



일본은행이 선택한 화폐적 해법, 2017년을 희망의 해로 만들 수 있을까?

2017.01.13. | 송중운_새사연 연구위원 |menwchen@mac.com

2017년 우리경제 전망은 밝지 않다. 가계부채, 청년실업, 자살률 등 대부분의 경제지표가 우울하다. 경제는 좋을 때도, 그렇지 않을 때도 있다. 중요한 것은 상황마다 적절한 타개책이 마련되어 슬기롭게 상황을 극복하고 앞으로 나아가는 것이다. 이런 의미에서 바람직한 정책은 긴요하다. 이 글은 30년 이상 장기침체를 겪고 있는 일본에서 지난해 9월 위기 타개책으로 새롭게 들고 나온 장기국채금리목표제라는 통화정책을 검토한다. 경제정책은 실험이 불가능하다. 실패하면 되돌릴 수 없기 때문이다. 그러나 이웃나라의 정책을 잘 들여다보는 것으로 실험을 대신할 수 있다.

아베노믹스가 노린 두 마리 토끼

지난 글로벌 금융위기 이후 위기를 극복하고 경기를 부양한다는 취지하에 도입된 주요국 중앙은행들의 정책들 대부분은 화폐적 해법이었다. 대표적인 화폐적 해법으로는 양적완화정책이 있다. 미국 중앙은행인 연방준비제도(이하 연준)가 도입하여 유명하게 된 양적완화는 사실 일본은행이 1990년대 10년 공황을 극복하고자 2000년대 초반에 도입한 것이다.

2000년대 일본의 양적완화는 특별히 큰 성과를 내지 못한 채 마무리되었다. 그러던 중 아베 신조가 새로운 총리대신이 되면서 재등장하게 된다. 하지만 2013년 4월 초 봄에 다시 도입된 아베노믹스는 이전과 달리 양적 완화 뿐 아니라 질적 완화가 결합된 모습으로 나타났다. 지난해 9월 일본은행이 도입한 장기국채금리목표제¹⁾는 2013년 양적-질적 완화의 심화된 버전이라 할만하다. 그럼에도 불구하고 여전히 화폐적 해법의 한계를 극복하지 못하고 있다. 즉 실물경제를 자극하고 반영하기보다 화폐적 지표를 중심으로 실물경제를 회복시키겠다는 생각에는 변함이 없다.

이 글은 지난해 9월 일본은행이 발표한 장기국채금리목표제가 그동안의 화폐적

1) 장기국채금리목표제는 물가안정목표제와 유사하게 목표 장기금리를 정하고 이를 중심으로 국채를 거래하여 실물경제에 영향을 미치겠다는 의도에서 마련된 것이다.



해법과 같은 분류로 묶이며, 실제로는 실물경제를 반영하고 이를 움직일 수 있는 직접적인 경기침체 타개책이 필요하다는 것을 주장한다. 더불어 자넷 옐런 연준 의장의 화폐적 해법을 간략하게 검토할 것인데, 이를 통해 같은 화폐적 해법이라도 긍정적인 시도가 있다는 점을 강조하고자 한다.

일본의 ‘질적’ 통화정책, 장기국채금리목표제

지난 해 일본은행이 도입한 장기국채금리목표제는 글로벌 금융위기 이후 도입된 양적완화정책, 마이너스기준금리 같은 새로운 통화정책들의 연장선에 있다. 단연코 그 중 최신 버전이라 할 수 있다. 버냉키는 지난해 9월 일본은행이 새로운 통화정책 조치를 발표하고 난 직후, “디플레이션을 타개하기 위한 노력에서 중요한 진전을 이루었다” 며 일본은행의 조치를 긍정적으로 평가하였다.

〈표 1〉 일본은행의 통화정책

수익률곡선관리	<ul style="list-style-type: none"> • 기준금리 -0.1% 동결 • 장기금리목표제도입: 국채 10년물 금리 0% 현 수준 유지 • 기존 국채 매입 7-12년 만기 규정 폐지, 모든 만기로 확대
물가안정목표	<ul style="list-style-type: none"> • 물가상승률목표 2%까지 지속적으로 본원통화 규모 확대 • 2% 달성 이후에도 안정까지 정책 지속
자산매입정책	<ul style="list-style-type: none"> • 본원통화 최대 목표치 연간 80조 엔으로 유지 • 상장지수펀드(ETF)와 부동산투자신탁(J-REIT) 매입 규모 각 6조엔, 900조엔으로 동결 • CP와 회사채매입 규모 각각 2.2조엔, 3.2조엔 유지

기존 양적완화 정책이 주로 국채 거래의 “물량” 을 중심으로 수행된 것이라면 이번 장기국채금리목표제는 국채 거래의 “가격”, 즉 질적 측면에서 목표를 달성하겠다는 것이다. 다시 말해 기존에는 일본은행이 일본 정부로부터 국채를 대규모 매입하여 화폐를 공급하겠다는 것이었다면, 이제는 국채의 목표금리를 0%로 설정하고 이를 달성할 때 까지 무제한으로 국채를 매입하겠다는 것이다. 이를 위해 7년~12년 국채만을 매입한다는 규칙 폐기하고 모든 만기의 국채를 매입하기로 하였다. 결국 핵심은 ‘민간 경제 참여자들의 인플레이션 기대²⁾를 변경시켜 경기부양을 실시하겠다’ 는 것이다. 즉 기존에는 “인플레이션 기대” 를 변경시키기 위해 화폐적 해법을 수행하였다면, 이제는 “인플레이션 기대” 가 반영된 경제지표 자체를 변경시켜 마치 “인플레이션 기대” 가 변경된 것 마냥 경제여건을 바꾸겠다는 것이다.

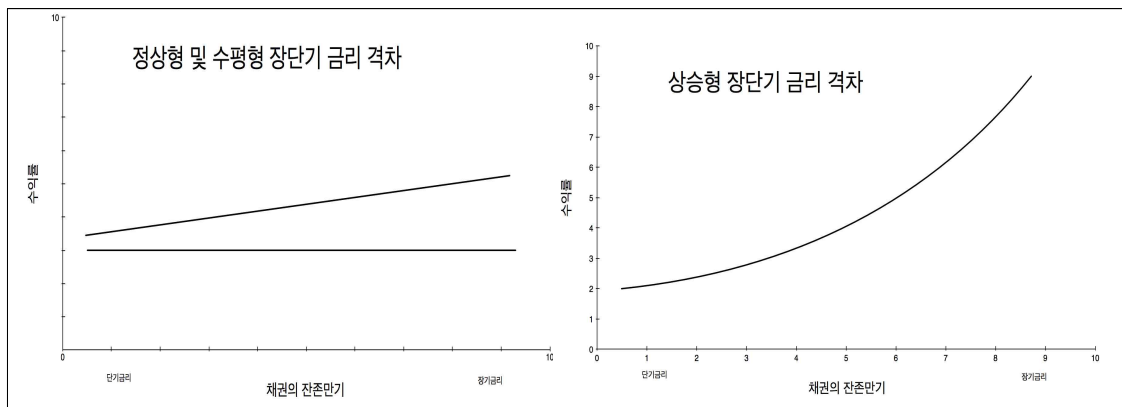
2) 인플레이션 기대가 높다는 것은 경제 활성화와 동일한 의미로 사용되곤 한다.



대표적인 경제선행지표인 장단기 금리 격차(수익률곡선)를 변경시키는 것이 일본 은행 정책의 핵심적인 내용이다. 장단기 금리 격차는 향후 경제를 미리 가늠할 수 있는 선행지표로서 활용되곤 한다. 장단기 금리 격차는 단기 국채 금리와 장기 국채 금리로 구성되는데, 단기 금리가 낮고 장기 금리가 높으면 정상적인 경우로 간주하고 이를 향후 경제 전망이 밝다고 해석한다. 이 경우 은행도 높은 수익을 올릴 수 있다. 은행은 낮은 단기금리로 예금을 받아 높은 장기금리로 대출 해주는 예금대출업무를 기본으로 하는데, 이 격차가 은행이 벌어들이는 수입이다. 따라서 장단기 금리 격차가 평평하면 은행 수익률은 낮아질 수밖에 없다.

아래에서 보는 것처럼, 정상형은 수평형 보다 크지 않게 가파른 형태이다. 소폭 우상향하는 형태가 정상형으로 경기전망이 밝은 유형으로 본다. 그렇지 않고 우측 그림처럼 상승형이되면 미래 경제 전망에 대한 리스크가 상당하다는 것을 장기금리가 반영하는 것으로 보는 것이다. 이 경우, 단기금리를 아무리 낮추더라도 장기금리에 영향을 미치지 곤란한 상황이 된다. 케인스가 기업가에게 기업가 정신의 일종인 “야생적 충동 (animal spirit)” 을 주문한 상황이 바로 이 경우다. 금리가 낮아서 차입비용이 낮고 이 덕분에 생산단가가 낮다고 생각이 들더라도 미래 경기 전망이 불투명해서 투자를 꺼려하는 상황이다.

[그림 1] 수익률 곡선(장단기 금리 격차)의 유형



그러나 수익률이 평평하게 되면 은행의 수익률은 낮고 투자는 발생하지 않는 등 여러 곤란한 문제가 발생한다. 일본은행이 장기국채금리를 0%대로 유지하고자 하는 것은 이 때문이다. 이미 기준금리가 -0.1%여서 장기국채금리를 0%대로 유지하면 완전한 정상형 수익률곡선이 만들어지기 때문이다. 그러나 문제는 버냉키가 지적했던 것처럼 과연 일본은행이 이를 유지할 수 있는지 여부이다. 가장 우려되는 상황은 시장이 일본은행의 약속을 어느 정도까지 신뢰할 수 있느냐이다. 시장의 대내외적인 여건이 일본은행의 약속을 거세게 압박할 경우 일본은행은 장기국채금리



를 더 높이거나 포기할 수도 있기 때문이다. 만일 그런 일이 벌어지면 가파르게 만
들어 놓았던 일본은행의 약속은 거짓말이 될 수 있다.

그럼에도 불구하고 버냉키는 일본의 경우 일본정부 국채의 90%이상 보유가 일본
국내에 의해 이루어져있고 또 일본 국채 보유자들이 수익률에 민감하게 반응하지 않을
것이라 보고 비교적 일본은행의 새 정책을 낙관했다. 또한 일본은행 스스로가 2013년
부터 일본정부 국채 매입의 대부분을 차지하였기 때문에 국채거래에 다른 참가자들의
영향력이 크지 않을 것으로 판단하였다. 그러나 최근 트럼프 효과에 의해 전세계 국채
금리가 상승하는 추세여서 일본정부 국채만 0%대로 유지하기 어려운 상황이 되었다.
아직까지는 시장 참여자들은 관망하고 있으나, 일본정부가 머지않아 장기국채금리목표
제를 수정할 것으로 예상된다.

실업률이 지표가 된 화폐적 해법

그러나 필자는 일본은행이 0%대 장기국채금리를 고수하여 가파른 수익률곡선을
유지하더라도 문제는 남는다고 본다. 일본은행의 정책방향에서 더 중요한 일은 실
물경제를 직접적으로 반영하거나 영향을 주는 대신 시장의 인플레이션 기대심리를
조작하기 위해 경기 선행지표를 조작하는 것이 아니기 때문이다.

2014년 연준 의장이 된 자넷 옐런은 버냉키의 후임으로 위기이후 미국경제를 회
복시키는데 주력하고 있다. 옐런의 통화정책 역시 화폐적 해법을 수행하고 있는 것
으로 보이나 일본의 정책과 커다란 차이가 있다. 즉 옐런은 시장의 기대 인플레이
션 조작이나 심리보다 더 직접적인 실물경제 지표에 주목하고 이를 반영하는 통화
정책을 수행하기 때문이다. 옐런이 주목하는 것은 다름 아닌 실업률이다. 옐런은 실
업률 지표를 통해 경기상황을 판단하고 이를 반영하는 기준금리 정책을 수행함으로
써 보다 현실적인(!) 정책을 수행한 것으로 보인다.

옐런은 취임 전부터 출구전략을 묻는 언론을 향해 실업률을 주요 지표로 삼겠다고 여
러 차례 공언하였다. 즉 옐런은 실업률이 기준금리를 인상하는 핵심지표로서 실물경제
를 고스란히 반영한다고 보았기 때문이다. 소위 에반스 준칙(Evans rule)로 알려진 옐
런의 원칙은 실업률 6.5% 이하와 인플레이션을 2.5% 이상이 동시에 달성되기 전에는
금리를 인상하지 않겠다는 것이다.

그러나 실제로는 막상 실업률이 6.5% 이하로 떨어지고 나서도 금리를 인상하지 않았
다. 여전히 금리를 인상하기에는 “때 이른 시기” 라는 것이다. 겉보기에는 목표 실업
률인 6.5% 이하를 이미 달성하여 미국 경제가 회복 되었다고 판단할지 모르지만, 실제
경기침체가 오래 지속되어 구직활동을 단념한 실업자가 상당수 늘어나 있는 상황이라고



본 것이다. 실제 미국 통계 기준에 따르면 구직단념자는 공식 실업률(U3)에 포함되지 않기 때문에 실업률이 구직단념자가 늘어나면 실업률이 감소한 것 같은 지표상 착시현상이 생긴다. 따라서 실업률이 더 떨어져야 금리인상의 적절한 때가 온다고 생각한 것이다. 미국 연준의 설립이념은 첫 번째 물가안정, 두 번째 고용의 극대화 그리고 세 번째 장기국채금리를 완만한 수준으로 관리하는 것이다. 독자들도 이미 짐작하겠지만, 이 때문에 “옐런, 당신이 노동조합위원장이나?” 는 비판을 한두 번 받은 것이 아니다. 이와 관련된 유명한 일화가 있다.

와이오밍 주의 캔자스시티 연준은행은 1년에 한 번 8월에 전 세계의 내로라하는 중앙은행 사람들과 경제학자들 그리고 금융업 종사자들을 불러 모아 ‘잭슨 홀 컨퍼런스’ 를 개최한다. 지난 2014년에는 8월 21일부터 23일까지 3일 동안 열렸다. 주제는 “노동시장 다이내믹에 대한 재평가” 였다. 영국의 경제 전문지인 파이낸셜 타임즈는 8월 22일자 기사에서 “올해에는 월스트리트 투자은행 사람들이 별로 초대받지 못했다. 그 대신 미국 전미노조(AFL-CIO)의 수석 경제학자인 윌리엄 스프리그스가 초대받았다” 고 전했다. 사상 유례가 없는 일이다. 월스트리트의 인물이 아니라 노동조합 사람을 부른다는 것은 마치 한국은행의 금융통화위원회 회의에 민주노총의 정책 담당자들을 불러서 한국은행의 기준금리 결정에 대하여 자문을 듣는 격이다. 그러나 옐런이 잭슨홀 컨퍼런스에서 직접 듣고 싶은 것은 월스트리트 투자자들의 목소리가 아닌, 실물경제를 반영하는 노동시장 현장의 목소리였기에 이러한 상황이 만들어졌다.

일본은행의 장기국채금리목표제와 옐런의 실업률 중심 정책 모두 화폐적 해법이 다. 그러나 일본은행이 수익률 곡선을 가파르게 만들어 마치 경기전망이 밝은 것처럼 꾸며 경기침체를 타개하고자 선택한 화폐적 해법과 옐런의 화폐적 해법은 표현은 같지만 전혀 다른 정책이다. 일본은행의 정책이 악이고 옐런의 정책이 선인 것은 아니다. 그러나 이 중 어떤 정책적 태도가 국민의 대다수가 노동자로 구성된 자본주의 국가에서 노동자에게 이로운 정책일지는 분명하다. ✎



2017년 새사연 발간 보고서

2017년 01월 13일 현재

아젠다	발간일	제목	작성자
경제	1/3	진짜' 경제민주화로 ⑤ 하청 중소기업, 글로벌 중견 대기업 될 수 없나?	정승일
노동	1/9	2017 전망보고서 (1) 노동: 노동시장 불안정성의 심화	송민정
경제	1/12	일본은행이 선택한 화폐적 해법, 2017년을 희망의 해로 만들 수 있을까?	송종운