

일본의 디플레이션 선언 분석

2009.11.25 | 박형준_새사연 연구원 | hjpark@saesayon.org

목 차

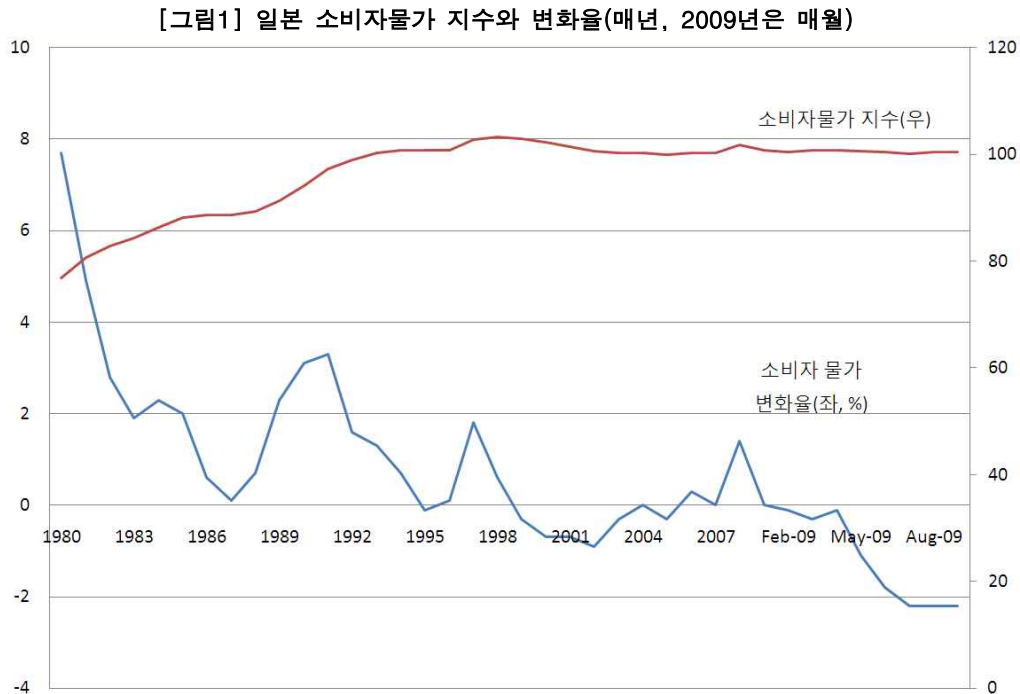
1. 일본 정부의 디플레이션 재진입 선언
2. 디플레이션이 아닌 디프레션(불황) 가능성
3. 소득-소비-생산의 악순환 고리
4. 1990년대 장기불황의 연장
5. 일본의 경험은 세계 경제의 데자-뷰



<http://saesayon.org>

1. 일본 정부 디플레이션 재진입 선언

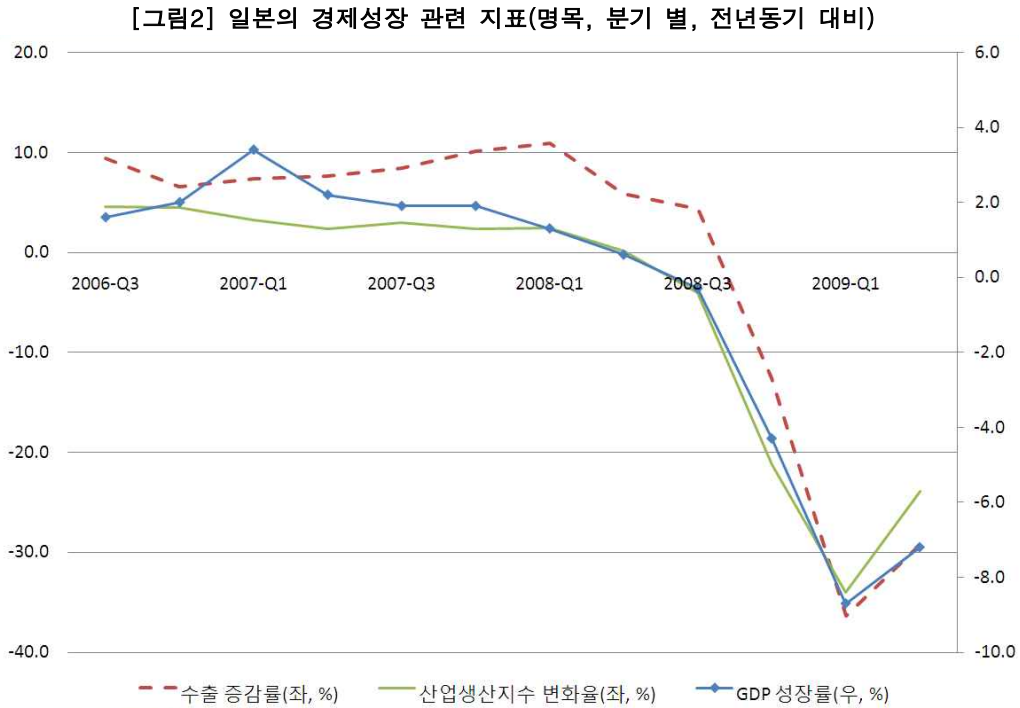
■ 일본경제 3분기 연속 물가하락



- 11월 20일 일본 정부는 자신들의 경제가 디플레이션 상황으로 다시 빠져들었다고 공식 선언
- 2009년 1월부터 지금까지 일본의 소비자물가는 마이너스 변화율 기록
- 2005년 소비자물가 지수를 100으로 볼 때, 1993년 이후 계속해서 100 근처에서 제자리걸음
- 소위 ‘잃어버린 10년’의 늪에서 벗어나지 못함
- 일본경제가 2000년 초반부터 경기회복의 기미를 보이면서 소비자물가 지수도 일시적으로 상승 추세를 보였지만, 2008년 세계적 경제위기가 발생하면서 재차 하락
- 7-9월에는 연속적으로 전 년 동기 대비 2.2퍼센트 하락
- 3분기 연속 소비자물가가 마이너스를 변화율을 보이자 일본정부는 디플레이션 재진입을 공식 선언하게 됨

2. 디플레이션이 아닌 디프레션(불황) 가능성

■ 주요 성장성 지표의 추락



- 디플레이션은 인플레이션의 반대 현상으로 전반적 물가의 하락만을 의미함
- 현재 일본의 디플레이션은 경기침체, 무역의 감소, 산업생산의 둔화와 함께 나타나고 있기 때문에 1930년대 대공황과 강도의 차이는 있지만 성격은 흡사한 상황인 디프레션으로 보는 것이 더 합당
- 또한 1990년대 장기불황의 연속선상에서 현재 일본이 직면한 상황에 접근해야 함
- 2004년 2.7퍼센트의 GDP성장률을 보이면서 장기불황에서 탈출했다고 선언까지 했지만 그 후에도 저금리/저물가/저성장의 틀에서 벗어나지 못함
- 미국 발 경제위기로 수출과 산업생산 지수는 30퍼센트 넘게 하락하기도 함(그림 2 참조)
- 만약 세계경제 전체가 더블딥에 빠진다면, 일본은 자칫 1990년대 잃어버린 10년과 비슷한 상황을 다시 겪을 가능성도 있음

3. 소득-소비-생산의 악순환 고리

■ 디플레이션은 가계소득과 소비지출의 감소에 기인

[그림3] 일본 가계의 소득과 지출 추이(단위: 천 엔)



출처: 일본 통계청

- 소비자물가의 하락현상으로서의 디플레이션은 가계 소비지출의 지속적 하락에 기인
- 2000년 가구당 월 지출이 28만 엔 수준이었는데 2008년 말 26만 엔, 2009년 1분기에는 25만 엔 수준으로 하락
- 가계지출의 축소는 소득의 감소와 직결되어 있음
- 2000년 일본의 평균 가계소득은 51만 엔 정도였는데, 2005년에 47만 엔으로 하락, 2008년 49만 엔으로 회복세로 돌아서는 듯했지만, 경제위기 심화로 40만 엔 수준으로 추락
- 케인즈주의적 의미에서 가계의 유효수요 감소가 물가수준의 정체 또는 하락을 가져오고, 생산의 위축을 발생시키는 것으로 해석됨

4. 1990년대 장기불황의 연장

■ 현재의 디플레이션은 1990년대 장기불황의 연장선상에서 이해해야

- 일본은 2007-8년 미국발 위기의 전개과정을 1990년대에 이미 경험

- 현재의 디플레이션은 금융화된 자본주의의 위기의 전형적 과정을 보여주는 민스키 모멘트의 한 부분으로서 이해할 수 있음

낮은 이자율 (정부의 정책적 실수) → 시장 참여들에게 잘못된 신호 전달 → 신용팽창, 과잉통화 공급 → 시장의 합리적 투자배분 왜곡 (폰지 투자 등 위험도 높은 투자도 성행) → 인플레이를 잡기 위한 정부의 이자율 높이기 → 자산가치 하락 시작 → 위험도 높은 부분에서 악성 채권 발생 → 출혈 매각 → 추가적 가치하락 → 신용 경색 도미노 (금융권 위기) → 소비 감소 → 실물 경기 위축 → 실업, 유효수요 감소 → 경기 악화

[그림4] 일본의 기준금리 변화와 주가지수변화(1985.01~1995.12)

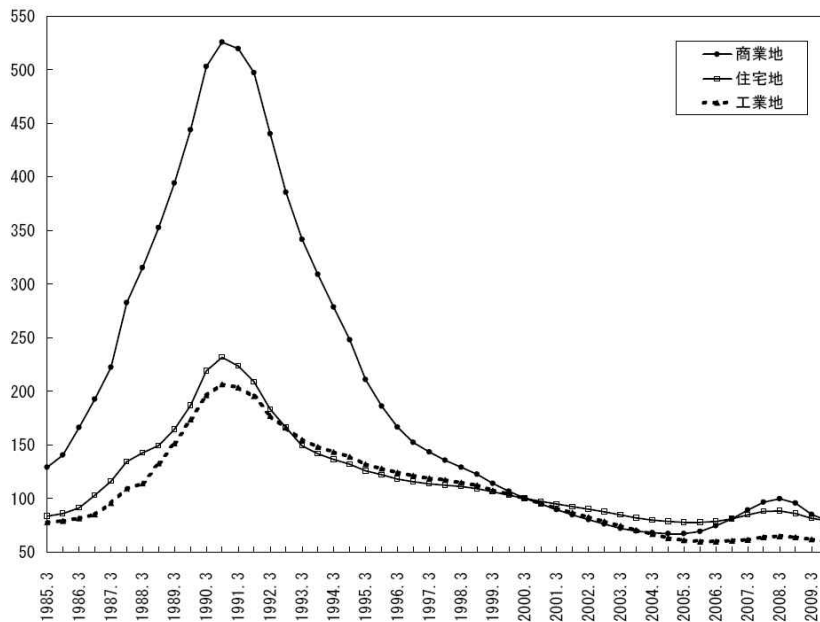


출처: 일본 중앙은행, Yahoo Finance

- 그림4는 1990년을 기준으로 전후 5년 간 일본의 기준금리 변화와 주가지수 변동인데, 위에서 언급한 'Boom & Bust'의 과정을 마치 교과서의 예제로 쓰려고 의도해 만든 것처럼 정석을 따름
- 일본은 1985년 플라자 합의 이후 엔화 강세에 따른 경기악화를 방지하기 위해 이자율을 낮추고 금융규제를 완화하기 시작
- 1986년 1월부터 1987년 2월까지 1년 동안 네 차례에 걸쳐 5퍼센트에서 2.5퍼센트로 이자율을 낮추고 1989년 5월까지 동결
- 금융자유화 조치에 따라 은행들이 개인, 중소기업, 부동산 관련업, 특히 주택금융전문 회사에 대한 대출 대폭 확대

- 그 결과 일본 니케이 주가는 1985년 1월 말 11993에서 1989년 12월 말 38916으로 약 3배 이상으로 상승(그림4 참조)
- 자산거품 붕괴의 시발점이 되었던 상업용 부동산 가격 지수의 경우 1985년 3월 129에서 1990년 고점 525까지 무려 4배로 이상 폭등(그림5 참조)
- 거주용 택지의 가격 지수 또한 동기간 83에서 230까지 약 3배로 폭등

[그림5] 일본의 지가 지수 변화(일본 6대 도시 지가)



출처: 일본 부동산연구소(JREI)

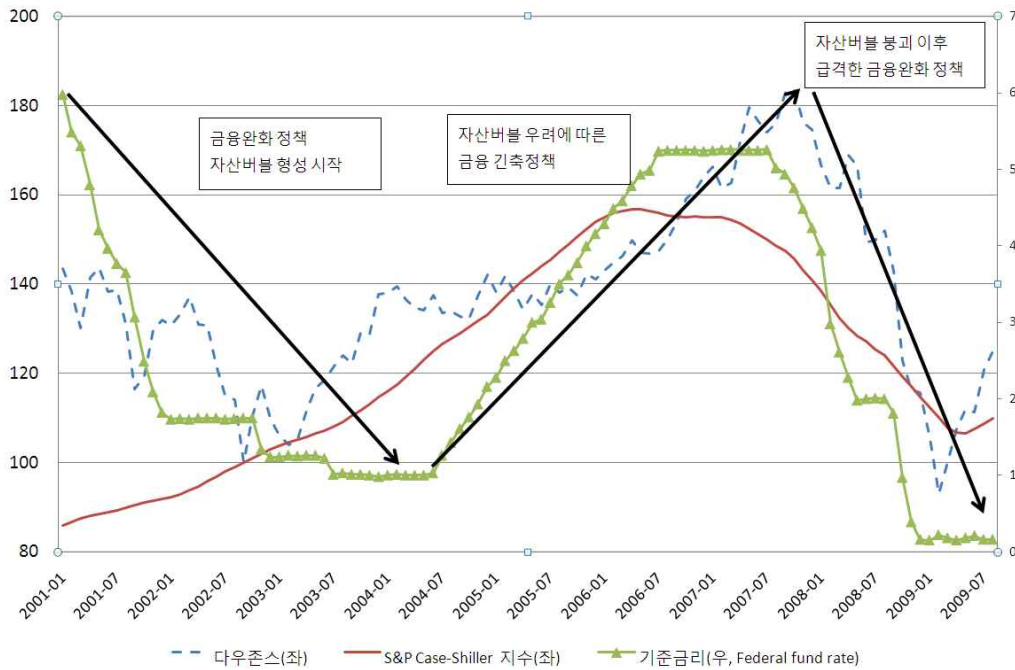
- 자산거품을 우려한 일본 중앙은행이 1989년 5월부터 1990년 8월까지 15개월 동안 이자율을 2.5퍼센트에서 6퍼센트로 급격히 올리자 부채에 의존한 부동산 시장이 붕괴하고, 니케이 지수도 급격히 하락
- 일본 정부가 다시 급격히 이자율을 낮추는 등 대응에 나섰지만 장기불황을 막지 못했고, 이후 10년간 99조 엔이라는 어마어마한 규모의 부실채권을 처리하게 됨
- 2000년 초반에 성장률이 잠깐 회복되는 등 불황에서 탈출하는 기미가 보였지만 이번 글로벌 위기로 다시 타격을 입고 불황으로 재진입

5. 일본의 경험은 세계 경제의 데자-뷰

- **그 많은 경제학자들은 그동안 뭘 연구했을까.**

- 미국 발 글로벌 경제위기의 전개과정이 보이는 외형적 모습은 일본이 겪은 과정과 매우 유사

[그림6] 미국의 기준금리 변화와 자산가격 변동



출처: FRB, S&P, Yahoo Finance

- 미국을 중심으로 전 세계 경제는 2000년대 초반 IT붐이 꺼져버리자 디플레이션에 대한 우려 심화
- 이에 대해 미국 FRB를 위시로 인위적 자산시장 붐을 조성
- 동시에 원유가격 인상요인 제공, 즉 미국 정부는 중동에서의 지정학적 불안정성을 심화시키는 정책을 펴
- FRB 2001년 1월에 6퍼센트였던 기준금리를 2003년 7월까지 1퍼센트로 낮춤
- 이후 이미 잘 알려진 것처럼 서브-프라임 모기지 대출을 대폭 증가시키고 유동화, 재유동화 하면서 자산시장 거품을 키움
- 2004년 7월부터 이자율을 다시 높이며 금융긴축을 시작하지만, 소위 비이성적 과열(irrational exuberance)은 막을 수 없었음
- 2007년 초반부터 서브-프라임 모기지 문제가 불거지면서 2008년 리만 브라더스 파산을 계기로 자산시장 붕괴, 전 세계적 패닉으로 이어짐
- 그 후 미국 FRB는 거의 제로 금리로 이자율을 낮추고 현재까지 유지하고 있음
- 출구전략에 대한 말이 많이 나오고 있지만 쉽사리 이자율을 높이지 못함
- 화폐량은 많이 늘었지만 실물경제로 투입되지 못하고 대형은행과 중앙은행 사

이에서 돈이 돌고, 주식시장, 금 시장, 원유 시장 등 투기적 자금으로 주로 유통

- 현재 실업률이 계속 높아지는 등 실제 경기가 회복될 때까지는 많은 시간이 걸릴 것으로 전망
- 미국과 유럽의 주요 국가에서도 일본에서처럼 가계의 소득과 지출이 줄어드는 추세를 보이고 있어 일본이 겪었던 장기불황을 전 세계가 경험할 가능성도 배제할 수 없음
- 일본의 장기불황이 마이너스 성장을 의미하는 것은 아님, 낮은 성장-소득과 고용 감소-지출 감소-물가 하락-산업 침체의 악순환을 의미
- 현재 국제적 공조로 진행되고 있는 금융규제안과 경기부양책의 내용에 따라 향후 10년의 경제동향이 결정될 가능성이 큼
- 특히 경제위기를 빌미로 부와 소득의 상향재분배를 추구하고 있는 MB정부는 일본의 잃어버린 10년의 전철을 밟지 않으려면, 진정한 의미의 ‘친서민’ 정책으로 정책기조를 선회할 필요가 있음

