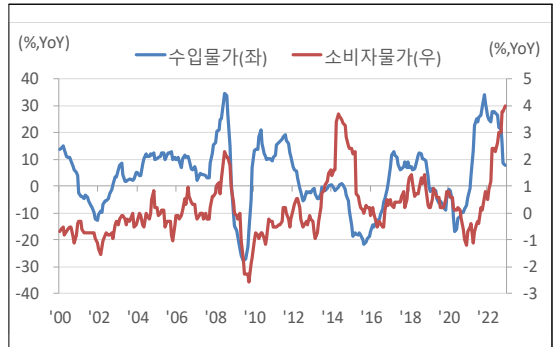
- 일본 소비자물가 상승률은 '22.2월까지 1.0%를 하회하는 등 전세계적인 물가 상승 추세와 무관해 보였으나, '22.4월 2.4%를 기록한 것을 시작으로 상승 속도 가속
- '22.12월(4.0%)에는 버블경제 붕괴('91.11월) 후 처음으로 4.0%대를 기록하며 통화정책 전환 논의 필요성 대두, 일본은행은 '22.12월 금융정책위원회에서 통화정책 일부 수정(국채 10년물 금리 관리 범위 ±0.25%→±0.50%)

<그림 23> '17년 이후 엔/달러 환율 추이



자료 : Refinitiv

<그림 24> 일본 수입물가와 소비자물가지수



자료 : Refinitiv

21) 미국은 '20년 하반기부터 '21년 상반기까지 소비회복이 빠르게 진행되었으며 이로 인해 인플레이션이 일본이나 유로존에 비해 이른 시기에 시작

V. 일본의 통화정책 전환 가능성과 한국에 미칠 영향

1. 일본은행 총재 교체 이후 통화정책에 변화 예상

□ 차기 일본은행 총재 인선 완료, 現 구로다 총재는 '23.4월에 임기 종료

- 후임으로 現 총재와 함께 아베 정부 통화정책 설계자로서 비둘기파적 성향으로 분류되던 아마미야 마사요시 부총재가 후임 총재로 거론되었으나 본인 고사
- 기시다 총리는 우에다 가즈오 도쿄대(東京大) 경제학과 명예교수를 차기 일본은행 총재로 정식 지명('23.2.14일)
 - 우에다 가즈오는 일본은행 사상 최초 경제학자, 두 번째 非일본은행·재무성 출신으로 일본은행의 독립성이 제고될 것으로 예상

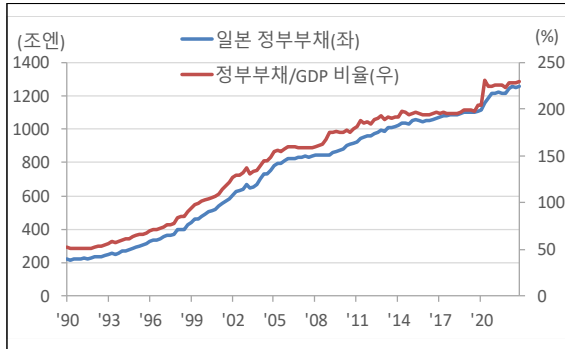
□ 차기 총재는 실용적·중립적 성향으로 분류하는 것이 합리적

- 우에다 내정자는 현재 일본은행 정책이 적절하다는 의견을 보이기도 했으나 장기적으로는 출구전략을 구상할 것으로 전망하는 견해가 우세
 - 학문적 배경²²⁾ 등을 고려할 때 통화정책에 있어 성향이 명확하다고 보기 어려우며, 실용적 관점에 따라 상황에 맞는 정책을 구사할 것으로 예상
- 일본은행이 정부의 부채 문제로 긴축적 통화정책을 하기 어려울 것이라 보는 견해 존재
 - 일본은행의 자산(국채)매입정책 장기화로 일본국채의 절반인 557조엔을 일본은행이 보유
 - GDP 대비 정부부채 비율은 230% 수준으로 매년 정부예산의 약 23%를 국채 이자비용으로 지출
 - 금리상승 시 ① 국채 가격 하락으로 일본은행 재무상태 악화, ② 일본정부의 이자비용부담 증가가 예상된다는 점이 긴축정책 불가론의 근거

22) 버냉키 전 연준 의장은 금융위기 직후 단행한 대규모 양적완화를 근거로 비둘기파로 분류하는 견해도 있으나 '13년부터 테이퍼링을 과감히 단행한 점을 감안하면 실용적·중립적 성향으로 분류하는 것이 타당

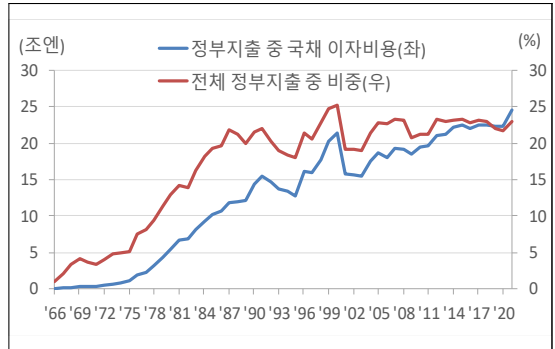
- 그러나 ❶ 일본은행은 매입국채를 만기보유하는 것이 원칙이며 시가가 아닌
 상각원가법²³⁾으로 평가하고 ❷ 국채는 대부분 고정금리채로 이자비용은 만기
 도래하여 차환하는 부분에 대해서만 반영되므로 실제 정부의 이자비용 증가
 분은 일각에서 우려하는 수준은 아닐 것으로 추정

<그림 25> 일본 정부부채 규모 추이



자료 : Refinitiv

<그림 26> 일본 정부지출 중 이자비용 추이



자료 : Refinitiv

□ 차기 총재는 미국의 통화정책 상황, 일본 내부적 문제 등을 고려하여 긴축적 통화정책으로 전환 예상

- 미국 물가상승률은 '22년 하반기를 기점으로 하락하고 있으나 '23년 들어 하락 속도 둔화 조짐
 - 파월 연준 의장은 '23.1월 FOMC(1.31일~2.1일)에서 미국 물가가 안정세를 보이고 있다고 언급하며 금리인상 중단 기대를 높임
 - 이후 발표된 고용 및 물가지표가 예상보다 강한 흐름을 보임에 따라 추가 금리인상 및 고금리 장기화 가능성 여전
- 일본의 완화적 통화정책이 지속될 경우 '23년 중 엔화의 추가 약세로 인한 경기침체 가능성이 더욱 확대됨에 따라 신임 총재 취임 후 점진적으로 통화정책 전환이 이루어질 것으로 예상
 - YCC 관리 범위 추가 확대 → 마이너스 금리 폐지, 기준금리 인상 → 자산규모 축소 순으로 진행될 가능성²⁴⁾이 높으나 상황에 따라 유동적

23) 취득원가와 액면가액의 차액을 상환기간동안 균등하게 상각하여 회계처리하는 방법

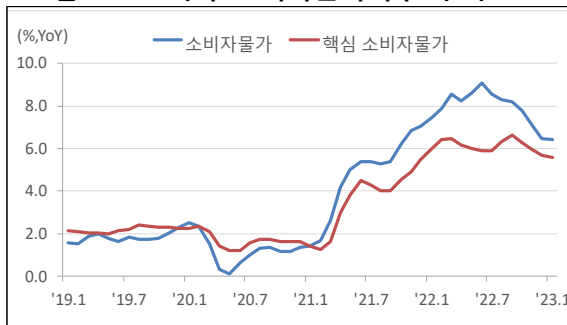
24) 일본은행이 진행한 통화완화정책의 역순이며, 미 연준의 통화긴축 순서와 동일

2. 엔화 강세 예상, 한국 수출에 미칠 영향 주목

□ 엔화 강세 전망되나 일본 경제 펀더멘탈과 미국 통화정책은 고려해야 할 변수

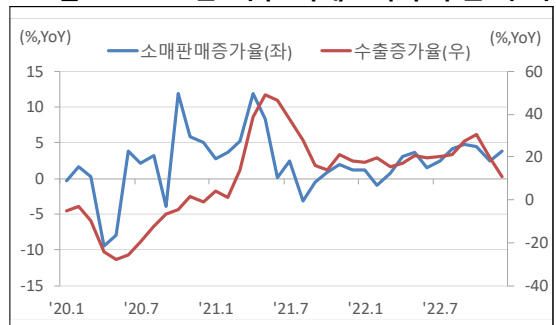
- 일본은행의 통화정책은 엔화 강세를 견인하는 방향으로 전환될 전망이나 무역수지, 가계소비 등 통화정책 외적인 측면도 고려해야 한다는 판단
 - 최근 일본 무역수지는 '20년 코로나19 영향으로 수입 감소로 흑자를 기록했으나 이후 2년 연속 적자 기록
 - 최근 일본 가계소비는 리오프닝 효과로 개선세 시현
- ⇒ 엔/달러 환율 전망에 있어 일본은행 정책이 가장 중요한 변수이나 경제 펀더멘탈도 고려 필요
- 美 연준의 금리인상은 상반기 중 종료될 가능성이 높으나 물가 및 고용상황에 따라 지연될 가능성도 제기됨에 따라 엔/달러 환율에 변수로 작용할 가능성
 - '23.1월 FOMC에서 금리인상 중단 가능성을 처음으로 언급했으나, 이후 발표된 각종 물가 관련 지표들이 금융시장 예상치를 상회함에 따라 금리인상 기간 연장 및 재차 50bp 인상 가능성도 대두
- 엔/달러 환율은 상반기 중 현 수준을 유지하거나 추가 상승 가능성도 배제할 수 없으나 하반기에는 완만한 하락세(엔화 강세)를 보일 전망
 - 신임 일본은행 총재(4월 취임) 금융시장 혼란을 최소화하기 위해 임기 초부터 정책 변화를 가하지 않을 것이나 하반기부터 긴축 행보를 보일 전망
 - 美 연준은 기준금리와 물가수준 등을 고려해 하반기 금리인상 중단 예상

<그림 27> 미국 소비자물가지수 추이



자료 : Refinitiv

<그림 28> '20년 이후 가계소비와 수출 추이



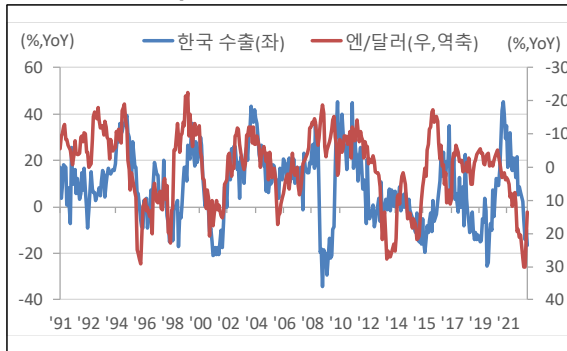
자료 : Refinitiv

□ **엔화 강세는 한국 수출 경기에 긍정적인 변수이나 글로벌 경기 방향성에 따라 결과는 달라질 여지**

- 엔/달러 환율 상승은 한국 수출에 긍정적 영향을 줄 것으로 예상
 - 한국과 일본의 제조업 수출 경합도²⁵⁾는 69.2(‘20년 기준)로 여타 주요 제조업 국가들보다 높은 경합 관계에 있는 것으로 분석
 - 역사적으로 엔/달러 환율 방향과 한국 수출은 시차를 두고 상당한 상관관계가 있는 것으로 판단 가능

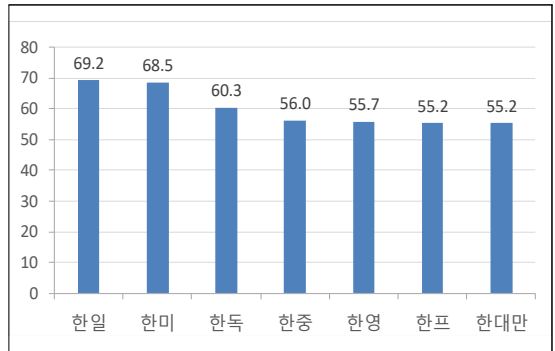
- 연내 일본은행 통화정책 전환에 따른 엔화 강세가 현실화될 경우 수출 환경 개선으로 한국 경제 경착륙 위험을 완화하는 요인이 될 것으로 기대
 - 다만 미·중 산업경쟁 격화 및 미국 등 선진국 소비경기 위축 가능성이 상존하며, 이 경우 엔화 강세는 금융시장을 중간 매개로 한국 경제에 부담이 될 가능성도 존재

<그림 29> 엔/달러 환율과 한국 수출 추이



자료 : Refinitiv

<그림 30> 한국과 주요국 간 제조업 경합도



자료 : 한국경제연구원

25) 양국이 해외시장에서의 경쟁 강도를 나타내는 지표로 양국의 수출 구조가 완전히 유사하면 100, 완전히 다르다면 0의 값을 가짐

참고문헌

[국문자료]

- 안베 유키오著, 홍채훈譯(2020), “일본 경제 30년사”, 에이지21
- 노구치 유키오著, 노만수譯(2022), “1940년 체제”, 글항아리
- 송지영(2013), “현대일본경제론”, 청목출판사
- 박형수 외(2012), “일본 소비세율 인상의 평가와 전망”, 한국조세연구원
- 박진혁(2021), “일본은행의 통화정책 변천과 향후 전망”, 국제금융센터
- 손영환(2022), “일본은행이 완화적 통화정책을 변경하지 ‘않는’ 이유”, 국제금융센터
- 손영환(2022), “2023년 일본경제 전망과 시사점”, 국제금융센터
- 윤영교·김지나(2014), “미궁으로 빠져드는 아베노믹스, 탈출구는 있는가?”, IBK투자증권
- 윤영교(2014), “아베노믹스의 종언”, IBK투자증권
- 권성준 외(2019), “일본 소비세 인상의 주요 내용”, 한국조세재정연구원
- KERI 보도자료(2022.11.17), “초엔저가 우리나라 수출에 미치는 영향과 시사점”