



일본의 금융완화정책 출구전략에 대한 내부 견해

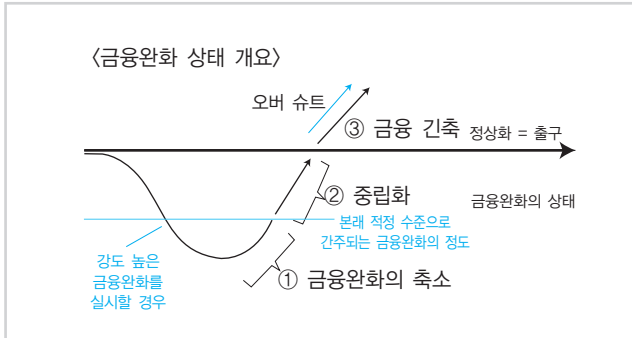
〈배경〉 쿠로다 일본은행 총재는 금융완화정책의 출구전략을 논의하기에는 아직 이르다는 입장을 고수하고 있음. 그러나 일부 전문가들은 인플레이션이 발생하면 장기금리가 지금과 같이 안정적인 상태를 유지할 수 없을 가능성을 지적하며 총재의 발언이 현명하지 않다고 주장하고 있는 실정임.

1. 본고에서는 장기금리와 물가의 상관관계에 주목하여, 인플레이션 목표를 달성했을 때 예상되는 문제점을 토대로 현재 시점에서 출구전략을 논의해야 한다는 일본 내부의 견해를 소개함.
2. 쿠마노 히데오(熊野 英生) 일본 제일생명 경제연구소 수석 이코노미스트는 일본은행이 '2% 물가상승'과 '장기금리 상승억제' 두 가지 목표를 동시에 달성하기는 어렵다고 주장함.¹⁾
 - 쿠마노는 금융완화로 인해 장기금리가 크게 두 단계를 거쳐 상승한다고 설명함. 'I 단계는 2년 동안 소비자물가 상승률 2%가 달성되는 단계이며, II 단계는 그 이후 물가상승률에 비례한 장기금리 상승'이 이루어지는 단계임.
 - 여기서 관심의 초점은 I 단계는 달성되지만, II 단계가 성립하지 않는 시나리오를 유지할 수 있는지의 여부임. 그러나 소비자물가가 2%가 되었는데도 장기금리가 1% 미만(0% 수준)의 초저금리 수준으로 유지되는 것은 장기적인 관점에서 어려움.
 - 5월 13일자 장기금리는 일시적으로 0.8%대로 나타나 금리 매커니즘을 자유자재로 컨트롤하지 못한다는 점이 명백해진바, 이후 물가상승률이 올라간다면 장기금리가 초저금리 수준으로 유지되는 것은 사실상 어렵다고 할 수 있음.
 - * 10년 만기 국채 금리는 금융완화정책의 시행 초기에는 0.3~0.4% 수준이었으나, 이후 정책의 진행과 더불어 계속 상승하여 5월 28일에는 0.9%로 나타남.
3. 이에 따라 쿠마노는 '인플레이션 2%와 장기금리 현 수준 유지'라는 두 가지 목표를 동시에 달성하려 할 경우에 발생할 수 있는 충격에 대비하기 위해서는 물가상승이 본격적으로 나타나지 않은 현재 시점에서 출구전략을 논의해야 한다고 설명함.
 - 쿠마노는 출구전략에서 말하는 출구란 금융정책을 정상화하기 위한 프로세스 전체를 일컫는다고 설명함.
 - 출구전략은 <그림 1>과 같이 크게 세 단계(①금융완화의 축소, ②중립적 경기 진작, ③금융긴축)에 걸쳐 진행되는데, 현 시점에서 이에 대한 논의가 필요한 이유는 지금 진행되고 있는 금융완화정책(<그림 2>의 ㉑)이 보통 수준의 경우(<그림 2>의 ㉒)와는 다르기 때문임(<그림 1>, <그림 2> 참조).
 - 강도가 높은 금융완화정책을 실시할 경우에는 사전에 금융정책이 정상화되었을 때의 전체적인 밑그림을 제시함으로써 혼란을 미연에 방지해야 함.

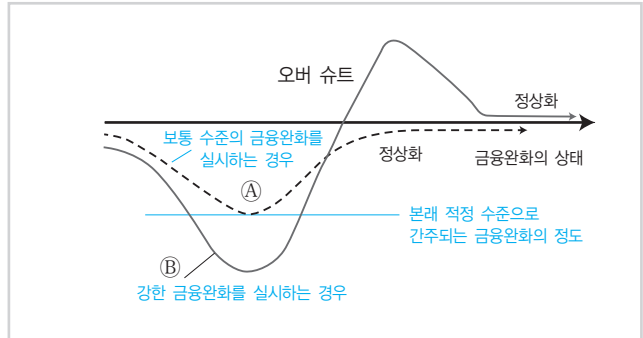
1) 熊野英生, “出口論を封じる黒田総裁への注文～「議論するのはまだ早い」論の誤り～”, 第一生命經濟研究所, 2013.05.14



〈그림 1〉 출구전략 과정



〈그림 2〉 금융완화 정책의 비교



주 : 1) 〈그림 1〉의 그래프는 〈그림 2〉의 ㉔에 해당함.

2) 보통의 금융완화정책의 경우 점진적으로 진행되기 때문에 완화효과가 오버슈팅할 리스크가 적지만, 현재 일본은행이 추진하고 있는 강도 높은 정책의 경우에는 오버슈팅 가능성이 높음.

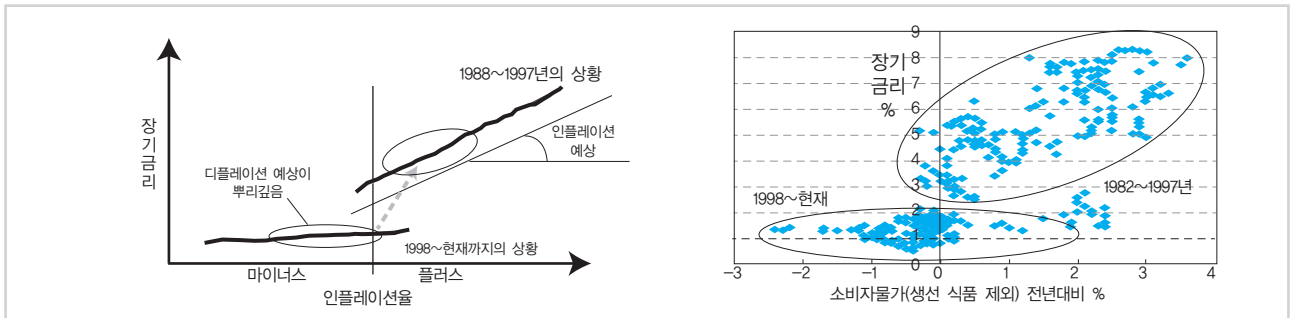
자료 : 쿠마노

4. 과거의 사례를 통해 알 수 있듯이 장기금리와 물가는 서로 연동 관계에 있음.

- 일본의 장기금리와 물가가 1997년까지 명확하게 서로 연동 관계에 있었음을 확인할 수 있는데, 강한 금융완화정책으로 인해 이 상황이 다시 재연될 가능성이 있음 (〈그림 3〉 참조).

* 쿠마노는 1997년 이전까지는 인플레이션에 대한 예상이 금리에 반영되어 장기금리와 물가가 정확하게 연동관계에 있었으나, 98년 이후에는 디플레이션의 영향으로 물가에 대한 장기금리의 민감도가 이전과 비교했을 때 낮게 나타난 것이라고 분석함.

〈그림 3〉 장기적으로 살펴본 물가와 장기금리의 상관관계



자료 : 총무성, 재무성 자료를 토대로 쿠마노 작성

5. 따라서 쿠마노는 일본은행이 시행하고 있는 금융완화정책이 성공을 거두기 위해서는 인플레이션 목표치를 낮추는 등 장기금리의 상승 억제를 최우선으로 둔 출구전략을 현재 시점에서 검토할 필요가 있다고 주장함.

- 쿠마노는 물가와 장기금리가 딜레마의 관계에 빠지지 않기 위해서는 장기금리의 상승억제를 최우선으로 하고, 그 범위 내에서 디플레이션 탈출을 목표로 삼아야 한다고 주장함.
 - * 0.5~1.0%의 범위의 낮은 수준으로 인플레이션을 목표로 설정하고 정책을 수행하면 효과적으로 금융완화를 실시할 수 있으나, 2~3%의 수준으로 목표치를 높게 설정하면 장기금리의 상승은 불가피하며 이를 억제할 경우 금융시스템에도 부메랑 효과가 발생할 수 있음.
- 따라서 쿠마노는 디플레이션 탈출을 위해 강력한 금융완화가 필수라는 견해를 우선시하고 싶다면, 장래에 발생할 수 있는 리스크를 염두에 둔 출구전략을 현재 시점에서 세우야 한다고 주장함. **KIF**