

日本경제 따라 하지 않기 (Not Japanification)



“일본의 잃어버린 10년”이 한국경제에 주는 교훈을 중심으로

국회의원
한나라당 권악갑

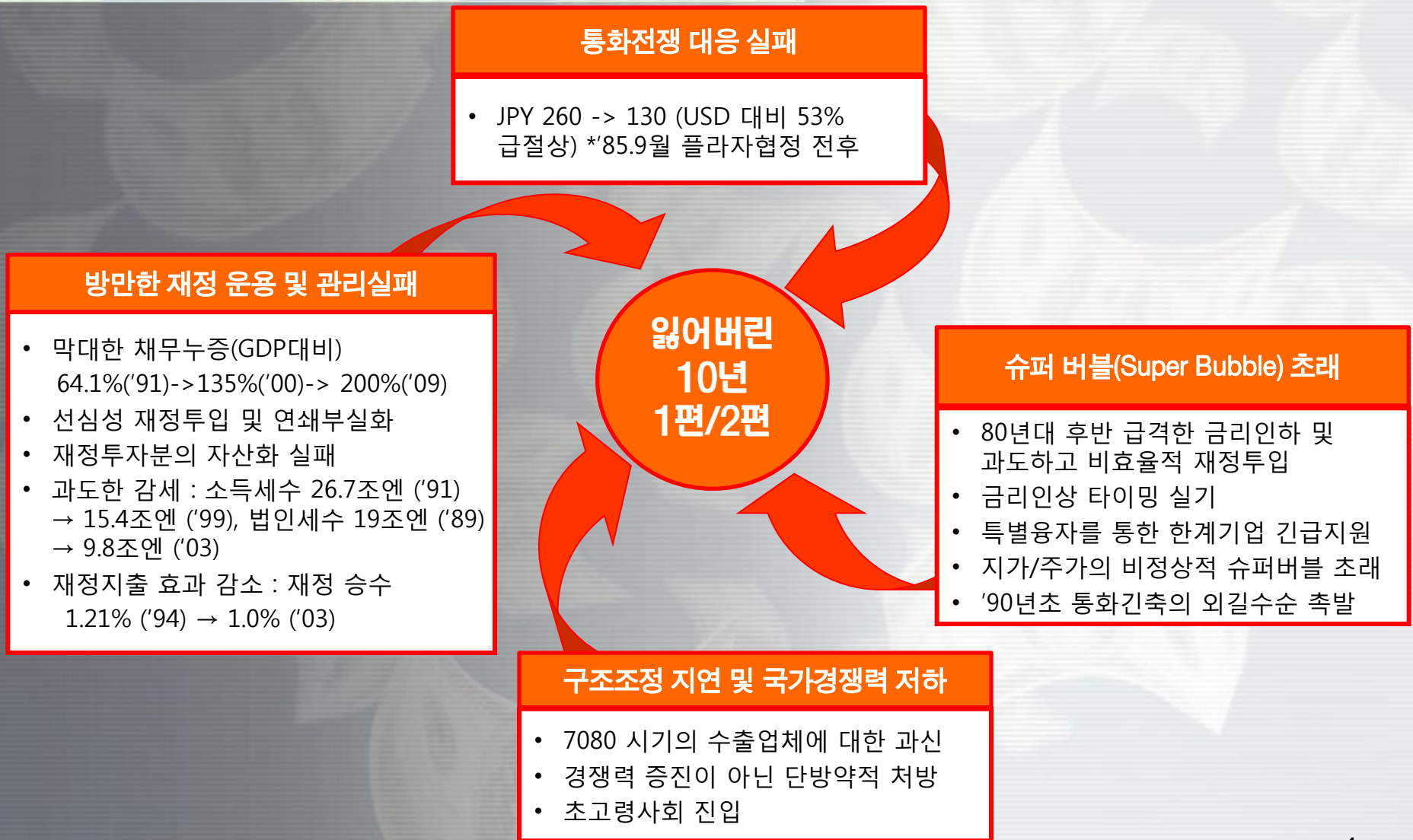
김성식

목 차

- Section 1. **일본경제가 주는 교훈** 3p
- Section 2. **‘일본 경제 따라 하지 않기’ –
한국경제의 점검 및 대책** 10p
- [보충자료 1] **일본경제가 현 한국경제에 주는 시사점** 30p
- [보충자료 2] **‘일본 잃어버린 10년’
추이분석과 정책오류** 37p

Section 1. 일본경제가 주는 교훈

‘일본의 잃어버린 10년’의 4대 원인



통화전쟁과 역내 경제 처방의 난제

- 1985년 9월 (25년전), 뉴욕의 Plaza 호텔에서 열린 서방 5개국(미, 영, 독, 프, 일) 수뇌부 회담에서 美 달러화의 국제통화대비 급절하, 특히 일본 엔화(JPY)의 급절상을 주된 정책방향으로 하는 협정 체결.
- 1971년 8월(39년전), 미국의 닉슨 대통령은 10%의 수입관세와 미 달러화의 금태환 정지를 선언하며 美 달러화의 지위를 절하 시킴
- 2010년 10월(오늘), 전세계의 각국 정부는 Global 금융위기에 대응하여 자국통화의 상대적 절상을 회피하고자 실질적으로 보이지 않는 통화전쟁 (Currency War) 에 재진입 해있음.
- 이와 같은 격동 격변하는 국제금융 환경 하에서, 본 국정감사 자료는 잃어버린 10년을 2번째 겪고 있는 일본 사례를 분석하여 오늘의 대한민국 경제에 시사하는 바와 교훈을 얻고자 함.

일본의 반면교사 (1)

● 오늘날 일본이 겪고 있는 ‘잃어버린 10년’의 원인은 아래와 같은 시계열적 인과의 고리가 있음 주목

- (1) 1985년 일본정부가 능동 대응하지 못한 통화전쟁 발발에 따라 일본 엔화에 대한 급격한 절상 조정 발생
- (2) 이를 치유하고자 산업의 고도화, 구조개선 등의 경제 체질강화는 소홀히 하고 1980년대 후반에 역대 통화팽창, 막대한 재정지원, 민간 금융기관을 동원한 특별융자 등의 막대한 유동성 지원을 지속하였고, 그 결과로 부동산값과 주가지수가 비정상적으로 폭등하는 Super Bubble 을 생성.
- (3) 선제적 금리인상 timing 을 失機함에 따른 Super Bubble 의 확대 증폭.
- (4) 결국 1990년 초, 재차 동 버블을 치유하기 위해 급격한 통화환수와 긴축을 단행할 수 밖에 없는 외길 수순.

일본의 반면교사 (2)

- (5) 1990년 중반이래, **경기 후퇴시 마다 무분별한 재정투하**와 투하재정의 부실화라는 악순환이 반복.
- (6) 무리한 정책을 환수하기 위한 고비시 마다 1987년 Black Monday, 1997년 아시아 금융위기, 2008년 Global 금융공황 등 **재정회수의 연착륙 정책을 주저하게 한 10년 주기 거대한 외생변수**의 발생
- (7) 믿었던 일본 제조업의 급격한 경쟁력 저하 및 초고령화 사회 진입에 따른 인구 구조학적 문제
- (8) **제반 거시정책수단의 급속한 효과감소 및 공공부채 급증이라는 위독한 상황 장기화**

일본과 한국, 유사점과 상이점 (1)

- 이러한 지난 20년간에 걸친 일본의 장기 경제침체는 대한민국에 다음과 같은 교훈을 줌
- 유사상황에 대한 경각
 - (1) 통화의 대세강세기조 진입 : 중국 위안화(RMB) 절상이 가정(if)이 아닌 언제(when), 어떻게(how) 라고 전제할 때 중화권 경제의 자장 하에 들어있는 원화(KRW) 역시 美 달러화 대비 1,000선은 물론 900선 마저 위협될 수도 있는 시나리오를 대비하여야 함. (현 1,130원대 대비 25% 절상폭 가정)
 - (2) 우리나라 또한 일본과 같은 고도의 수출의존형 경제구조과 자원빈국이라는 구조적 특성을 지님
 - (3) 막대한 재정지출 및 팽창적 통화정책 : 80년 중반/2000년 중반 일본과 사유는 같지 않으나, 현재 Global 금융위기 및 G20 공조라는 명분에 한국도 IMF사태 이래 최대의 정부지출과 역사상 최저금리수준 유지
 - (4) 만일 Super Bubble 과 물가급상승으로의 귀결시, 이에 대응한 급격한 금리인상, 재정의 긴급회수 조치는 일본의 경우와 같이 외길수순 시나리오가 될 수 있음

일본과 한국, 유사점과 상이점 (2)

● 상이점에 대한 경각

- (1) 일본은 1985년 이래 한해도 예외 없는 무역흑자국임에 비해 한국은 경상수지의 흑자와 적자를 반복
- (2) JPY 은 국제 결제통화로 거래의 폭과 깊이에 있어 KRW (원화)와는 질적 차이 존재 (KRW는 현재 와 같은 평가 절상시 주요국 통화 Trend에 종속되는 반면, 평가 절하시 유동성 위협 또한 방어해야 하는 샌드위치적 처지)
- (3) 한국의 수출주력 업종은 향후 10년 이내에 중국, 인도 등의 후발 개도국에 의해 잠식될 가능성이 일본의 산업에 비해 더 취약.
중소기업 경쟁력은 더욱 취약. 경제의 이중구조화 계속.
- (4) 가격 조정기에 진입한 한국 부동산 시장 상황이 한편에서는 부동산 하방 리스크를 우려하게 하고, 다른 한편으로 중소기업 및 가계부문의 높은 대출수준과 높은 유동성에 대한 적극적 관리를 주저하게 하는 착시현상을 일으키고 있음.

Section 2. ‘일본 경제 따라 하지 않기’ –
한국경제의 점검 및 대책

한국경제 위험요인 점검 및 대책 방향



통화전쟁 대응점검

- KRW 의 1,100 대 -> 1000대 -> 900대 의 시나리오 대비
- 중국 위안화 절상 및 국제통화화 대비

미니 버블(Mini Bubble) 방어전략

- 금리인상 타이밍 실기 유의
- 균형재정 조기달성
- 통화정책과 재정정책의 여력확보
- 기급등한 부동산 가격의 대세하락기 리스크 관리 및 자산버블 가능성 대비

구조조정 및 국가경쟁력 강화

- 수출업체에 대한 연착륙
- 단방약적 처방이 아닌 경쟁력 및 경제체질 강화
- 사회안전망 사각지대 해소 및 초고령사회 진입대비

한국경제 재도약의 10년

재정정책 운용 및 관리철저

- 적자성 채무 누증 속도 경계
- 의무지출 및 상방경직성 지출 부문 관리 및 부문별 재정 성과분석 강화로 부실지출 억제와 미래자산화 도모
- 공기업 부채등 '그림자재정' 에 대한 철저한 관리와 재정사업 떠넘기기 지양

일본경제의 교훈과 한국경제 정책과제

• 교훈 및 시사점

(1) 국제적 통화전쟁에 대한 선제적 준비와 대응책 마련으로 거시정책의 구현에 있어 급격한 균형상실 위험을 대비하여야 함

- 신사적 국제정치 국제금융은 존재하지 않음. 국제정치는 또 하나의 전쟁이고, 국제금융상 수단들도 가세해 왔음.

(2) 외생변수의 역내치유에 있어 유사시 대비 재정/통화 정책의 여력을 비축해 두어야 함

- a. 현 Global 경제환경하에 Super Bubble 초래 가능성은 적다고 할 수 있으나 부분적 Mini Bubble 발생시 일본과 같은 급탕과 냉탕을 오가는 정책선택을 재현하지 않도록 대비
- b. Bubble 도래시, 금리인상과 긴축은 외길 수순으로 독립변수가 아닌 종속변수라는 점을 감안. **Bubble 혹은 Global Double Deep 모두를 대비하기 위해서는 적정 수준 금리인상으로 상대적 부실 부분의 Exposure 줄이면서 통화정책 여력 반드시 확보해야.**
- c. 재정건전화, 그리고 공기업 채무, 지방재정 부실화, BTL, 정부의 보증채무, 연기금 및 사회보험 등 잠재되어 있는 재정위험 관리 및 추가재정수요의 총수량 관리

일본경제의 교훈과 한국경제 정책과제

- (3) 부동산관련 Exposure 감축(De-leveraging), 건설업계 선제적 구조조정 강화를 포함한 대비책 강구
- (4) 단계적 원화 강세 대비 국내경쟁력의 단계적 체질강화전략 마련.
향후 복합변수에 대비하는 스트레스 테스트를 통해 한국경제의 생존력 제고를 위해 어떠한 예방주사가 필요한지, 철저한 점검이 절실.

• 현재 한국경제에 던져진 세가지 큰 질문

- (1) 원화 절상 및 세계 경제의 불확실성에 대한 우리 경제의 생존 대책은 준비되어 있는가?
- (2) 시나리오별로 우리의 소중한 자산인 재정과 통화정책, 그리고 기타 정책적 복안은 무엇이며, 그 여력은 확보 되어 있는가?
- (3) 2010년도 각종 경제지표들을 점검해 볼 때, 글로벌 금융위기 이후 불가피하게 확대한 재정/통화 정책의 축소 및 그 속도가 늦거나 실기하고 있지는 않은가?

한국경제 부문별 점검과 과제 (1. 통화전쟁 및 외환)

1. 통화전쟁 및 외환

- **일본 교훈의 핵심** : 국제관계에 소홀, 점진적 조정 실패. 플라자 합의로 급격한 엔화절상 이후 구조개혁 및 체질 강화보다 경기부양을 위한 경제정책 총동원. 결국 장기불황과 거시정책수단의 효력 상실로 귀결.
- **점검항목**
 - 국제적 통화전쟁의 현재와 미래에 대한 면밀하고 냉정한 점검
 - 중국의 위안화 절상의 현실화와 한국에 대한 물귀신 작전 가능성
 - 세계 경제의 불확실성에 의한 일시적 외환변동성 대처 능력
- **정책과제**
 - 원화 절상 대세를 전제로 한 외환 정책 및 경쟁력 강화 정책
 - 증시 및 국채/통안채 시장에 대한 외국의 투자에 대한 면밀한 모니터링
 - * 국고채 외국인 비중 : 9.8% (09) -> 14.3% (10. 9. 29)
 - 외환 안정을 위한 국제공조 강화, 외은 국내지점에 대한 외환건전성 규제 확대 (지금의 마지막 기회)

한국경제 부문별 점검과 과제 (2. 과잉 유동성)

2. 과잉 유동성

- **일본의 교훈** : 엔고 등 외생변수에 대한 국내 치유책이 급격한 자산 버블 및 재무 게임으로 이어지는 연결고리 포착 못함. 금리 등 유동성 조정 시기를 거둬 놓치고 또한 블랙먼데이 등 새로운 외생변수의 주기적 도래와 그로 인한 정책구사의 난점에 대비하지 못함.
- **점검항목**
 - 통화전쟁, 더블 딥 가능성 등 외생 충격에 대비하는 통화 정책의 여력
 - 9월 금리 동결에 따른 시장 신뢰 추락과 향후 실기 가능성
 - 중소기업, 가계, 부동산 관련 Exposure 점검.
 - 해외부문에 의한 증시의 유동성 장세 시현과 국내자금의 가세 가능성
 - * 9월 국내 주식형 펀드 순유출 3조642억, 유출규모 06년 6월 이래 두번째 규모
- **정책과제**
 - 선제적이고 점진적 금리인상으로 디레버리징 및 금리정책 여력 확보
 - 물가 상승 (10년 9월 3.6%) 및 인플레이션 기대심리 차단을 위한 신뢰할 만한 조치 필요

한국경제 부문별 점검과 과제 (3. 철저한 재정위험 관리)

3. 철저한 재정위험 관리

- **일본의 교훈** : 한 번 궤도를 이탈하면 무한 적자. 경제구조 개혁과 낭비성 재정지출 요인의 질적 개선 없는 장기적 적자 재정 의존은 정책 효과마저 무력화시킴.
- **점검항목**
 - 원화는 엔화가 가진 국제결제력이 없음으로, 글로벌 금융위기에 따른 재정국제공조의 폭과 깊이와 관련하여 신중한 독자 판단을 가져야 함
 - 더블딥, 환율전쟁, 국제교역 감소 등 외생변수에 대해 면밀한 경계와 재정 여력의 사전 확보
- **정책과제**
 - 글로벌 금융위기 파장에 따른 적자재정 당분간 불가피하나, 국가채무 증가속도의 철저한 감속 관리와 균형재정 달성시기를 13년으로 앞당기는 확실한 계획 필요
 - 국가채무증가속도, 이른바 ‘그림자재정’, 의무지출 및 상방 경직성 항목에 대한 철저한 점검으로 재정건전성 확보
 - 세수증대방안, 미래대비 투자 및 생산적 사회안전망 설계를 위한 정치적 사회적 합의 필요

한국경제 부문별 점검과 과제 (4. 부동산)

4. 부동산

- **일본의 교훈** : 부동산 버블은 한번 시작되면 속도가 가파름. 부동산 버블은 반드시 버블 붕괴의 대가를 치름.
- **점검항목**
 - 과잉 유동성, 전세값 상승, 공급 미스매치 요인 등이 부동산 버블의 가능성을 잉태하고 있으나, 추세적으로는 지난 10년간의 부동산 폭등 (서울지역 아파트 매매지수 98년 11월~08년 7월 기간 중 3.05배 상승)에 따른 대세적 가격조정기에 접어든 만큼 저점이 형성될 때까지는 부동산 거래 위축 및 가격하락의 소지가 큰바, 이 경우 RISK에 노출될 부문에 대한 철저한 점검이 필요
- **정책과제**
 - 중기와 가계의 부동산 담보 대출, 브릿지론 및 건설PF 포함 건설업 및 부동산임대업 등에 대한 대출, 부동산관련 공기업(LH, 주택보증 등) 및 지방개발공사 등의 부채 및 채권 발행 내역 등을 망라하여 부동산 대세 하락에 따른 스트레스 테스트 실시와 재정예외 미칠 Damage 대비
 - 내년 3월까지 한시적으로 시행하고 있는 DTI 규제 해제를 절대 연장해서는 안됨. (소득이 낮을수록 추가 대출이 늘어나는, 잘못된 '빚 권하기' 정책임)
 - 급락에 대해서는 처방전을 갖고 있어야 하지만, 실효성이 없는 부동산 대책 발표로 시장의 가격 조정을 교란시켜서는 정책의 악순환을 가져올 것임.

부동산 관련 Exposure 등 (1)

예금은행의 부동산관련 대출 현황

(조원)

	05년말	06년말	07년말	08년말	09년말	103월말	6월말
주택대출	208.4	241.0	245.8	254.7	273.7	275.5	280.6
(주택담보대출)	(190.2)	(217.1)	(221.6)	(239.7)	(264.2)	(267.2)	(273.2)
건설업대출	24.5	32.5	44.3	52.9	43.4	43.5	41.7
부동산 및 임대업대출	36.0	48.4	68.7	81.3	85.9	83.6	83.9

자료 : 한국은행, 금융감독원

비은행의 부동산관련 대출 현황

(조원)

	08년말	09년말	103월말	6월말
주택대출	56.4	64.8	64.4	68.5
(주택담보대출)	56.0	64.6	66.2	68.4
건설업대출	16.8	19.0	18.3	16.3
부동산 및 임대업대출	18.7	22.2	22.8	22.8

주) 예금취급기관 중 비은행권으로서 보험사, 여전사는 제외

자료 : 한국은행

부동산 관련 Exposure 등 (2)

부동산 PF 대출 현황

(조원)

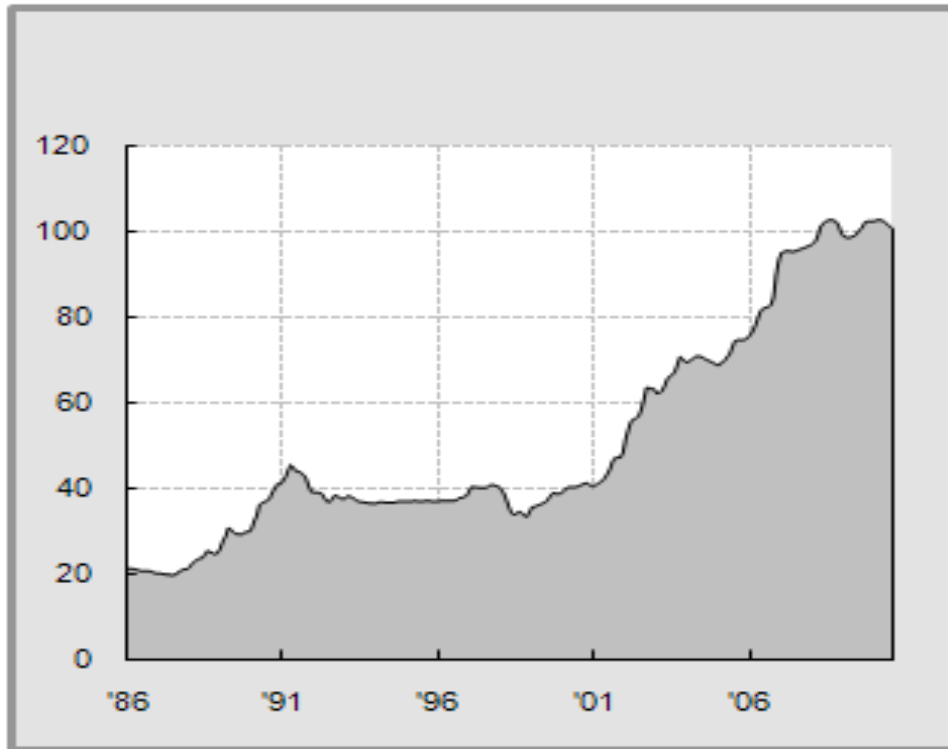
구분	권역별	2005	2006	2007	2008	2009	2010.6
PF 대출	전금융권	24.7	50.3	71.0	83.1	82.4	75.7
	은행	13.3	25.9	41.8	52.5	51.0	46.5
	비은행	11.4	24.4	29.2	30.6	31.4	29.2
	저축은행	5.6	11.3	12.1	11.5	11.8	11.0
PF 대출 연체율		-	-	-	4.39	6.37	7.37

자료 : 금융감독원

※ 기타 부동산 관련 Exposure의 사례

- LH공사 부채 : 2009년 109.2조원 → 2015년 201.3조원 (전망)
- 16개 시도 산하 도시개발공사 부채 : 2009년 34.7조원 → 2011년 41.8조원 (전망)
- 부동산 PF 유동화 증권 23.3조원 (2010.6월기준, 한화투신)
- 30대 건설사 채무보증 95.5조원 (2010.6월기준)
- 현재 전국 미분양 주택 약 15만 가구 (건설사 자체 취득 등 4만가구 포함)

서울지역 아파트 매매지수 추이 (08.12 = 100기준)



※ 90년대 이후 최저점 대비 최고점 상승률 : 1998년 11월 ~ 2008년 7월 3.05배

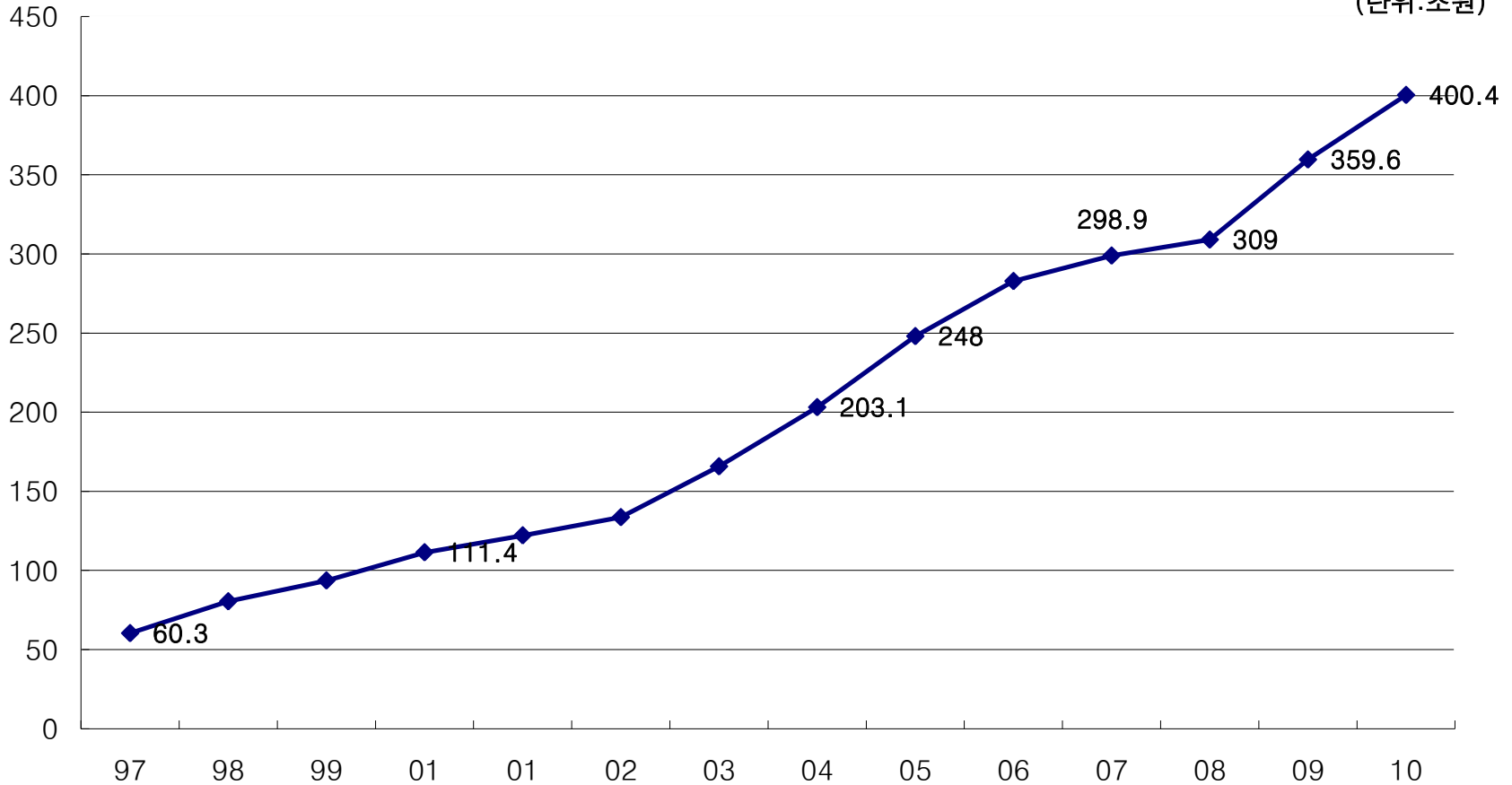
※ 1986년~1997년 상승률 : 1.87배 (연평균 5.8%)

(자료 : 국민은행)

국가채무 추이

국가채무 추이

(단위:조원)



주) 결산기준, 2010년 기획재정부 전망(2010~14년 국가재정운용계획의 전년도 대비 평가·전망보고서)
 자료: 기획재정부

국가채무에 포함되지 않는 주요 재정위험 요인

• 공무원연금 : 2010년 미적립 부채 225조원(회계상 부채 2009년 1.9조원)

• 사학연금 : 2010년 미적립 부채 43조원(회계상 부채 2009년 0.6조원)

※ 미적립부채 = 가입자에게 지급해야 할 급여 - 적립금액, 이상 자료 : 조세연구원, 2007년

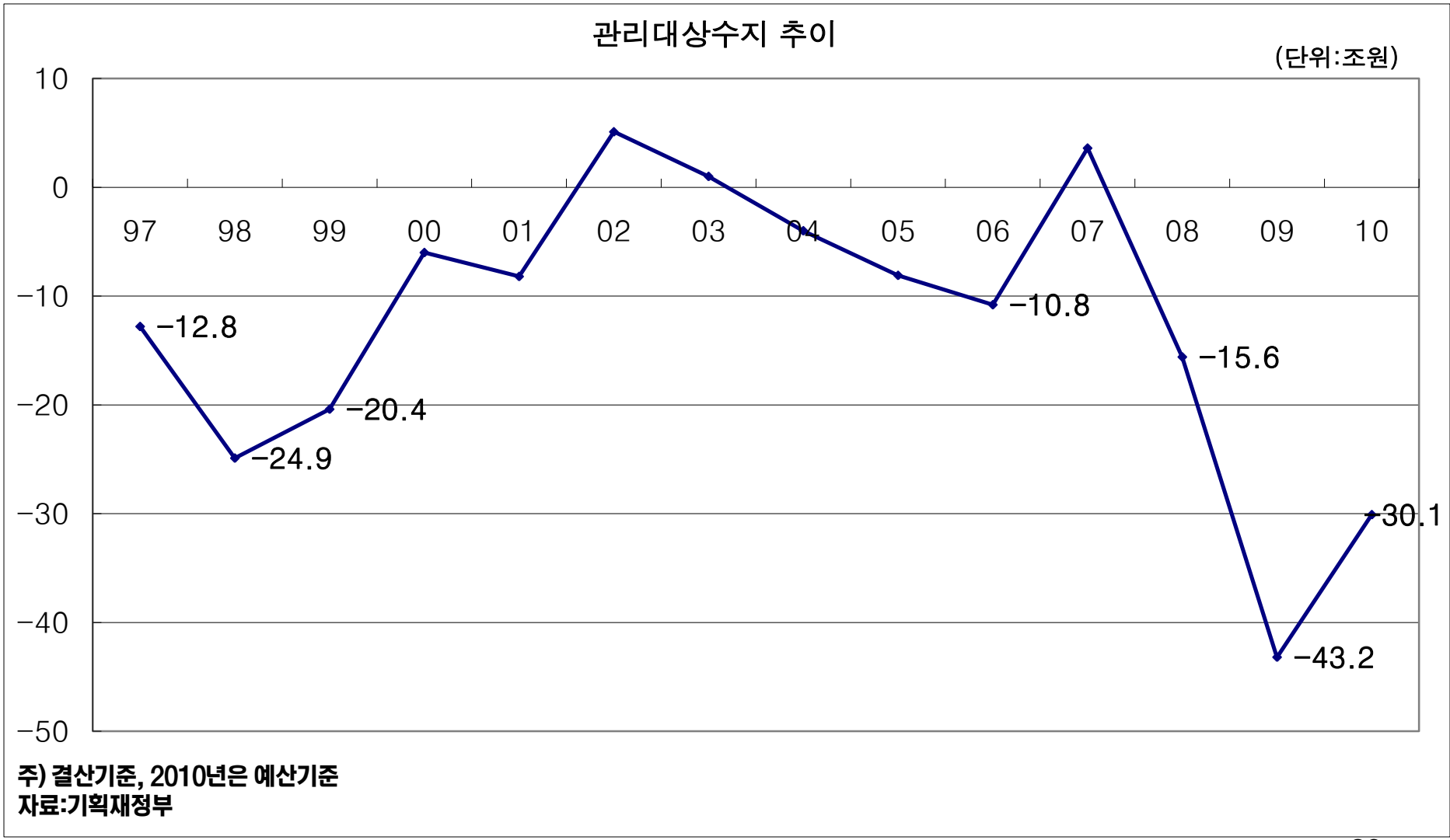
• 23개 공기업 : 2009년 213.2조원 → 2010년 259.6조원(국회 예결위)

- LH공사 : 2009년 109.2조원 → 2015년 201.3조원

• BTL 정부지급금 : 2010년 1,419억원 → 2014년 7,046억원

• 국가보증채무 : 2009년 29.8조원 → 2014년 57.2조원

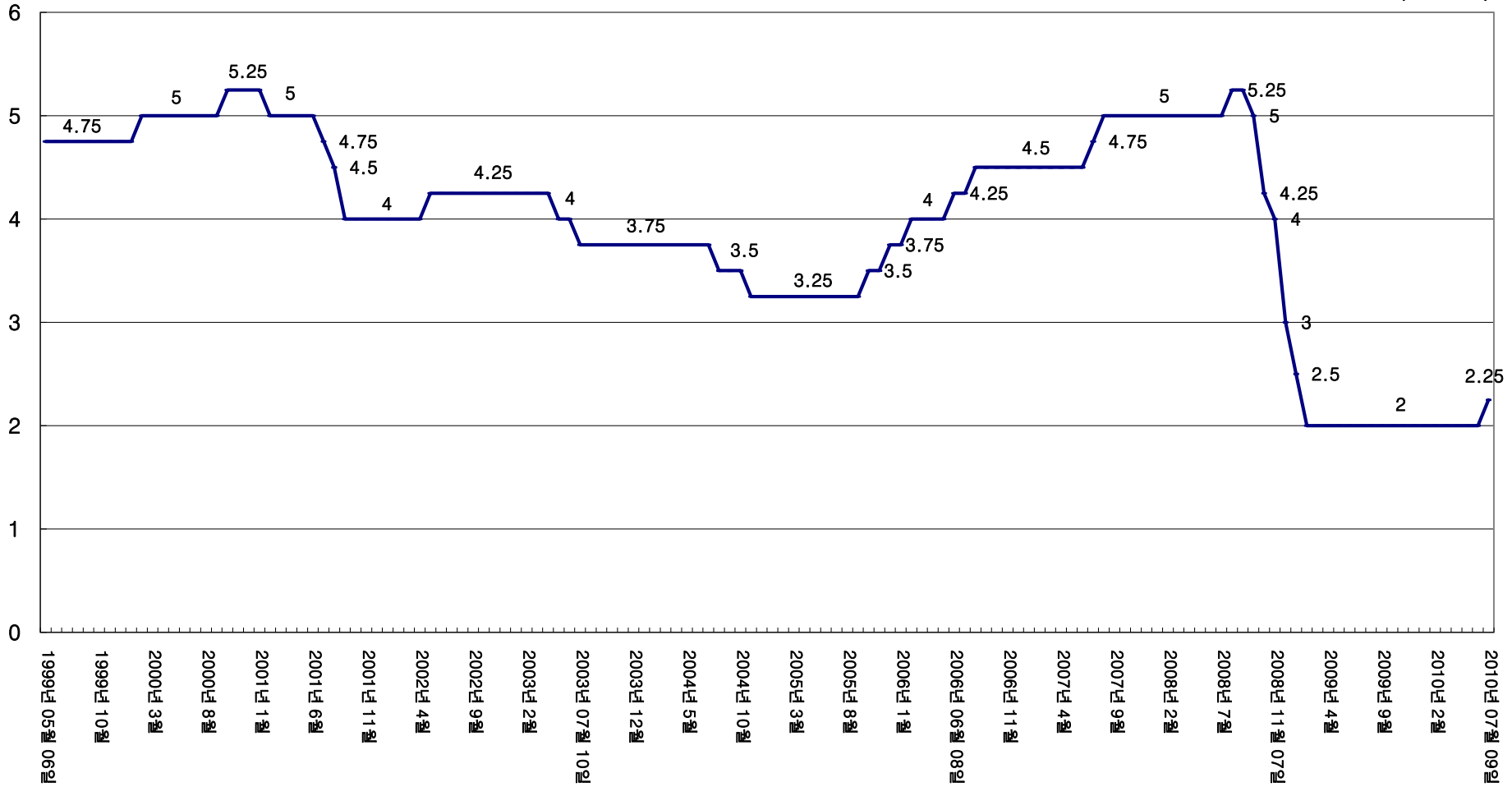
관리대상수지 추이



한국은행 기준금리 추이

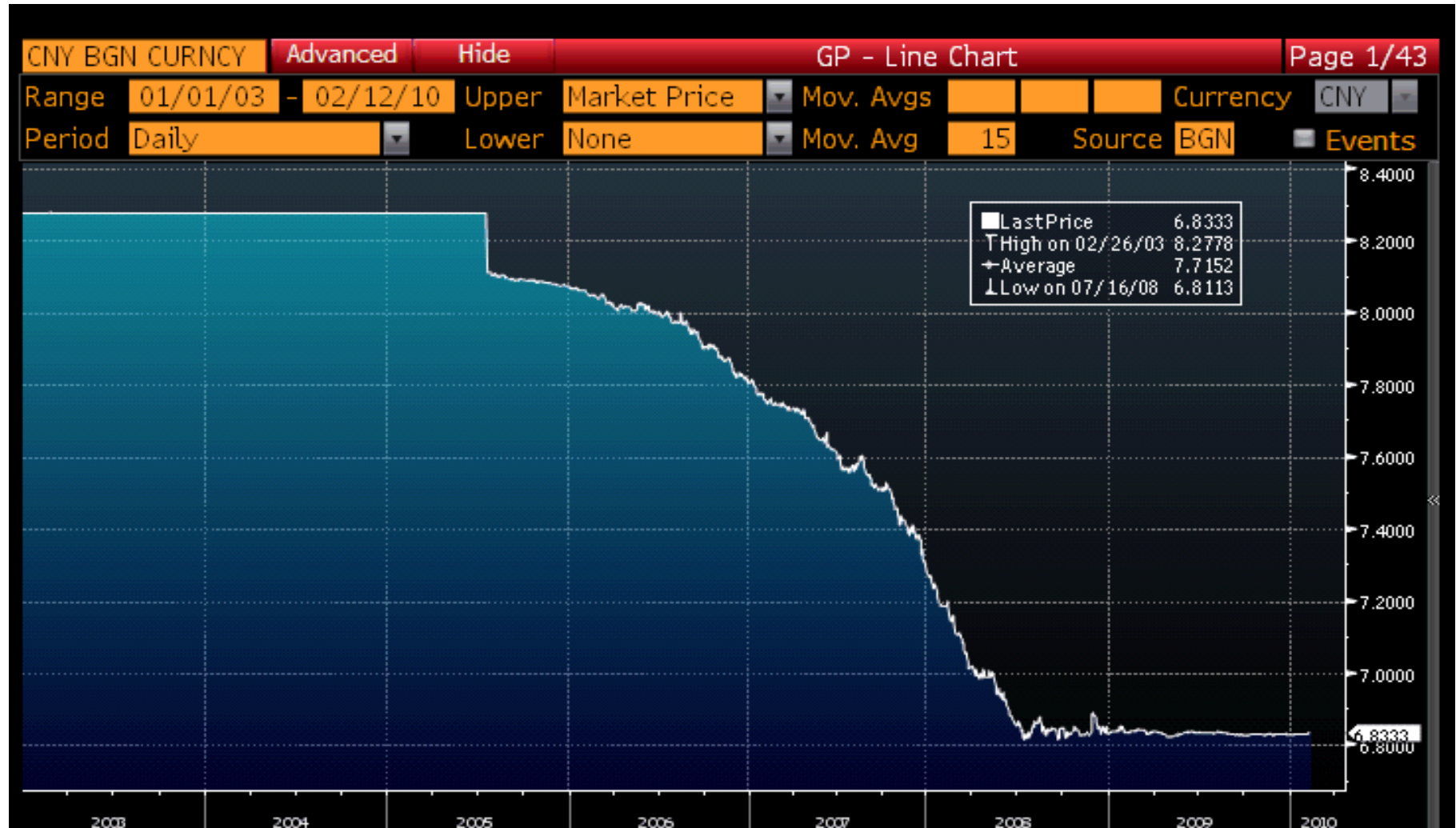
한국은행 기준금리 추이

(단위:%)



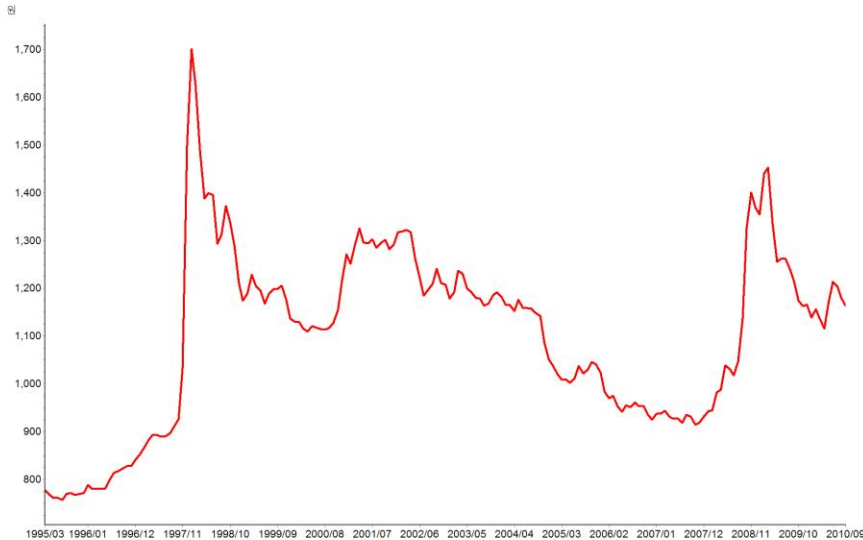
자료: 한국은행

중국 위안화(RMB)의 절상 현황 : 8.xx -> 7.xx -> 6.xx -> 앞으로는?

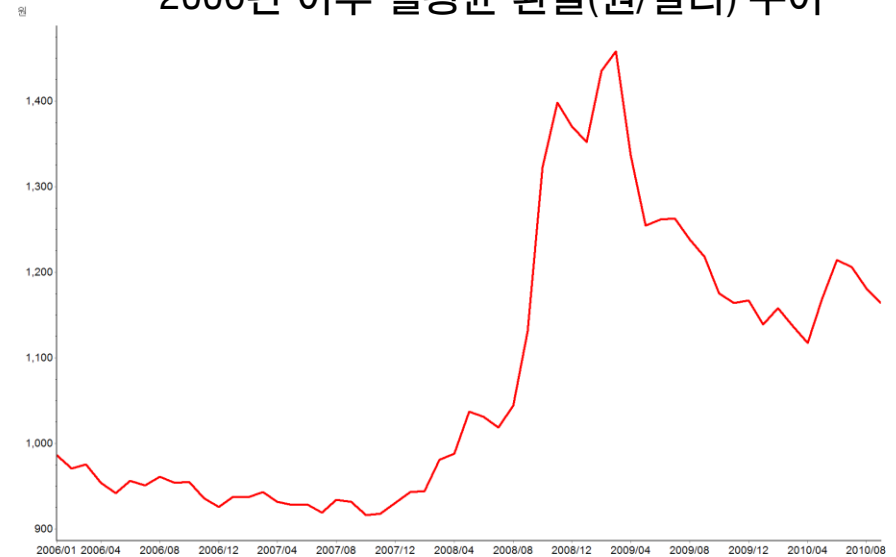


원/달러 환율 추이

1995년 이후 월평균 환율(원/달러) 추이



2006년 이후 월평균 환율(원/달러) 추이



※ 최저치 : 2007.10월 916원/달러, 최고치 : 2009.3월 1458원/달러

※ 2010년 일평균 최저치 : 4.26일 1,104원/달러, 최고치 5.25일 1,253원/달러

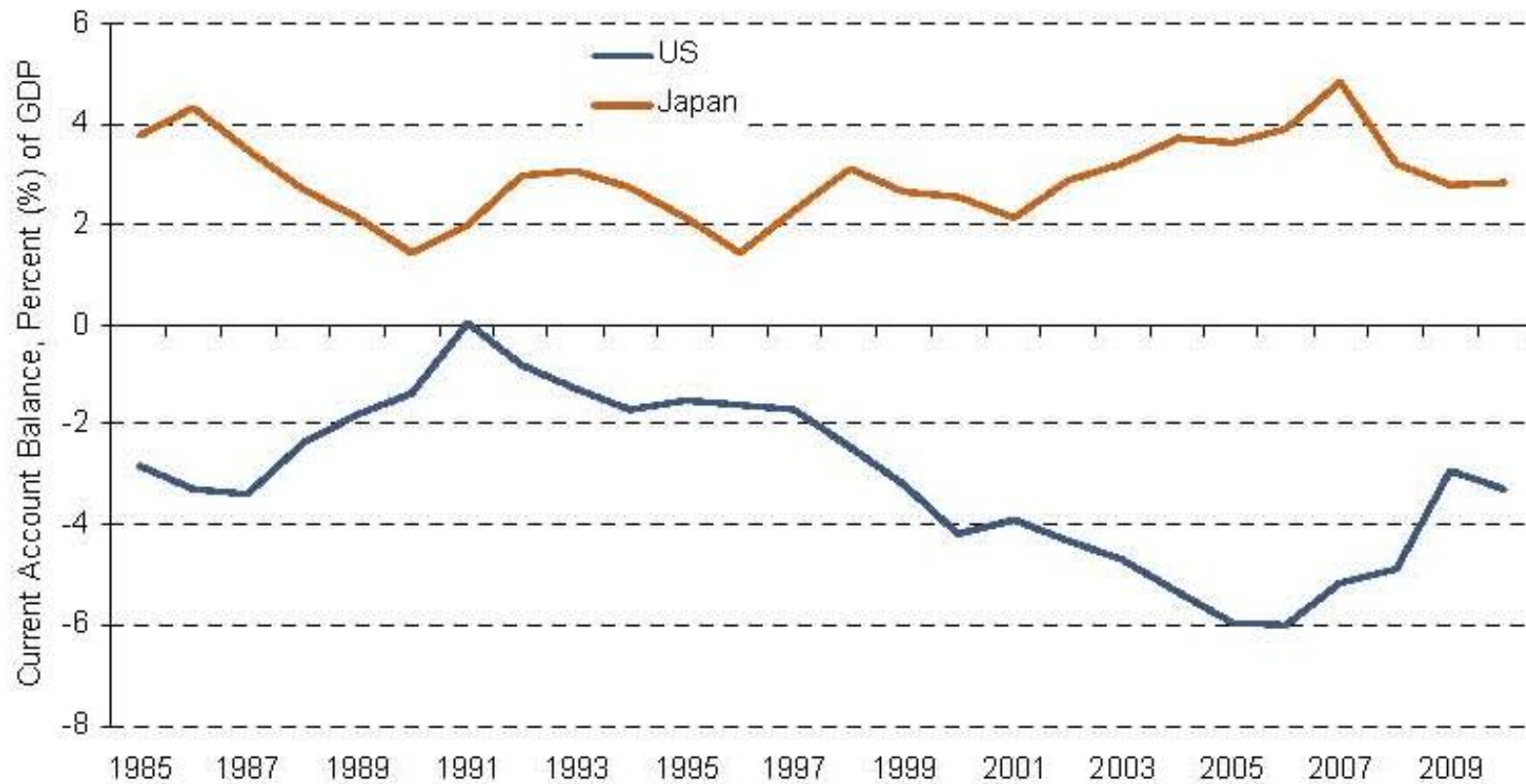
(자료 : 한국은행)

외국인 국내채권 보유 현황

	2009		2010.1/4		2/4		7월		8월		9.29일	
[전체]	1,083.2	(100.0)	1,128.0	(100.0)	1,153.1	(100.0)	1,158.2	(100.0)	1,166.1	(100.0)	1,172.8	(100.0)
(외국인)	56.9	(5.3)	62.3	(5.5)	68.3	(5.9)	72.4	(6.2)	75.1	(6.4)	75.0	(6.4)
[국고채]	281.0	(100.0)	305.7	(100.0)	307.1	(100.0)	312.6	(100.0)	317.0	(100.0)	321.6	(100.0)
(외국인)	27.5	(9.8)	33.3	(10.9)	38.6	(12.6)	40.9	(13.1)	44.0	(13.9)	45.9	(14.3)
·미국	7.2	(2.6)	8.4	(2.7)	9.5	(3.1)	9.9	(3.2)	10.5	(3.3)	10.9	(3.4)
·룩셈부르크	4.6	(1.6)	5.7	(1.9)	8.5	(2.8)	8.9	(2.8)	9.9	(3.1)	10.1	(3.1)
·태국	2.7	(1.0)	4.0	(1.3)	3.6	(1.2)	3.6	(1.2)	3.6	(1.1)	3.7	(1.2)
·중국	1.9	(0.7)	2.8	(0.9)	4.0	(1.3)	4.4	(1.4)	4.7	(1.5)	5.2	(1.6)
[통안증권]	149.2	(100.0)	162.1	(100.0)	167.6	(100.0)	162.9	(100.0)	163.1	(100.0)	164.5	(100.0)
(외국인)	28.2	(18.9)	27.8	(17.1)	28.6	(17.0)	30.4	(18.7)	30.0	(18.4)	28.1	(17.1)
·미국	1.6	(1.1)	1.7	(1.1)	1.7	(1.0)	1.8	(1.1)	1.8	(1.1)	0.9	(0.5)
·룩셈부르크	0.0	(0.0)	0.1	(0.0)	0.1	(0.1)	0.1	(0.1)	0.1	(0.1)	0.1	(0.1)
·태국	14.1	(9.4)	13.0	(8.0)	12.9	(7.7)	12.9	(7.9)	12.7	(7.8)	11.6	(7.0)
·중국	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)

주 : ()내는 채권종류별 잔액대비 외국인 비중
 자료 : 한국은행 (김성식 의원 국정감사 요구 자료)

일본의 경상수지 추이: 일본은 1985년 예외 없는 무역흑자 기록



Source: IMF (International Monetary Fund)

Chart 5

한국의 경상수지 추이 : 상당한 변동성



**[보충자료 1] 일본경제가 현 한국경제에
주는 시사점**

현 한국경제에 주는 시사점 (보충)

● 재정버블의 연착륙 실패 그리고 착시

- 패배를 모르던 수출주도형 성장체 일본은 지난 20년간 크게 4번에 걸친 국가계정으로 부터 거액의 유동성 공급이 있었음. 1차는 1985년 플라자 협정 이후 급격한 엔고파고를 극복하기 위한 수출업체 지원책이었고, 2차는 버블붕괴 이후 급격한 경기하강 방어를 위한 '92/ 95년 부양책, 3차는 '97/ 98년 아시아 금융위기에 대한 아시아권 공조차원의 정책 그리고 4차는 현재 진행형인 글로벌 금융공황에 대한 국제공조적 차원의 통화 및 재정정책의 확장적 집행
- 위와 같은 유동성 공급에 있어 가장 커다란 실책은 미-일 환율전쟁으로 칭하는 플라자 협정에 따른 엔고조정에 있어, 80년대 후반 급격한 정책적 지원이 역내유동성의 급격한 증가와 Super Bubble로 이어짐을 간과한 사실. 즉, 외생적 변수(엔고, 통상압력)에 대한 역내 치유책이 급격한 자산버블 및 재무Game 으로 이어지는 연결고리를 발견하지 못하였다는 점.
- 두 번째 실책은 '87년 블랙먼데이의 여파는 있었지만 80년대 말 경 자산버블의 연착륙을 유도할 시기를 실기하였다는 점에 있음. 이러한 실기의 귀결로 BOJ 는 90년에 정책금리를 2.5%에서 6%까지 급조정하게 하였고 이에 따른 자산버블의 급격한 붕괴는 경제기조의 근간을 흔드는 급등-급락의 도미노로 나타남.
- 세번째 실책은 민간부문의 회생에 대한 지나친 믿음에 기인한 방만한 재정집행. 선택적이며 집행의 유연성을 갖고 있는 재정정책을 통화정책의 보충적 수단으로 사용하였고, 이에 따라 선심성, 정치적 배려 등으로 투입효과가 낮은 사업에 재정이 배분됨. 특히, 주식회사 일본의 회생에 대한 종교적 믿음은 당시 재정의 방만한 집행이 미래의 세수로 '곧' 벌충될 수 있을 것이라는 도덕적 해이, 집단착시를 불러일으킴.

현 한국경제에 주는 시사점 (보충)

● Global 위기와 한국의 재정집행간의 간격

- Global 금융위기라는 상황은 방향에 있어 경제정책이 부양책으로 설정되어야 함은 동의. 다만, 외생적 변화에 대한 과도한 유동성 공급의 귀결이 어떠한 급격한 유동성 환수책을 초래할 수 있고, 그와 같은 냉탕-온탕의 통화/재정정책이 어떻게 성장성을 감아왔는지 일본의 전례에서 차용할 수 있는 교훈이 존재.
- 지난 10년간 급격한 leverage 경제였던 선진 G8이 농축된 신용상품의 붕괴(서브프라임 등)에서 시작한 de-leverage 의 폭풍에 따라 (a)무제한 재정집행에 (b)초저금리 결합이라는 극단에 가까운 팽창정책을 시행함이 해당지역에서는 상황적 타당성을 갖는다고 할 지라도, 한국의 공조방안이 그 폭과 깊이를 어디까지 해야 하느냐는 신중한 분석이 선행되어야 할 것.
- 단순히 IMF 등의 국제기구를 통해 재분배되는 수치와 믿음 - 한국의 GDP 대비 국가채무 비율 감내할 만 하다는 코멘트 등에 안주하여 현재의 보폭을 점검하지 않는 행위는 경제규모가 G8 에 비해 충격 흡수력이 적은 한국의 경우 브레이크를 밟고 악셀레이터만 밟는 우를 범할 수 있음.
- 1985년 플라자 합의 이후 수출기업/수출경제/중소기업의 추락을 막고자 했던 막대한 재정/통화 집행의 시사점 → 1990년대 초 막대한 긴축정책을 단행하여야 할 것이 필연이었다면, 당시 무분별한 집행은 무책임한 수준. Global 금융위기 이후, 현재의 확장정책의 폭과 깊이에 대한 상당한 재검토가 필요.

현 한국경제에 주는 시사점 (보충)

- 1998년 아시아 금융위기 당시 금융기관 도미노 도산방지를 목적으로 재정 및 통화 정책집행
→ 외생적 위기를 핑계로 재정 및 통화정책의 질적인 이슈들 즉, 경제건강성을 증진하기 위한 구조조정, 구조개혁 등의 자구노력이 잊혀진 채 문힘. 현재 우리는 Global 금융위기를 핑계로 금융권/기업 등이 구조조정, 구조개혁 등의 자구노력에 게으르지 않는지. 특히 당시 투하된 토건사업 및 기업지원 등에 대한 일본의 천문학적 재정집행 처럼 결과적으로 사장될 수 있는 휘발성 재정집행의 요소가 우리에게 없는지 점검되어야 함.
- 현재의 Global 금융위기에 따라 일본은 Global 금융시스템 붕괴를 방지라는 취지에 다시 한번 확장적 정책
→ 재정정책 즉, 국가지출을 증진시키는 행위에 있어 적절한 부채관리(Liability Management)는 이루어지고 있는지. 세수관리(현금흐름 관리), 기간의 mismatch, 우발채무관리 등이 사려 깊게 감안되고 있는지도 점검 필요.

현 한국경제에 주는 시사점 (보충)

● 일본의 장기불황이 재정집행 지연 혹은 너무 빠른 긴축정책 단행 때문이라는 주장

- 1) '85년 환율전쟁에서 패배한 일본정부가 재정/통화정책을 동원한 막대한 부양책으로 자산버블의 바벨탑을 쌓은 86~88년에 그 원인행위에 있음
- 2) '90년대 초반의 일본경제의 모습은 쌓아진 모래성이 붕괴되는 필연의 조정과정에 지나지 않는다. 30배 올랐다가 25배 하락 후 그 뒤 10년 동안 나머지 5배가 빠지며 제자리로 환원되고 있는 것일 뿐이고 현재 이와 같은 폭등과 폭락을 경험하는 대표적 사례는 두바이.
- 3) 이에 일부 일본의 장기불황이 지나친 긴축정책의 앞당김 혹은 뒷북치는 재정정책의 지연이 그 원인이었다는 식의 주장에 대해 경계하지 않을 수 없음. 그동안 재정은 GDP 의 50%선에서 200% 선까지 충분히 지원이 있었음에 시기적 오류는 minor 한 이슈 일본의 '90~ '92년 긴축정책은 평당 10억원을 호가하던 동경내 땅값과 선진국에 비해 산업별 평균 300% 이상 과대평가된 주식시장(평균 PER 기준 60배 vs. 당시 선진국 per 20배)에서의 초버블성 과열에 불가피한 유동성 흡수책이었고, 재정투입의 지연이라는 시간적 변수는 정책에 다소간 시간적 에러가 있었다고 양보하더라도 그동안 투입된 재정의 부실화와 막대한 계량적 증가(30%→200%)에 비해서는 경제난을 일으킨 주범으로 몰아부칠 수 없어. 바둑으로 비유하자면 한수 늦게 두어 몇 집 손해를 봤겠지만 대마가 죽는 위험에 물리게 된 것은 대세관에서 방향을 잃었던 것.
- 4) 오히려, 버블을 쌓을 수 밖에 없었던 당시의 상황을 복기해 보면 분명히 일본 정책당사자는 엔화의 급격한 절상이라는 정치적, 경제적 변수를 예측하지 못함을 드러내고 있고 엄청난 환율의 급절상 굴복에 묻지마 재정지원, 특별융자, 통화정책 등의 동원할 수 있는 모든 가용 역내수단을 동원하여 외생변수에서 발한 문제를 예단하여 우선 내적 치유 (항생제를 임계치까지 주사한 것과 같음) 에 몰두하였음. 이러한 정책당국의 극단처방의 이면에는 자신들의 세계적 민간기업 (소니, 마쓰시다, 도요타 등)의 경쟁력에 대한 무한한 신뢰가 있었고, 정책적으로 overkill (과잉처방)이 시현된다하여도 민간부문의 자생력으로 치유될 수 있을 것이라는 과잉 자신감에 그 배경이 됨.
- 5) 문제발단의 핵심은 환율전쟁 대처실패 이후, 일본정부의 과잉방어적 정책집행과 정상화 지연에 원인의 시발점이 있고, 급기야 극약처방이 가져온 부작용에 해독제로 투여한 긴축정책이 90년대를 아우르는 일본 경제의 롤더코스터로 나타남

현 한국경제에 주는 시사점 (보충)

• 환율과 경제와 역내처방전

오늘날 JPY 이 80엔를 등락하는 바 플라자협정 전 260엔이 이후 130엔으로 급절상되었을 당시의 정책당국자들이 가졌던 불안감과 역내 극약처방의 가정이 맞다면 현재의 80엔대에 (주)일본은 지구상에서 사라졌어야 함. 하지만 지금도 여전히 일본은 세계최대의 무역흑자국이자 최대 외환보유국 중의 하나로 생존하고 있고, 오로지 당시의 정책실패가 가져온 채무를 일본은 20년에 걸쳐서 분할상환하고 있는 셈.

〈위안화 vs. 원화〉

위안화의 국제화와 더불어 지난 4년간 위안화는 미 달러화 대비 8>7>6 으로 앞자리를 바꿔오고 있는 바, 만일 원화가 향후 4년 이내 혹은 더 빨리 현재보다 25% 강세로 되는 경우(즉, 900선이 하향붕괴)의 시나리오를 상정한다면 그때 우리 역시 일본처럼 문지마 재정투입, 특별융자 등을 통한 수출업체 지원을 논의하지 않으리라는 보장이 없음.

차이점이 있다면 일본의 경우 85년 당시 플라자 협정이라는 국제적 환율조정 행위가 극히 소수의 수뇌부의 협상에 따라 이루어진 환율전쟁이었다면, 앞으로 닥칠 양상으로는 시장을 기반으로, 때로는 국제정치적 역학관계를 기반으로 일어날 양상이 많다는 것. 이에 늦기 전에 우리는 우리에게 자신에게 물어야 함. “대한민국 준비되어 있나요?”

〈역내 처방전〉

질문은 두가지임. 첫째, 그러한 원화절상의 경우 우리 경제의 생존력에 대한 대비는 어떠한가와 둘째, 우리는 시나리오 별로 소중한 자산인 재정과 통화정책 그리고 그 밖의 어떠한 정책적 복안을 가지고 있는지.

그러한 시나리오가 극단적 재정지출, 팽창적 통화정책을 일시적이라도 요구하는 상황이라면 현재 G20 등에 따라, 이미 팽창적 통화정책과 상당한 재정지출을 선행하여 혹은 선린적 동반관계에서 시행하고 있는 것이 과연 한국경제의 차원에서 다소간 속도조절을 해야 할 필요성은 없는 것인지, 지금 재정/통화정책이 양적팽창으로 추가 너무 기울어져 있지 않은지. 단적으로 말해 우리는 덜 아픈데, 불필요한 약물을 투입하고 있지는 않는지 다시 한번 살펴봐야 할 국제금융 정황상의 절박성이 존재함.

현 한국경제에 주는 시사점 (보충)

● 금융공황 여진

2008년 Global 금융공황은 아직 현재진행형

냉정한 Fact 는 G20 국제공조에서 불구하고 미국은 여전히 아프고, 유럽도 심각한 문제가 존재하고 있다는 점. 결국 Global 경제가 위기를 극복하는 응급처방에 성공한 것에는 동의하나, 더 괴롭고 장기를 요하는 deflation mode 의 구조적 불황의 기간을 겪을 것이라는 점.

따라서, 오늘의 한국의 모습이 Global 경제 중 건강한 모습을 지녔다는 점에서 다행한 일이나, 성장저하의 요소가 아시아 currency bloc 의 동반절상에 따른 통화요인에서 발생할 수도 - 결국 수출 주도형 한국경제의 가장 큰 잠재 risk- 중국/인도의 발흥에 따른 국내 수출경쟁력 저하의 위기로 오든, 국제 구매력의 동반감소에 따른 수출입 물동량의 절대적 하락으로 오든 우리의 경제는 외생변수를 끊임없이 경계하여야 함.

' 08년/ ' 09년 외환시장을 휩쓴 외환 KIKO 와 비교하여 부동산 PF KIKO 의 가능성을 경계함. 전국적으로 보고된 미분양가구 11만가구(건설사의 자체취득을 통한 그림자 미분양 포함시 15만가구 이상), 부동산 부문에서 KIKO 적 성격 (Knock-in Knock-Out) 이 존재하는 지 경계

이러한 입장에서 우리가 만질 수 있는 역내 옵션은 현재 가용할 수 있다고 모든 옵션을 무분별하게 사용하는 것을 경계함. 국가의 ALM(자산부채종합관리) 을 현재시점에서만 보지 말고, 장기전을 돌입할 수도 있다는 안목에서 향후 재정의 버팀목이 어디에서 오는지, 각각의 시나리오별로 Maximum Risk 를 Minimize하는 즉 MiniMax의 전략을 고민하여야 할 때.

[보충자료 2] ‘일본 잃어버린 10년’
추이분석과 정책오류

잃어버린 10년의 발생원인 및 추이

● 80년대 미-일 환율전쟁 및 일본의 거시정책적 오류

- 일본은 1950~70년대 연평균 10%를 웃도는 고성장 : 당시 서구에서는 일본을 떠오르는 아시아 이머징 국가로 분류 (마치 지금의 중국과 인도를 연상케 함)
- 1985년 플라자 협정(Plaza Accord : 미-일 환율전쟁)의 귀결로 단행된 엔화 급절상 조치에 따라, 일본 수출업체는 막대한 타격
- 이에, 일본 정부는 초강세 자국통화를 일시적인 정치공세로 판단하는 오류를 범하여 강제 환율에 대비한 역내 구조조정애 소홀하였고, 단기적으로 금융완화법을 긴급 제정, 금리인하, 특별융자 등의 방식을 동원, 수출 한계기업에 수년간 유동성지원을 단행. 문제는 정책 부작용으로 말미암아 양산된 심각한 역내 잉여 유동성이 주식과 부동산 시장으로 스며들며 사상 초유의 Super 버블 생성 (니케이 지수는 버블 붕괴 전 PE multiple가 X60 당시 미국/유럽의 PE multiple X20)
- 선제적 점진적 금리 인상의 타이밍을 놓친 후, 1990년 단행된 급격한 금리인상 조치(2.5%에서 6%)라는 외길은 역내 잉여유동성의 흡수책으로 자산버블의 축소 및 남미식 하이퍼 인플레이션 방지를 위한 불가피한 조치라고 할 수 있으나, 급격한 긴축에 따른 경제위축 또한 필연.
- 2000년대에 이르러도 여전히 '85년 이래 국가경쟁력에 대한 근본적 위협과 훼손위기의 반복에도 불구하고, 구조조정 및 경쟁력 고도화 등의 근본적 대책보다는 통화/재정정책의 급팽창을 통한 단방약적인 방어를 반복하는 등 5년을 내다보지 못한 정책의 롤러코스터적 거시정책 집행이라는 오류를 범함.

잃어버린 10년의 발생원인 및 추이(계속)

● 버블시기의 민간부문 자산 포트폴리오 재조정 실패

버블시기 일본은 민간주도로 역외자산에 대한 ‘묻지마’ 성 투자가 이어진 바, ‘80년대 후반~90년대 중반에 걸친 무분별한 해외투자 실패가 있었음에도 불구하고, 국가 경쟁력 및 경제 건강성 증진에 기여한 바는 매우 적음. (예: 페블비치 골프장 인수, SONY 미국 영화배급사 인수 및 태국과 인도네시아 등지로의 너무 이른 생산기지 이전과 이에 따른 예상을 능가하는 이전비용 지출)

당시 QC, Minimalism 등 일본적 생산모델의 성공에 도취한 민간영역의 지나친 낙관주의 또한 망만한 자산포트폴리오에 대한 냉정한 재조정 실패의 원인.

● 정부 재정집행의 급증 및 소모적 낭비

민간부문 성장저하와 아시아 금융위기 등의 외생적 변수에 대응하여, 정부계정은 치유적 성격의 막대한 재정집행에 있어, ‘86~’ 88년, ‘90년~’ 93년, ‘96년, ‘98년 및 최근의 ‘09년 까지 소모성 지출에 가까운 휘발성 재정집행을 남발.

‘80년 초 GDP 대비 약 55% 수준에 머무르던 국가부채(재정적자)는 ‘92년 재정집행의 본격화와 함께 급증하여 ‘97년 100%, ‘01년 150%, ‘09년 기준 200%를 상회.

특히, 질적 측면에서 재정집행이 일회적이고 생산탄력도가 낮은 정치적 자원배분에 따라 의사결정 되었다는 점에서 막대한 재정지출이 미래의 경제경쟁력 복원에 크게 도움이 되지 않는다는 암울한 현실에 직면.

플라자 협정 전후의 일본 엔화(JPY)의 절상 현황



경제 환경적 원인

● 금융산업의 구조적 문제

- 전통적으로 일본계 금융기관(특히 은행)이 본원적 금융기능뿐만 아니라 기업경영을 감독, 주요 기업의 주요주주의 역할까지 수행 하면서 타협적 대출심사감독 관행, 저수익 투자에 대한 묵인 등 도덕적 해이가 만연
- 관치금융, 낙후된 금융감독, 금융업 자체의 3대 지향점 부재(상업성/기업성/위험관리)

● 인구감소 및 초고령화 그리고 문화적 배타성

- 1995년 이후 생산가능연령인구(15세-64세) 급격감소, 초고령화는 생산활동의 위축, 소득 감소, 투자와 소비시장의 감소로 이어짐
- 고령화에 따른 사회보장급여의 급증으로 국가부채 증가
- 전통적 배타적 이민정책에 따른 고급 이민자 인구 절대적으로 미미
- 해외취업 및 외국기업 취업에 대한 문화적 거부감, 외국어 능력 부재/시스템 미비 등에 따른 도쿄금융시장의 아시아 금융 허브로의 확대발전 기회 상실

유동성 관리의 실패

● 플라자 협정에 따른 급격한 역내 유동성 증진책의 악성화

- 1985년 플라자 합의에 따라 엔화의 급격한 절상에, 일본 수출기업의 채산성 악화 및 연쇄도산 위기에 몰리자 일본정부는 저금리 정책, 특별융자 등의 비상지원을 통해 급격한 역내유동성 제고
- 당시의 낮은 물가상승률에 따른 착시 효과
- 1987년 10월 미국의 블랙 먼데이를 전후한 국제공조 차원으로 일본의 저금리유지를 해야 하는 불가피한 외생변수로 인해 역내 유동성의 분할흡수 방안 집행 실기
- 1980년대 후반~90년대 초반 : 정부, 기업, 가계 모두 주식/부동산 등의 자산평가치 급등에 따른 막대한 플러스 Wealth Effect 기대에 Pax Japan 시대 선언. 현금흐름(Flow) 보다는 자산평가치(Inventory)에 따른 집단착시 현상을 깨닫지 못함.

● 급격한 역내 유동성의 흡수에 따른 역내 경제 사이클의 붕괴

- 팽창적 통화정책에 따른 자산버블을 제거하고자 BOJ 는 89년 이후 급격한 긴축으로 선회, 재할인율을 2.5%에서 6.0%까지 인상. 특히, '93~95년 국제 금리 상승기와 연동하면서 미국의 Fed Fund Rate 역시 3%에서 5.75% 까지 상승.
- 이로 인하여, (1) 주가급락에 따른 급격한 자산가치하락: 금융기관/가계 모두 마이너스 Wealth Effect
(2) 연쇄기업도산 (특히 주택전문건설업체)
(3) 가격하락에 따른 부동산담보 대출의 부실화 등으로 금융권 부실채권 급증 등의 복합 경제문제 발생

플라자 협정-버블양산-버블붕괴-장기불황의 과정

● 1990-92년 : 1차 거품 붕괴기

- 80년대 후반 급격한 자산거품에 휩싸였던 일본은 90년초 들어 정부의 유동성 흡수책에 따라 수 차례에 걸친 주가 및 지가의 폭락조정기를 겪음 (Nikkei 1989년 최고치 38,915 대비 1992년 최저치 14,309 최대하락폭 -67% vs. 리만사태당시 최대하락폭이 -51%임을 볼때 90년초의 주가하락 충격이 더 큼)
- 일본 정부, 1992년에 10조 7,000억엔 규모의 종합경제대책 실시

● 1993-95년 : 2차 거품 붕괴기

- 부동산 가격 완만하나 지속적으로 붕괴되며, 2% 미만의 저성장
(* 일본 주택용지는 1991년 이래 2010년까지 19년 연속 하락 기록 중)
- 일본 정부, 4차례에 걸친 총 49조엔 규모의 경기부양책 및 저금리 정책 실시.

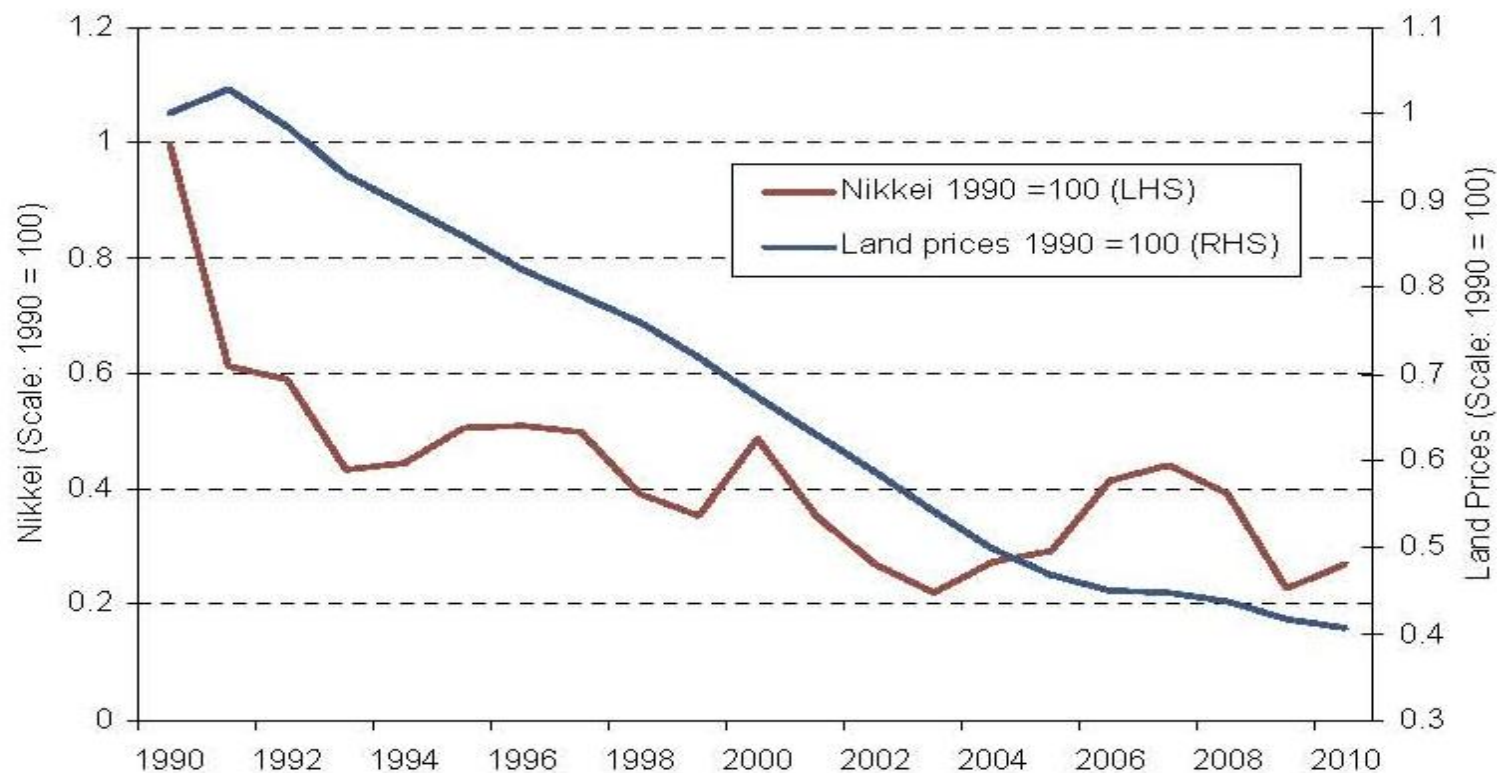
● 1996-97년 : 일시적 회복기

- 5년간의 적극적 경기부양책에 힘입어 일시적 경기회복
- 하시모토 내각, 재정 건전화를 위해 97년 4월 소비세율 인상, 재정구조 개혁법 제정을 통해 긴축재정정책을 시행
- 한편, 기존 재정집행 분의 부실화, 비용화로 인하여 재정집행효과 미미

● 1998년 이래 2000년 초반

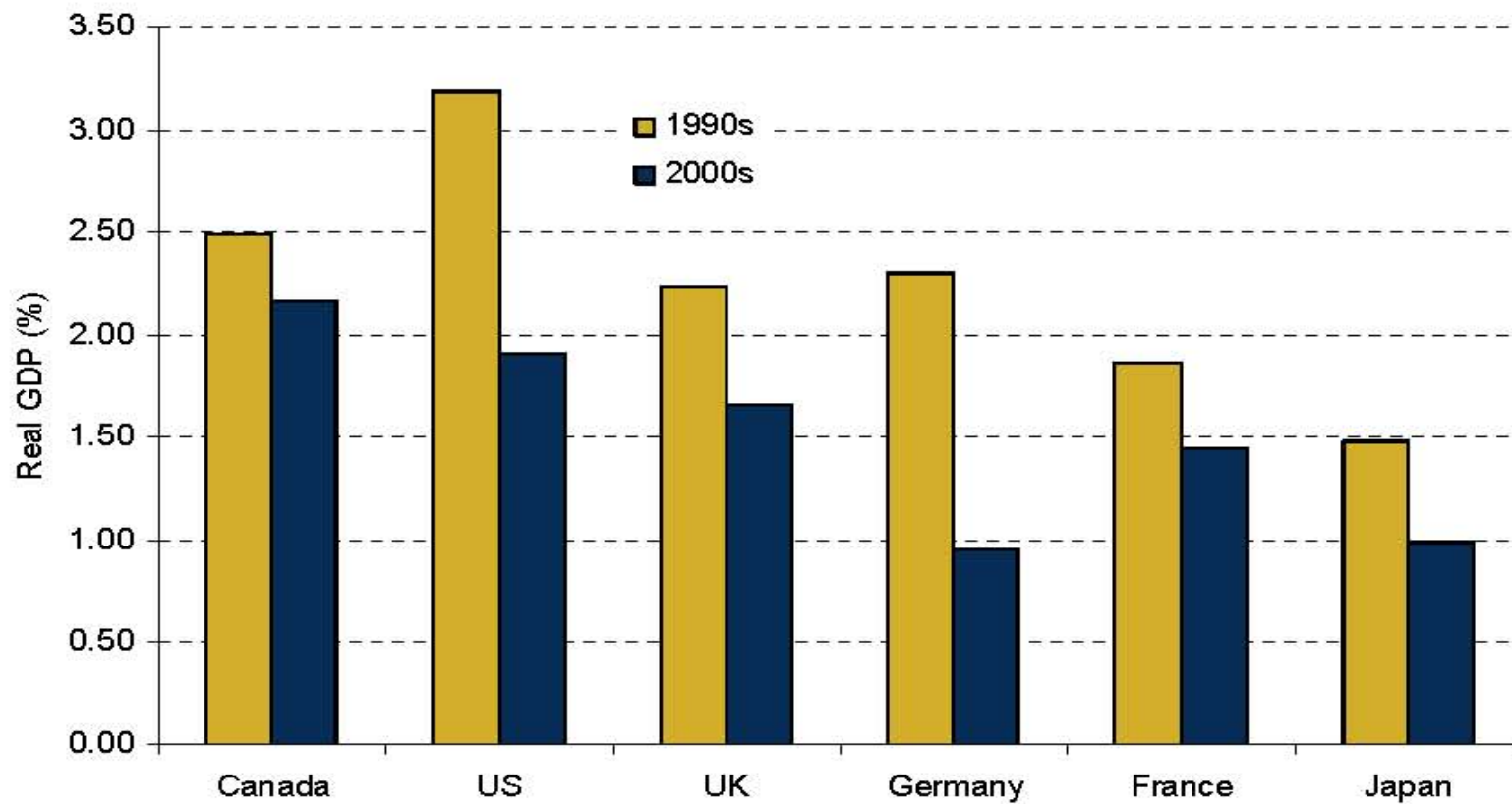
- 97년 말부터 아시아 금융위기와 함께 초유의 1금융권의 연쇄도산과 및 공적자금의 전면투입.
- 아시아 금융위기에 따른 막대한 공적자금 투입의 이면에 공공부채 및 적자재정문제 대두
- 역내의 초고령화 가속화, 미래 성장에 대한 불확실성으로 인해, 99년부터 실질금리는 마이너스(명목금리 제로금리)를 기록하였으며, 1998년, 2000년, 2001년의 3년간 명목성장률 마저 마이너스를 기록하는 등 Deflation 심화. 43

일본 자산 버블 및 그 붕괴과정: 지가 및 주가



Source: Bloomberg

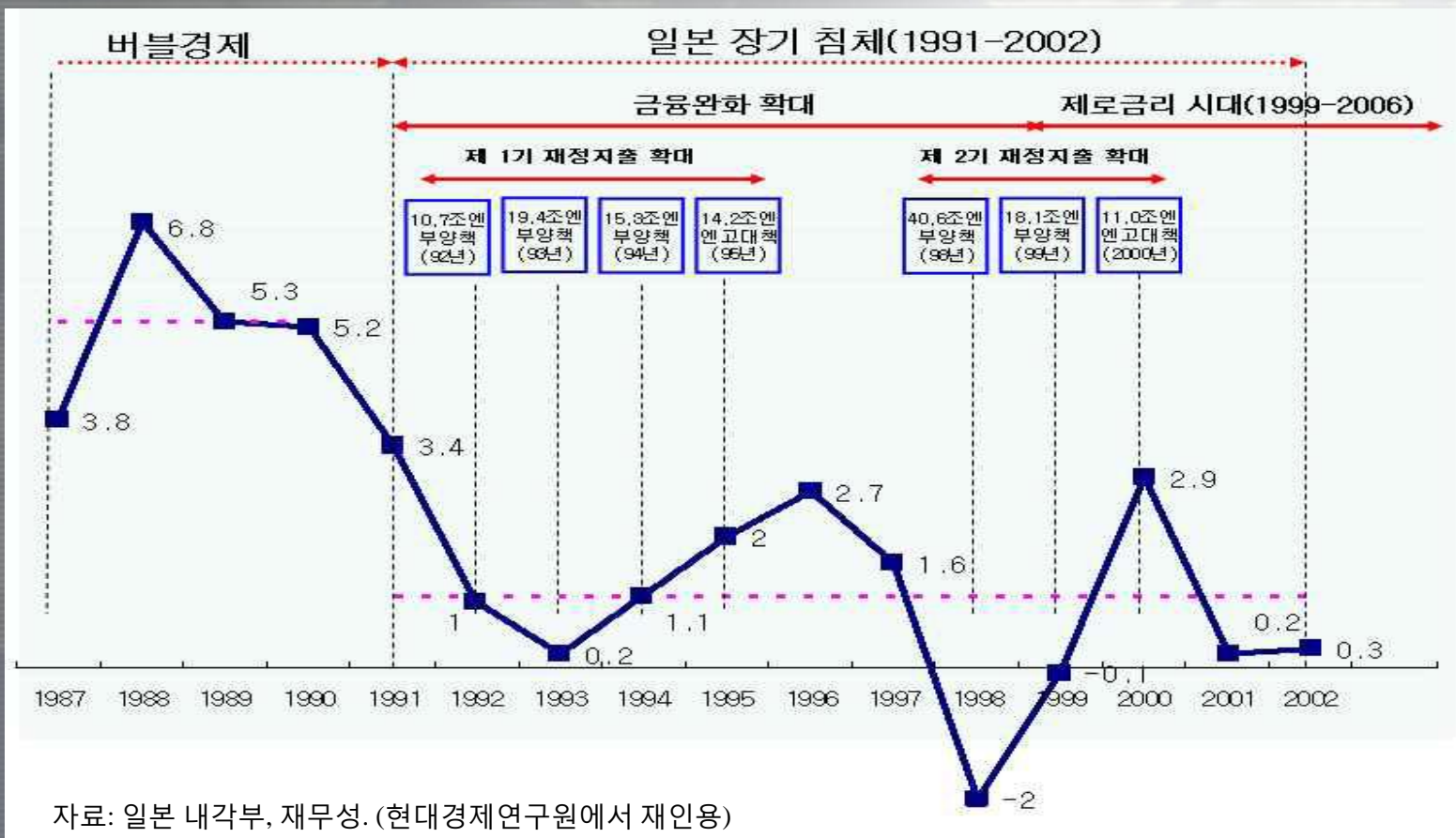
일본 및 서구의 실질 GDP 비교



Source: Bloomberg

잃어버린 10년 시기의 정책 오류

- 일본의 금융 및 재정정책 실시와 경제성장률 추이



위발적 재정정책 남발

● 통화정책의 문제적 대응

- 1990년대 초 버블의 원인은 80년대 말 기형적 확장적 통화정책.
- 급격한 엔고의 절상을 막지 못한 정치력부재와 함께, 엔고의 여파에 대한 초보적 대응으로 일관.
- 본질적 국가 경쟁력 하락의 제고라는 치유적 정책이 아닌 단방약 같은 통화정책으로 갈팡질팡.
- 자산가격 버블이 경쟁력 하락과 연계된다는 늦은 자각 및 팽창된 통화의 흡수라는 측면에서, 기준금리를 '90년 8월에 이르러 6%까지 인상

● 막대한 재정투입

- 1990년을 정점으로 일시적 통화환수가 필연이었다고 하여도, 재정정책은 선택과 집중을 통한 경제 건강성 회복 및 유지에 목표가 맞추었어야 함.
- 시기적으로 경제성장률이 '90년, 91년, 92년의 3년간 각각 5.2%, 3.4%, 1.0%로 감속됨에 따라 92년 이후 막대한 재정투입을 통한 관 주도 성장을 추구 (1) 재정정책의 구축효과는 일시적 일것으로 가정 (2) 일본이 자랑하는 민간경제의 복원력에 깊은 신뢰를 전제. 문제는 구축효과는 그 단점을 드러낸 가운데 믿고 있던 민간경제의 복원력은 살아나지 않았고, 재정투입분은 부실화.

● 재정 재정투입의 자산화 실패 : 건설업, 불요불급의 인프라, 농촌의 공공사업 투자 등의 단속적이고 위발적인 영역에 대한 재정지출

- 보다 큰 문제는 정부의 재정정책집행 또한 투자의 범주에 들어가는 사려깊은 의사결정이 있어야 함을 간과하고 선심성/1회성/정치적 프로세스에 따라 투입재정분의 자산화에 실패
- 대부분의 재정지출이 공공투자 내지 국책사업 형태로 집행되었는 바, 경제적 고려보다는 정치적 고려가 대부분
- 대표적인 실패 국책사업의 예:
 - (1) 혼슈/시코쿠 연육교 사업: 양섬을 교량 세개를 건설 : 건설비용에 대한 이자비용도 충당하지 못하는 통행료 수입
 - (2) 니가타현 을 위시한 지방의 포장도로 사업: 폭설대비 히터시설까지 갖춘 도로 건설

휘발적 재정정책 남발(계속)

< 일본의 경기 부양책 규모 >

(단위 : 조 엔,%)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
감세	0.2(1.0)	5.9(38.6)	-(0)	-	-	10.6(26.1)	-	-
공공투자	9.6(49.5)	4.5(29.4)	6.5(45.8)	-	-	15.8(38.9)	6.8(37.6)	5.2(47.3)
토지구매	1.5(7.7)	2.0(13.1)	3.2(22.5)	-	-	1.6(3.9)	-	-
주택관련대출	4.7(24.2)	1.2(7.8)	0.5(3.5)	-	-	1.2(3.0)	2.0(11.0)	1.1(10.0)
공공금융기관대출	3.4(17.5)	1.5(9.8)	2.6(18.3)	-	-	8.9(21.9)	7.4(40.9)	4.5(40.9)
기타	-(0)	0.2(1.3)	2.6(18.3)	-	-	2.5(6.2)	1.9(10.5)	0.2(1.8)
총계(A)	19.4	15.3	14.2	-	-	40.6	18.1	11.0
실질 GDP 성장률(%)	0.2	1.1	2.0	2.7	1.6	-2.0	-0.1	2.9
(A)/GDP*100(%)	4.0	3.1	2.9	-	-	7.8	3.5	2.1

자료 : IMF, 일본재무성, 일본내각부. (현대경제연구원 재인용)

주 : () 안은 총 경기부양규모에 대한 비중.

금융동반부실에 따른 저금리정책의 승수효과 미약

- '93년 이후 저금리 기조 유지에도 불구하고 금융기관의 동반부실('02년 3월 55조 엔)로 말미암아 승수효과 미미
 - 거품 경제가 붕괴기의 민간의 경쟁력 상실, 부양기의 정부 재정낭비로 인해 국가적으로 2차적 부실자산의 누적을 낳았고 이로 인해 금리인하의 효과는 교과서적이지 않음.
- 은행과 기업의 선단식 치유책 선호가 금융권 구조조정은 물론 기업의 구조조정까지 지연시킴
 - 경기의 본격회복을 위해여는 누군가 실정에 대한 책임을 지고, 손실을 감수하는 구조조정이 선행되어야 하나 일본 특유의 금융/기업의 선단식 연대책임의식 등에 따라 핵심역량에 자원배분이 이루어 지지 않는 10년이 넘는 기간동안의 문제 장기화