

일본의 경기회복 속도 둔화 가능성

조기총선이 경기회복에 영향을 미칠 가능성은 낮음

- 22일 실시될 조기총선에서는 아베총리의 자민당이 무난하게 과반의석을 확보할 것으로 예상되어 총선에 따른 정치적 불확실성 확대가 경기에 부담으로 작용할 가능성은 높지 않다는 판단이다. 아베가 재집권하면서 현 정부의 경기안정을 위한 정책 스탠스도 유지될 것이다.
- 따라서 최근 일본 경기를 이끌고 있는 글로벌 경기회복에 따른 수출 개선, 고용개선과 소비회복에 따른 내수부문 회복 등 우호적인 환경에는 큰 변화가 없을 전망이다.

재정정책 활용여건과 우선순위의 변화로 경기회복 속도는 느려질 수 있음

- 재정정책에 따른 경기부양 효과는 재정건전성 문제와 아베노믹스 2단계*의 우선순위를 감안하면 다소 약화될 수 있다는 판단이다.
- 첫째, 재정건전성 문제로 적극적인 재정정책 활용이 제한될 가능성이 있다. 아베 집권 이후 정부는 수요를 창출하기 위해 공공사업에 대한 투자와 사회보장 지출확대 등의 방식으로 재정지출을 늘려왔다. 그 과정에서 재정수입이 지출의 증가속도를 따라가지 못하면서 재정건전성이 악화되었다. 재정건전성의 회복 없이 계속해서 재정지출을 증가시키기 어려운 상황이 직면한 것이다.
- 둘째, 아베노믹스 2단계*가 단기적인 경제성장보다 구조적 문제 해결을 통한 지속 가능한 성장동력 확보에 무게를 두고 있다는 점에도 주목할 필요가 있다. 향후 재정지출은 당장의 경제성장을 상승보다 산업 구조개혁, 저출산 고령화와 같은 문제에 집중될 가능성이 높다.
- 반면, 통화정책의 완화적인 기조는 온전히 유지되면서 경기회복에 우호적으로 작용할 전망이다. 현재 일본의 물가는 당국 목표치 대비 크게 부진하고 급격한 물가상승 또한 어려운 여건이기 때문이다.
- 결론적으로 일본 경기는 1) 글로벌 경기회복에 따른 수출호조 지속 2) 타이트한 고용여건과 소비증가에 따른 내수부문 개선 3) 완화적 통화정책 영향으로 완만한 회복이 지속될 전망이다. 다만, 경기회복 속도는 재정정책의 경기부양 효과가 약화되면서 느려질 수 있다는 점을 염두에 두어야 한다.

* 아베노믹스 2단계는 '16년 하반기부터 추진되기 시작했으며 핵심과제는 인구구조의 변화임. 장기적으로 인구 1억명을 유지해 지속 가능한 성장을 안착시키는 것이 목표로 새로운 3개의 화살(강한 경제, 육아지원, 사회보장) 전략을 통해 구조적인 문제를 해결하고자 함

조기총선이 경기회복에 영향을 미칠 가능성은 낮음

일본 중의원 총선거*가 열흘도 남지 않았다. 사학 스캔들과 도쿄 도의원선거 참패로 수세에 몰렸던 아베총리는 북한 리스크 확대로 지지율이 반등하자 9월 말 중의원 해산이라는 정치적 승부수를 띄운 바 있다. 따라서 22일에 조기총선이 실시될 예정이고 결과에 따라 아베의 장기집권 여부가 결정될 전망이다.

우리는 아베의 자민당이 무난하게 과반의석 확보에 성공할 것으로 예상하며 해당 이벤트가 경기에 부담으로 작용할 가능성은 높지 않다는 판단이다. 중의원 해산 직후 여론조사에서는 희망의당(고이케 도쿄도지사가 당대표)의 돌풍 가능성이 높아지는 듯 했으나 재차 자민당 지지율이 반등하고 야당의 분열이 나타났기 때문이다. 주요 언론사들은 최근 여론조사에서 자민당의 과반의석(233석) 확보와 연립여당(공명당)을 포함할 경우 절대안정다수 의석(261석) 확보는 무난할 것이고 개헌가능 의석수인 310석도 노려볼 만할 것으로 예상했다.

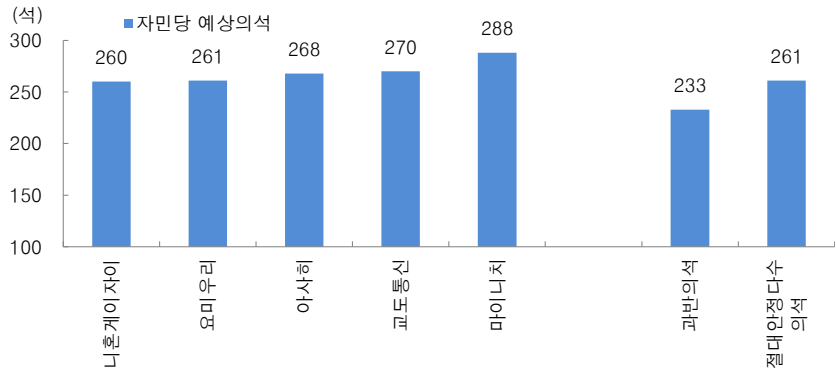
총선에서 자민당이 무난하게 승리하면 현 내각이 유지되고 아베총리의 장기집권 가능성이 높아진다. 이는 정치적 불확실성이 경기에 부담으로 작용할 가능성은 낮아지고 현 정권의 정책 스탠스가 유지될 가능성은 높아진다는 의미이다. 경기부양을 위한 적극적 재정정책과 완화적 통화정책이라는 큰 틀은 변하지 않을 전망이다. 이에 대한 자세한 내용은 아래에서 언급하도록 하겠다.

일본 경기의 회복세는 당분간 지속될 것으로 예상된다. 글로벌 경기회복에 따른 수출 개선, 타이트한 고용여건, 소비 회복 등 최근 경기를 이끌고 있는 환경이 크게 변하지 않을 가능성이 높기 때문이다. 우리는 연준과 ECB의 통화정책 정상화가 글로벌 경기의 완전한 회복세를 훼손하지 않는 수준에서 진행될 것으로 예상하고 있는데 이는 일본 수출에 긍정적으로 작용할 전망이다. BoJ가 완화적 통화정책을 유지하면서 엔화 강세가 제한될 가능성이 높다는 점도 수출에 우호적일 수 있다. 타이트한 고용여건과 소비 개선세를 감안하면 내수부문의 속도가 빠르지는 않다 하더라도 회복세가 지속될 가능성이 높다는 판단이다.

따라서 조기총선 결과가 현 시점에서 예상하는 수준을 크게 벗어나지 않는다면 정부의 경기부양을 위한 정책 스탠스가 유지되는 환경 하에서 일본경제의 방향성도 세계경제와 궤를 같이할 전망이다.

* 중의원 선거에서 과반의석을 확보한 정당의 대표가 총리직을 수행. 절대안정다수 의석은 모든 상임위에서 과반을 확보할 수 있는 의석을 의미

그림 1. 조기총선에서 자민당이 무난하게 과반의석을 확보할 것으로 예상

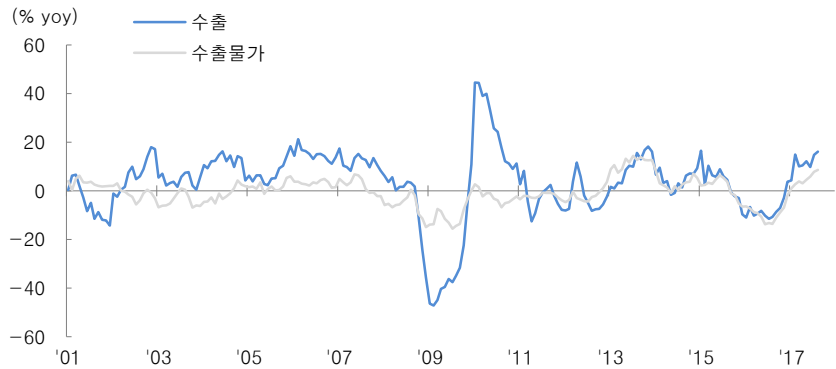


자료: 언론보도, 대신증권 Research&Strategy 본부

주: 주요 언론사들의 최근 여론조사 결과

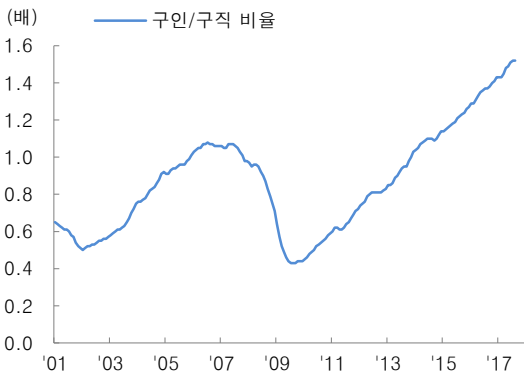
자민당이 과반의석 확보 시 아베가 총리직을 유지, 절대안정다수 의석은 모든 상임위에서 과반을 확보할 수 있는 의석을 의미

그림 2. 글로벌 경기회복에 따른 수출 증가가 일본의 경기개선을 주도



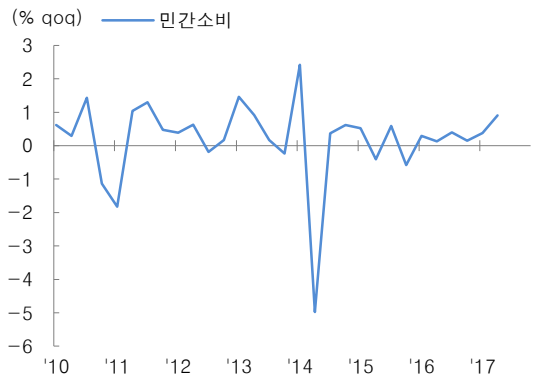
자료: Ministry of Finance, Bank of Japan, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 3. 기업들은 고용을 늘리려는 의지가 있음



자료: Ministry of Health, Labor and Welfare, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 4. 소비도 완만한 회복세를 보임



자료: ESRI, 대신증권 Research&Strategy 본부

주: GDP 계정 기준

재정정책 활용여건과 우선순위의 변화로 경기회복 속도는 느려질 수 있음

일본정부는 경기안정을 도모하기 위해 적극적인 재정정책과 완화적인 통화정책을 활용하고 있는데 이러한 정책의 큰 틀은 유지될 전망이다. 다만, 재정정책에 따른 경기부양 효과는 재정건전성 문제와 아베노믹스 2단계로 인해 다소 약화될 수 있다는 판단이다.

우선 재정건전성 문제가 적극적인 재정정책 활용을 제한할 가능성이 있다. 아베 집권 이후 정부는 수요를 창출하기 위해 공공사업에 대한 투자와 사회보장 지출확대 등의 방식으로 재정지출을 늘려왔다. 그 과정에서 고용증가와 기업이익 개선 등 성과도 있었지만 재정수입이 지출의 증가속도를 따라가지 못하면서 재정건전성이 악화되었다. GDP 대비 정부부채 비율이 OECD 회원국 중 최상위권에 있는 일본으로서는 재정건전성 제고 없이 계속해서 재정지출을 증가시키기 어려운 상황에 직면한 것이다.

아베노믹스 2단계*가 단기적인 경제성장보다 구조적 문제 해결을 통한 지속 가능한 성장 동력 확보에 무게를 두고 있다는 것에도 주목할 필요가 있다. 아베노믹스 2단계는 1단계와 경제활력 제고라는 방향성은 유사하지만 인구구조의 변화를 핵심목표로 하는 중장기적인 계획이다. 따라서 향후 재정지출은 당장의 경제성장률 상승보다 산업 구조개혁, 저출산 고령화와 같은 문제에 집중될 가능성이 높다.

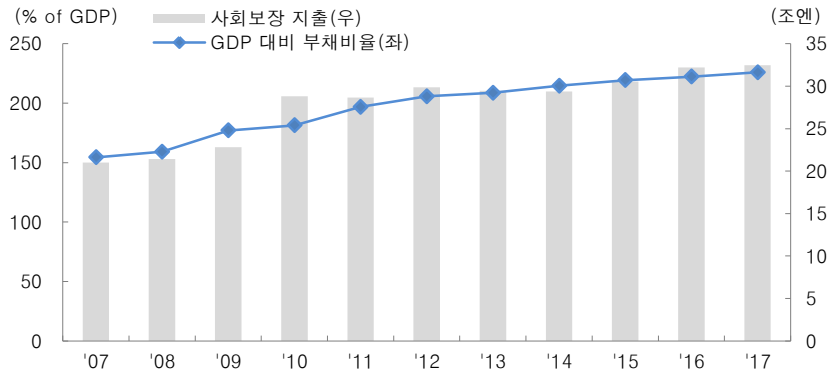
따라서 재정정책의 경기부양 효과는 약화될 수 있다. 물론 이는 경기 둔화를 의미하는 것은 아니며, 완만한 회복이라는 방향성은 유지되는 가운데 회복속도가 다소 느려질 수 있다는 의미이다.

통화정책 기조가 유지될 가능성이 높다는 점은 완만한 경기회복세를 지지하는 요인이 될 것이다. 9월 금융정책 결정회의 이후 구로다 일본은행 총재는 물가가 목표(2%)에 도달할 때까지 완화적 통화정책을 지속하겠다고 밝혔다. 여타 선진국 중앙은행들의 통화정책 정상화가 임박했거나 진행되고 있는 흐름과는 사뭇 다른 스탠스이나 올해 소비자물가 상승률이 0.4% 수준이고 급격한 물가상승이 나타날 가능성도 낮다는 것을 고려할 때 당분간 이러한 기조는 유지될 전망이다.

글로벌 경기개선에 따른 수출증가 등 최근 일본 경기를 이끌고 있는 우호적인 환경과 완화적 통화정책은 경기회복세를 지속시키는 요인으로 작용할 것이다. 다만, 재정정책의 경기부양 효과 약화로 현재보다는 회복속도가 느려질 가능성을 염두에 둘 필요가 있다.

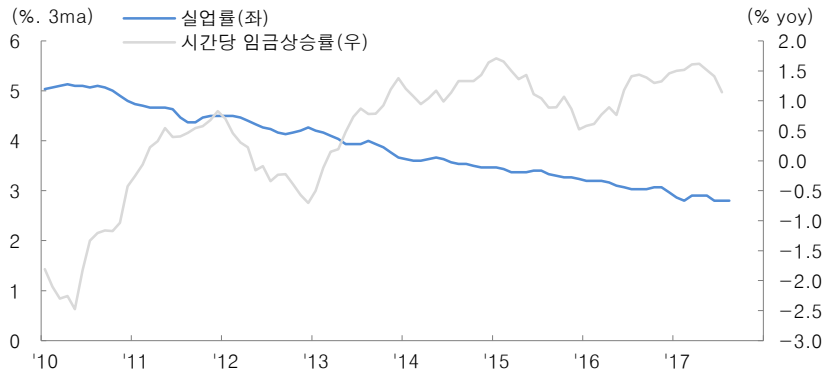
* 아베노믹스 1단계에 대한 평가를 바탕으로 '16년 하반기 도입. 핵심과제는 인구구조의 변화로 중장기적으로 인구 1억명을 유지해 지속 가능한 성장을 안착시키는 것이 목표. 새로운 3개의 화살(강한 경제, 육아지원, 사회보장) 전략을 통해 구조적인 문제를 해결하고자 함

그림 5. 재정건전성 약화는 적극적인 재정정책 활용을 제한하는 요인



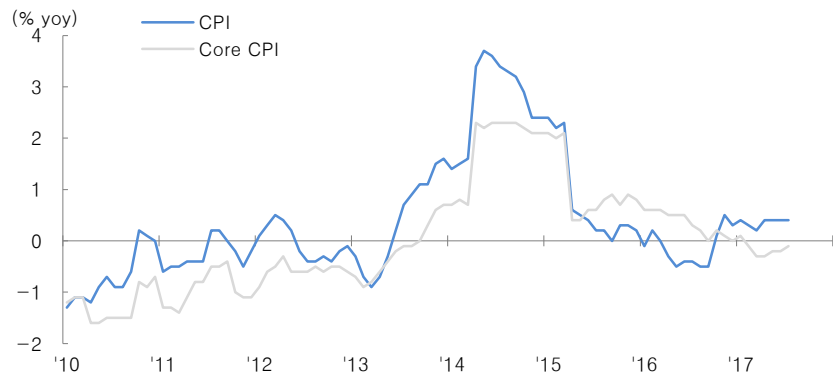
자료: OECD, Ministry of Finance, 대신증권 Research&Strategy 본부
 주: 사회보장 지출은 회계연도 기준

그림 6. 임금상승률 둔화 등 소득분배 문제도 해결이 필요한 과제



자료: ESRI, Ministry of Health, Labor and Welfare, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 7. 물가가 목표치(2.0%)에 크게 미달하기 때문에 당분간 완화적 통화정책 유지 전망



자료: Statistical Bureau, 대신증권 Research&Strategy 본부

주간 경제지표 발표일정

일자	국가/지역	일정	단위	전기치	예상치	대신 전망치
2017-10-16	중국	9월 소비자물가지수(CPI)	%,yoy	1.8	1.6	-
	중국	9월 생산자물가지수(PPI)	%,yoy	6.3	6.3	-
	미국	10월 제조업지수(뉴욕연은)	Index	24.4	20.4	-
2017-10-17	독일	10월 ZEW 서베이 예상	Index	17.0	-	-
	미국	9월 수입물가지수	%,mom	0.6	0.5	-
	미국	9월 산업생산	%,mom	-0.9	0.3	-
	미국	9월 설비가동률	%	76.1	76.1	-
2017-10-18	한국	9월 실업률	%	3.8	-	-
	중국	제19차 공산당 전국대표대회(~24일)				
	미국	9월 주택착공건수	%,mom	-0.8	0.0	-
	미국	9월 건축허가건수	%,mom	3.4	-3.3	-
2017-10-19	미국	연준 베이지북				
	한국	한국은행 금융통화위원회				
	중국	3/4분기 GDP	%,yoy	6.9	6.8	-
	중국	9월 소매판매	%,yoy	10.1	10.1	-
	중국	9월 고정자산투자(농촌제외, YTD)	%,yoy	7.8	7.7	-
	중국	9월 산업생산	%,yoy	6.0	6.4	-
	유로존	EU 정상회의(19~20일)				
2017-10-20	한국	9월 생산자물가지수(PPI)	%,yoy	3.2	-	-
	미국	9월 기준주택매매건수	%,mom	-1.7	-0.9	-

주: 날짜는 한국 기준이며 예상치는 Bloomberg 기준

자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자 : 임혜윤)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.