



글로벌 경제

일본: 좀 더 긴 완화의 길

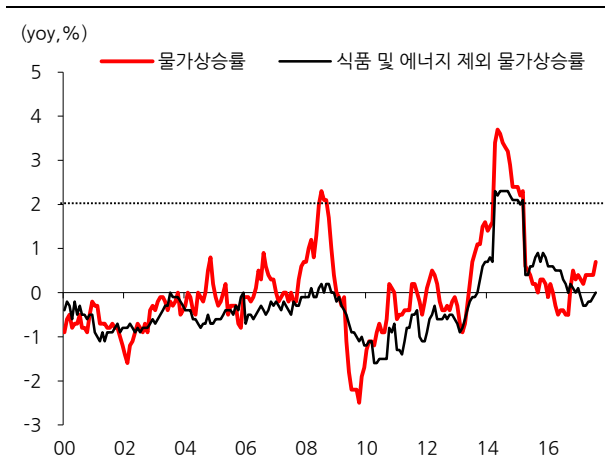
권희진 heejin.gweon@hanwha.com 3772-7203

미국을 선두로 유로존, 영국, 캐나다 등 주요국 중앙은행들이 긴축으로 입장을 선화하고 있지만 일본은행은 여전히 완화된 기조를 유지하고 있다. 일본은행의 구로다 총재는 지난 달 말 금융정책의 정상화를 논하기에는 아직 시기상조라며 필요하다면 한층 더 강화된 양적완화를 시행할 수도 있다고 밝혔고, 9월 금융정책결정회의 후 기자회견에서도 여전히 개인과 기업의 디플레이션 예상이 강하다고 말했다.

[그림1]에서 보듯 실제 일본의 물가상승률은 여전히 매우 낮은 상황이다. 그나마 8월의 물가상승률이 전월보다 0.3%포인트 상승해 0.7%로 올라섰지만 여전히 일본은행의 목표 물가상승률인 2%에는 한참 모자라고, 낮은 물가 수준을 고민하고 있는 미국이나 유로존보다도 물가 상승 속도가 느리다. 또 식품과 에너지를 제외한 근원 물가상승률은 6개월 내리 마이너스(-)대에 머물다가 8월 들어 겨우 0%를 회복했고 기대인플레이션 역시 0.3%에 불과해, 디플레이션에 대한 우려를 떨쳐내지 못하고 있다. 이처럼 낮은 일본의 물가는, 주요국 중앙은행들의 '완만한 긴축' 흐름 속에서도 일본은행이 여전히 완화된 입장을 고수하는 이유로 꼽힌다.

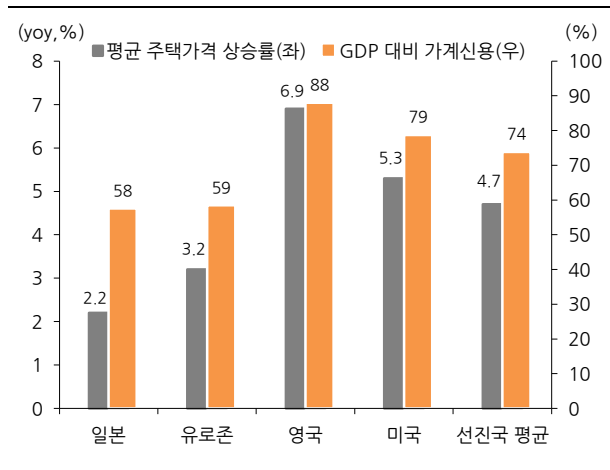
또한 일본은 부동산 시장 과열을 막기 위해 통화정책의 방향을 바꿀 이유도 없어 보인다. '중앙은행들의 중앙은행' 격인 국제결제은행(BIS)은 전세계적으로 완화된 금융환경 하에서 가계부채가 팽창하고 주택 가격이 가파르게 상승하는 것에 대한 우려를 표명하면서, 세계 중앙은행들에 금융완화를 거둬들이 것을 꾸준히 요구해왔다. 그러나 일본의 경우, [그림2]에서 보듯 주택가격 상승률도 상대적으로 낮고 가계의 부채부담도 작다. 고령화가 진행됨에 따라 집의 규모를 줄이고 경제의 '저축자' 역할을 하는 장년층이 많아지는 반면 집을 넓히고 자금을 빌리는 젊은 계층은 줄어들면서, 앞으로도 일본 가계의 부채규모와 주택가격의 증가(상승) 압력은 높지 않을 것으로 보인다.

[그림1] 일본의 물가상승률



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 주요 선진국의 주택가격 상승률과 가계신용



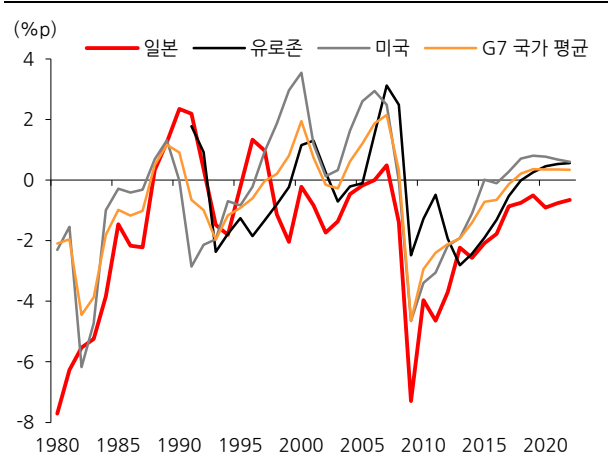
주: 주택가격 상승률은 2016년 평균 상승률. GDP 대비 가계신용은 올해 1분기의 값
 자료: BIS, 한화투자증권 리서치센터

게다가 일본은 다른 선진국들에 비해 경기 개선 속도가 느리다. 최근 발표된 IMF의 세계경제전망(WEO)에 따르면 대다수 선진국들의 GDP성장률이 내년, 늦어도 2019년에는 각국의 잠재 GDP성장률에 수렴할 것으로 예상되는 반면, 일본의 경우 5년 후에도 여전히 아웃풋 갭이 -0.7% 수준에 불과할 것으로 보인다([그림3] 참고). 일본은행은 2분기 성장률이 전분기대비 연율 2.5%라는 비교적 높은 성장률을 달성했음에도 불구하고 이와 같은 높은 성장률이 지속되기는 힘들 것이라는 의견을 내놓기도 했다.

2019년에 예정되어 있는 소비세 인상 역시 부담요인이다. 지난 2014년 일본은 세수를 확충하고 균형재정을 달성하기 위해 1차 소비세율 인상을 단행했는데, 당시 5%였던 소비세율을 8%로 높이면서 내수 부진으로 경제가 고꾸라진 경험이 있다. 이 때문에 소비세율 2%포인트 추가 인상은 2015년에서 지난해로, 또 2019년 10월로 두 차례 연기되기도 했다. 일본은 오는 22일 조기총선을 앞두고 있는데 소비세 인상을 주장하는 아베 총리의 자민당이 현재 가장 높은 지지율을 보이고 있어, 이번이 없는 한 소비세 인상은 예정대로 단행될 것으로 보인다. 주요국 중앙은행들이 정부의 재정확대를 강조하면서 통화정책은 긴축으로 방향을 전환하고 있지만, GDP 대비 정부부채의 비율이 250%에 육박하는 일본은 정부가 허리띠를 졸라매야 하는 상황인 것이다. 이 때문에 일본의 경기부양책은 다른 나라들보다 통화정책에 대한 의존도가 높아, 일본은행은 일단 완화정책을 유지해 소비세 인상 전까지 최대한 경기가 회복될 수 있도록 지원할 것으로 예상된다.

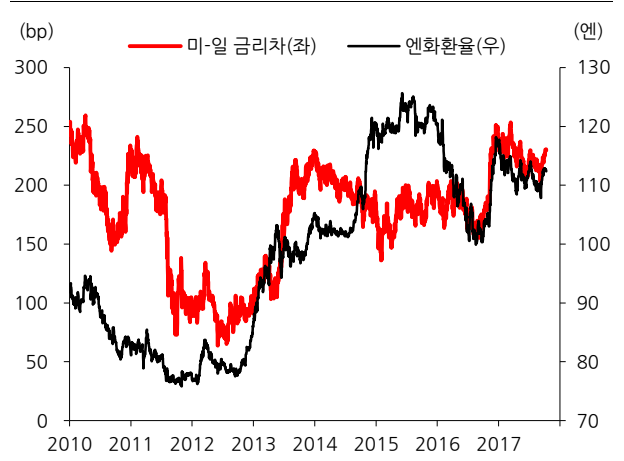
주요국들의 긴축 흐름 속에서도 일본은 완화적인 통화정책을 이어가면서, 주요국들과의 시장금리 차이는 더욱 확대될 것으로 보인다. 중앙은행들이 긴축을 시사하면서 글로벌 금리가 상승세에 있는 반면 현재 일본은 10년물 국채금리를 0% 수준으로 관리하고 있기 때문이다. 이때 미국과의 금리차는 [그림4]에서 보듯 엔달러환율과 비슷한 흐름을 보이는 경향이 있는데, 우리는 앞으로 미국과 일본의 금리차가 더욱 커지면서 엔화환율도 상승세를 나타낼 것으로 전망한다.

[그림3] 주요 선진국의 아웃풋 갭



주: 아웃풋 갭(Output gap)은 실제 GDP 성장률과 잠재 성장률 차이를 의미하는데, 이때 잠재성장률이란 한 경제가 물가를 자극하지 않고 달성할 수 있는 최고 성장률을 뜻함
 자료: IMF WEO, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 미국과 일본의 금리차와 엔달러환율



주: 10년물 국채금리 기준
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임 소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.