

국내경제의 일본식 장기부진 가능성 검토

2014. 5

전용식 · 윤성훈 · 채원영

머 리 말

2010년 이후 크게 하락한 경제성장률 추세가 우리 경제의 일본식 저성장, 장기부진에 대한 우려를 높이고 있다. 1980년대와 90년대 연평균 7% 이상의 높은 성장률을 보였던 우리 경제는 2000년대 들어 연평균 4% 중반대로 크게 둔화되었다. 특히 2012년 2.0%, 2013년 2.6% 등 최근 2년은 2%대로 낮아졌다. 경제성장률 둔화와 함께 금리와 물가상승률도 지속적으로 낮아지고 있어 디플레이션 우려까지 제기되고 있다. 이런 상황에서 “우리나라 경제가 일본식 장기부진으로 접어들고 있는가?”라는 의구심을 모든 경제주체들이 떨쳐버릴 수 없게 되었다.

이에 우리 원에서는 우리나라 경제가 일본이 경험했던 장기부진을 경험할 가능성을 점검하고 이 가능성을 줄이기 위한 정책 방향과 보험업권의 역할에 대한 의견을 제시하고자 「국내 경제의 일본식 장기부진 가능성 검토」를 발간하게 되었다. 이 보고서가 우리나라 경제가 장기부진에 빠지지 않고, 설사 장기부진을 경험하게 되더라도 그 기간을 단축할 수 있는 정책대안 마련에 시사점을 줄 수 있을 것이다. 또한 향후 발생할 수 있는 국민경제의 패러다임 변화에 보험산업이 적절하게 대응하고 역할을 확대할 수 있는 전략수립에 이 보고서가 도움이 되기를 바란다. 본 보고서가 우리 경제의 건전한 성장을 지속할 수 있는 기반 마련에 유익하게 활용되길 기대한다.

마지막으로 본 보고서의 내용은 연구자 개인의 의견이며 우리원의 공식적인 의견이 아님을 밝혀둔다.

2014년 5월
보 험 연 구 원
원장 강 호

■ 목차

요약 / 1

I. 연구 배경 / 9

II. 1980년대 중반 이후 일본 경제 추이 / 13

1. 주요 거시경제지표 추이 / 13
2. 자산가격 변화 / 18
3. 경제정책 변화 / 21
4. 소결 / 27

III. 일본 경제의 장기부진에 대한 연구 비교 / 29

1. 2000년대 초반 연구 / 29
2. 최근의 연구: 부채 조정 / 34
3. 일본의 장기침체 연구의 시사점 / 43

IV. 우리나라와 일본의 비교 / 46

1. 현황 / 46
2. 우리나라와 일본의 비교 / 50

V. 부채조정의 영향 분석 / 61

1. 자료 / 61
2. 선행연구와 분석모형 / 63
3. 동태적 영향 분석결과 / 66
4. 소결 / 68

VI. 정책적 시사점 / 70

| 참고문헌 | / 75

■ 목차

| 부 록 | / 79

부 록 I : 한국과 일본의 주요 거시경제 지표 / 79

부 록 II : VAR모형 추정결과 / 83

■ 표 차례

- 〈표 II -1〉 1980년대 일본의 주요 거시경제 지표 / 14
- 〈표 II -2〉 1990년대 일본의 주요 거시경제 지표 / 15
- 〈표 II -3〉 2000년대 일본의 주요 거시경제 지표 / 17
- 〈표 II -4〉 소비자물가 상승률에 대한 기여율 / 17
- 〈표 II -5〉 일본의 경기부양책 / 22
- 〈표 II -6〉 일본 은행의 수익구조 / 25
- 〈표 II -7〉 일본의 은행에 대한 공적자금 지원 규모 / 27
- 〈표 III -1〉 미국과 일본의 경제상황 비교 / 35
- 〈표 III -2〉 일본의 지출항목별 국민소득 증가율과 기여도 / 40
- 〈표 III -3〉 일본 가계의 품목별 소비지출 증가율과 기여도 / 41
- 〈표 IV -1〉 디플레이션 경험 사례 / 47
- 〈표 IV -2〉 우리나라와 주요국의 산업별 생산과 고용비중,
1인당 GNI 추이 / 52

■ 그림 차례

- 〈그림 I -1〉 일본의 경제성장률 및 소비자물가 상승률 추이 / 10
- 〈그림 II -1〉 공정한인율 및 국고채 수익률 추이 / 18
- 〈그림 II -2〉 일본의 부동산 및 주가 추이 / 19
- 〈그림 II -3〉 일본의 세수 및 재정적자 추이 / 23
- 〈그림 II -4〉 일본 은행의 부실채권 대손상각 규모와 도산 추이 / 26
- 〈그림 III -1〉 일본의 자금조달 경로 / 30
- 〈그림 III -2〉 일본 기업의 투자재원 / 31
- 〈그림 III -3〉 일본 제조업과 서비스업의 노동수요 / 33
- 〈그림 III -4〉 일본의 산업부문별 생산성 / 34
- 〈그림 III -5〉 일본 GDP 대비 회사채 순발행 추이 / 36
- 〈그림 III -6〉 일본의 대출금리 추이 / 36
- 〈그림 III -7〉 일본 은행대출 추이 / 37
- 〈그림 III -8〉 일본 기업 레버리지 / 37
- 〈그림 III -9〉 일본의 자금과부족 / 38
- 〈그림 III -10〉 일본 기업의 매출액 대비 경상이익률 / 39
- 〈그림 III -11〉 일본의 버블형성 및 버블 붕괴 과정 / 43
- 〈그림 III -12〉 수요측 설명 / 44
- 〈그림 III -13〉 공급측 설명 / 44
- 〈그림 III -14〉 부채조정기 통화정책 / 45
- 〈그림 III -15〉 부채조정기 재정정책 / 45
- 〈그림 IV -1〉 우리나라와 세계경제 성장률 추이 / 46
- 〈그림 IV -2〉 소비자물가 및 생산자물가 추이 / 47
- 〈그림 IV -3〉 우리나라 부문별 부채 규모 / 48
- 〈그림 IV -4〉 부분별 자금과부족 / 48
- 〈그림 IV -5〉 우리나라 경제의 장기 부진 및 디플레이션 발생 가능성 / 50
- 〈그림 IV -6〉 주요국 1인당 GNI 추이 / 51
- 〈그림 IV -7〉 경제성장률(일본) / 53
- 〈그림 IV -8〉 경제성장률(한국) / 53

■ 그림 차례

- 〈그림 IV-9〉 소비자물가상승률(일본) / 53
- 〈그림 IV-10〉 소비자물가상승률(한국) / 53
- 〈그림 IV-11〉 GDP대비 재화수출(일본) / 54
- 〈그림 IV-12〉 GDP대비 재화수출(한국) / 54
- 〈그림 IV-13〉 GDP대비 재화수입(일본) / 54
- 〈그림 IV-14〉 GDP대비 재화수입(한국) / 54
- 〈그림 IV-15〉 GDP대비 경상수지(일본) / 54
- 〈그림 IV-16〉 GDP대비 경상수지(한국) / 54
- 〈그림 IV-17〉 GDP대비 가계의 자금잉여(일본) / 55
- 〈그림 IV-18〉 GDP대비 가계의 자금잉여(한국) / 55
- 〈그림 IV-19〉 GDP대비 기업의 자금부족(일본) / 56
- 〈그림 IV-20〉 GDP대비 기업의 자금부족(한국) / 56
- 〈그림 IV-21〉 가계와 기업의 GDP대비 부채 비율(한국) / 57
- 〈그림 IV-22〉 가계와 기업의 GDP대비 부채 비율(일본) / 57
- 〈그림 IV-23〉 국내 기업의 회사채 발행 현황 / 57
- 〈그림 IV-24〉 국내 기업의 대출규모와 증가율 / 57
- 〈그림 IV-25〉 65세 이상 인구비중 추이(일본) / 58
- 〈그림 IV-26〉 65세 이상 인구비중 추이(한국) / 58
- 〈그림 IV-27〉 전체인구대비 출생인구(일본) / 59
- 〈그림 IV-28〉 전체인구대비 출생인구(한국) / 59
- 〈그림 IV-29〉 일본 1990년 인구피라미드 / 59
- 〈그림 IV-30〉 한국 2010년 인구피라미드 / 59
- 〈그림 V-1〉 경제성장률과 경제주체별 금융부채 추이 / 62
- 〈그림 V-2〉 생산가능인구 1인당 가계부채 증가율과 기업부채 증가율(좌), 가계
부채 증가율과 생산가능인구 증가율(우) 추이 / 62
- 〈그림 V-3〉 주요 변수들의 충격에 대한 실질GDP증가율의 반응 / 67
- 〈그림 V-4〉 주요 변수들의 충격에 대한 GDP디플레이터의 반응 / 68

Should Korean economy be similar to long term slowdown of Japan economy?

As real GDP growth rate and inflation rate in Korea have been decreasing for last four to five years, the concern of Korean economy's being long term sluggish like Japan's lost decades has been emerged. We reviewed literature on Japan's lost decades and listed up a several key factors. The recent literature has suggested that household and non-financial companies debt adjustment could be a major reason why it has been taking so long for Japan economy to recover.

Several similarities including aging population, low growth rate of productivity, sluggish domestic demand, portion of manufacture and service industry suggest that Korea economy could be on the similar track of long term economy slowdown as Japan has been suffering. In addition, we found empirical evidence such that household and non financial companies debt adjustment could lower Korea real GDP growth rate and inflation rate for a long time.

The results suggest that household and non financial companies' debt management based on their financial solvency should be important for Korea economy not to be in similar situation as Japan. If debt adjustment and economy's slowdown should be inevitable, government's fiscal policy would be a key policy tool to boost up economy according to Japan's lesson learned. However, due to aging population's huge demand for social security, government's fiscal soundness might be harmed. In order to keep government's fiscal soundness, the role of insurance industry should be important.

요 약

I. 연구 배경

- 우리나라 경제는 인구 고령화와 부동산가격 하락 속에 저성장·저물가 현상이 장기화되면서 일본과 같은 경제의 장기부진 우려가 확산되고 있음.
 - 1980~90년대 경제성장률이 연평균 7%에서 2000년대 들어 연평균 4% 중반대로 둔화되었고 2010년 이후 2% 수준으로 하락하였음.
 - 경제성장률 둔화와 함께 금리와 물가상승률도 지속적으로 낮아지고 있어 디플레이션 우려까지 제기되고 있음.

- 본 보고서는 우리나라 경제의 일본식 장기부진 가능성을 검토하고 일본 경제의 장기부진 원인으로 최근 제기되고 있는 부채 조정이 우리나라 경제에 미치는 영향에 대해 분석하고자 함.
 - 글로벌 금융위기 발생으로 이미 자산가격 거품 붕괴를 경험하였고 경제가 장기간 부진에 빠져있는 일본 사례(1980년대 말부터 글로벌 금융위기 이전)가 다시 조명을 받고 있음.
 - 1990년대 이후 지속되어 온 일본 경제의 장기부진 원인에 대해 2000년대 초반의 연구와 최근의 연구를 비교·정리하는 한편, 이를 바탕으로 우리나라 경제의 장기부진 가능성에 대한 시사점을 제시하고자 함.
 - 글로벌 금융위기 이후 일본 경제의 장기부진 원인으로 부채 조정이 주목받고 있는데, 우리나라에서도 가계와 기업의 부채 조정이 본격화될 경우 일본과 같은 장기부진에 빠질 수 있는지를 실증적으로 분석하고자 함.

- 분석결과를 바탕으로 우리경제의 장기부진 위험을 줄일 수 있는 정책 방향과 보험산업의 역할 확대에 대한 의견을 제안하고자 함.

II. 1980년대 중반 이후 일본 경제 추이

- 1980년대 중반부터 1990년까지 기간 중에는 플라자 합의 이후 통화정책 및 재정정책을 통한 경기부양정책과 대규모 경상수지 흑자에 의한 풍부한 유동성으로 일본 경제는 자산가격 상승 속에 호황을 지속하였음.
 - 통화정책으로 인한 저금리, 자산가격 상승으로 가계와 기업은 주식과 부동산 매입을 확대하였고 일본 은행들은 부동산담보대출을 확대하였음.
 - 이 과정에서 자산가격 상승세가 가속화 되었고 일본 중앙은행은 미국의 블랙 먼데이의 충격으로 금리 인상 시기를 놓쳐 자산가격 거품이 형성되었음.

- 1991년부터 1996년까지 기간 중에는 자산가격 거품을 우려한 일본 중앙은행의 급격한 금리 인상과 독일의 통일로 인한 자금 이탈로 일본의 자산가격은 폭락하였고 일본 경기는 급격히 위축되었음.
 - 정부, 가계, 기업은 부동산 가격이 다시 반등할 것으로 예상하여 부실대출 처리 및 구조조정에 적극적이지 않았으나, 경기부양을 위한 재정지출 확대로 정부부채는 빠른 속도로 증가하였음.

- 1997년부터 글로벌 금융위기 이전까지 기간 중에는 일관적이지 못한 재정정책으로 일본 경제는 여러 차례 침체를 경험하였고, 이로 인해 잠재부실 문제가 현실화됨에 따라 일본 은행들은 파산하였음.
 - 일본 정부는 제로금리 정책과 공적자금 투입으로 은행시스템의 붕괴를 막는 한편 경기부양책을 동원하여 저성장이나마 지속될 수 있었음.
 - 소비와 투자는 회복하지 못했으나 경상수지 흑자로 엔화 가치는 절상되었고 이로 인해 디플레이션이 초래되었음.

Ⅲ. 일본 경제의 장기부진에 대한 연구 비교

- 2000년대 초반까지 일본 경제의 장기부진 원인으로 일본 경제의 구조적 문제나 금융부실, 경제정책 실패, 생산성 감소 등이 주로 거론되었음.
 - 구조적인 문제로 주로 거론되었던 것은 부실기업 구조조정 지연과 규제에 의한 낮은 경제 효율성이었는데, 이로 인해 통화정책과 재정정책 효과가 크지 않아 일본 경제가 장기부진에 빠졌다는 주장임(Lincoln 2005; Bernanke 2004; Nanto 2009 등).
 - 금융부실 및 처리 지연으로 은행의 자금공급 여력이 줄어들어 은행의 자금중개기능이 훼손되었다는 점이 일본 경제 장기부진의 원인이라는 주장임(Bayoumi 1999; 박대근 2002 등).
 - 재정정책 실패, 제로금리 정책 시행 지연 등 거시정책 실패로 일본 경제는 장기부진에 빠졌고 2000년대 초에라도 양적완화 정책을 시행했어야 했다는 평가가 제기되었음(유재원 2002; Bernanke 2003; Krugman 1998).
 - 생산성 측면에서는 일본 서비스산업의 생산성 저하가 경제 전체의 총요소생산성 둔화로 이어져 경제가 장기간 저성장했다는 것임(Hayashi and Prescott 2001).
- 최근 들어 앞에서 기술한 이유로 인해 일본 경제가 어려움에 처하게 된 것은 일부 맞지만 일본 경제의 장기부진을 설명하기에는 충분하지 않다는 견해가 나타나고 있음.
 - 일본 서비스산업의 생산성 정체로 전 산업 생산성이 둔화된 것은 사실이나 이는 Baumol(1967)의 가설에서도 언급되듯이, 제조업의 생산성 상승이 서비스산업의 생산성 하락으로 이어지는 경향이 있기 때문임.
 - 미국과 영국의 1980년대 구조조정 경험이 일본의 장기부진 완화를 위해 필요했다는 주장은 장기부진 원인이 미국의 경우는 공급 부족, 일본의 경우는 수요 부족이기 때문에 적용이 어렵다는 평가임(Koo 2008).

- 금융중개기능 훼손이 장기부진의 원인이라면 신용경색 현상이 발생했어야 하는데 이 같은 현상은 미미했거나 나타나지 않았다는 평가임.
- 자산가격 폭락으로 경제주체의 위험성향이 확대되면서 기업의 투자가 위축되었고 기업의 부채 조정이 본격화되면서 자산가격 하락과 투자 감소가 추가 확대되는 악순환으로 장기부진이 지속되었다는 연구 결과가 제시됨.
 - Horioka(2006)는 1991년부터 2003년까지 일본 기업들의 투자와 소비가 1980년대에 비해 큰 폭으로 둔화된 점을 실증적으로 제시하였고, 소비와 투자 감소가 장기부진의 원인일 수 있다는 점을 제시하였음.
 - Koo(2008)와 Nanto(2009)는 일본 기업들이 제로금리하에서도 투자를 하지 않고 부채를 상환해왔다는 점을 근거로 기업의 부채 조정에 의한 장기적인 투자 부진이 일본 경제의 장기부진 원인이라고 주장함.
 - Brunnermeier and Sannikov(2011)는 자산가격 폭락 → 기업의 순자산가치 하락 → 부채조정 → 투자감소의 악순환 고리가 형성되어 기업의 위험자산 투자 부진이 장기화될 수 있음을 이론적으로 증명함.
- 일본 경제의 장기부진 원인에 대한 연구 결과들은 부채조정이 장기화될 경우 재정정책이 경기부양의 유일한 수단임을 제시함.
 - 기업의 부채 조정으로 투자가 감소할 경우에는 통화정책을 확대하더라도 총수요가 증가하지 않아 정책효과가 발생하지 않을 수 있다는 점임.
 - 이에 반해 재정정책은 부채조정 시기에도 총수요를 증가시킬 수 있는데, 이는 자산가격 하락 이후 부채를 조정하는 과정에서 재정정책이 경기침체를 막을 수 있는 유일한 정책 수단이라는 점을 의미함.

IV. 우리나라와 일본의 비교

- 2000년대 들어 우리나라의 경제성장률과 물가상승률이 둔화되며 저성장·저물가 장기화에 대한 우려가 커지고 있음.
 - 2000년대 들어 설비투자율과 소비부진이 지속되며 수요 부진에 의한 경제성장률과 잠재성장률이 하락이 지속되고 있고, 인구 고령화가 세계에서 가장 빠른 속도로 진행되고 있어 공급 부진에 의한 장기 저성장도 우려되는 상황임.
 - 경상수지 흑자로 인한 원화가치가 절상과 국제원자재 가격 안정으로 수입 물가가 하락하고 있는데, 이는 생산자물가가 하락 및 소비자물가상승률을 낮추어 디플레이션 가능성도 제기하고 있음.

- 부동산 시장 침체가 지속되고 있고 기업과 가계의 부채수준은 위험수위에 도달한 상황이기 때문에 부채조정이 본격화될 경우, 일본과 유사한 장기부진이 발생할 우려가 커지고 있음.
 - 가계의 자금잉여 규모가 늘어나고 있고 기업의 자금부족 규모가 줄어들고 있어 가계는 소비를, 기업은 투자를 줄이고 있는 것으로 보임.
 - 부동산 가격이 일본의 경우와 같이 폭락한 것은 아니지만 수도권만을 볼 때 부동산 가격이 크게 하락하였음.

- 일본과 우리나라에서 공통적으로 관측되는 현상은 세 가지로 요약할 수 있는데, 이러한 현상들은 우리나라 경제의 장기부진 위험을 높이고 있음.
 - 세 가지 현상은 첫째, 내수 위축과 대외부문 확대, 둘째, 가계의 자금잉여 증가와 기업의 자금부족 규모 감소, 셋째, 인구구조의 유사성임.
 - 1인당 GNI와 제조업 비중을 고려할 경우 일본의 1980년대 후반과 우리나라의 2012년 경제상황이 유사한 것으로 보이고, 경제성장률과 물가상승률이 둔화되는 추세가 매우 유사하게 나타남.

- GDP대비 총고정자본형성 비중 축소, 민간소비 비중 확대, 그리고 대외부문 비중이 확대되는 모습들이 우리나라와 일본에서 유사하게 관측되고 있음.
- 기업의 자금부족 규모의 경우 일본은 1990년대 초부터 줄어들기 시작했고 우리나라는 IMF외환위기 이후 크게 줄어들었고, 가계의 자금잉여 규모의 경우 일본은 1980년대 중반부터 줄어들었다가 2000년대 초반부터 증가하고 있는데 우리나라는 2000년대 초반 감소한 후 최근 늘어나고 있음.
- 인구구조의 경우 1980년대 후반 일본의 65세 이상 인구비중이 12% 내외인데 비해 우리나라의 경우 2012년 65세 이상 인구비중이 12% 내외임.

V. 부채조정의 영향 분석

- 일본 경제의 장기부진에 영향을 미친 것으로 분석된 부채조정(감소)의 영향이 우리나라 경제에도 유사한 영향을 미치는 지를 분석하고, 이에 따른 정책적 시사점을 제시하고자 함.
 - 가계와 기업의 부채조정이 우리나라 경제성장률과 물가상승률에 미치는 동태적 영향을 분석하여 부채조정이 본격화될 경우, 우리나라 경제가 장기부진에 빠질 수 있는지를 분석함.
- 실증분석 결과 가계부채의 감소와 기업부채 감소가 실질GDP성장률을 둔화시키고 가계부채 조정의 영향이 장기간 지속되는 것으로 나타났음.
 - 1972년부터 2012년까지 연간자료를 사용하였고, 실질GDP성장률, 물가상승률(GDP디플레이터 상승률), 생산가능인구 1인당 가계부채 증가율, 명목GDP대비 기업부채 비율 증가율 변수들의 동태적 영향을 분석하였음.
 - 실질GDP성장률과 물가상승률에 미치는 부채조정의 충격은 단기적으로는 기업부채가, 장기적으로는 가계부채 조정이 더 큰 것으로 추정됨.

- 분석 결과에 따르면 일본이 경험했던 부채조정으로 인한 경제의 장기부진 현상이 우리나라에서도 발생할 가능성이 높은 것으로 보임.
- 가계와 기업 부채의 적정한 관리가 우리나라 경제의 장기부진 위험을 줄일 수 있는 방안이라는 점을 시사함.
- 부채총량을 급격히 줄이는 것은 가계와 기업에게 큰 충격이 될 것이고 그 영향은 더욱 장기화될 수 있을 것으로 나타나, 상환여력을 고려한 부채관리의 중요성이 더욱 크다고 볼 수 있음.

VI. 정책적 시사점

- 최근의 일본 장기부진에 대한 연구를 종합해 보면, 경제의 장기부진을 방지하기 위해서는 경기부양을 위한 거시정책과 구조조정 등의 미시정책 간의 조화가 필요하며, 특히 경제 부진이 부채조정에 의한 내수 부족에서 비롯된 것일 경우 부채조정이 완료되기까지 적자재정이 불가피하다는 시사점을 얻을 수 있음.
- 우리나라에서 최근 부채조정의 조짐이 나타나고 있는데다 경제 상황이 일본의 1980년대 후반과 1990년대 초반과 유사하여 일본과 같은 정책실패가 나타난다면 우리 경제가 일본식 장기부진에 빠질 가능성이 높음.
- 아직까지 부채조정이 본격화되었다고 보기 어려우나 기업의 부채비율이 2008년 이후 둔화되고 있고 가계부채 증가율도 둔화되고 있음.
- 부채조정이 본격화될 경우 부채조정이 진행되는 기간 동안 우리 경제가 활력을 상실할 가능성도 배제할 수 없음.
- 실증분석 결과도 부채조정이 본격화될 경우 우리나라 경제성장률과 물가 상승률이 장기적으로 둔화되는 것으로 나타나 부채관리의 중요성을 시사하고 있음.

- 우리 경제가 장기부진에 빠지지 않도록 하기 위해서는 상환 가능성을 고려한 부채관리가 필요하고 부채조정에 빠질 경우에는 부채조정 기간을 최소화할 수 있는 정책이 필요함.
 - 가계부채와 기업부채 관리를 통해 급격한 부채조정이 발생하지 않는 정책이 필요한데, 특히 부동산 가격 연착륙을 유도할 수 있는 정책적 노력이 지속되어야 함.
 - 부채조정 기간 중 발생할 수 있는 경기침체를 방지하기 위해서는 총수요 관리 정책이 필요한데 정책효과를 높이기 위해서는 재정정책이 필요하며, 이를 위해서는 공기업 구조조정 등을 통해 선제적으로 재정의 효율화를 도모해야 함.
 - 부채조정 기간을 최소화하기 위해서는 내수가 확대되어야 하는데, 이를 위해서는 경제주체의 위험회피성향을 줄여 기업의 투자와 가계의 소비를 촉진하는 방안이 모색되어야 함.
 - － 가계의 소비여력을 유지하기 위해서는 일자리 창출이 필요하고 이를 위해서는 서비스산업 육성과 생산성 제고가 요구됨.
 - － 서비스산업 육성과 생산성 제고를 위한 투자의 주체는 기업인데 기업의 투자를 촉진할 수 있는 규제개혁이 수반되어야 함.
- 경제주체의 불확실성을 감소시킬 수 있는 보험산업의 역할 확대가 필요함.
 - 경기부양을 위한 재정정책 여력이 복지 재정지출 등으로 소진되지 않도록 사회안전망의 한 축으로서 보험산업의 역할 제고가 중요함.

I. 연구 배경

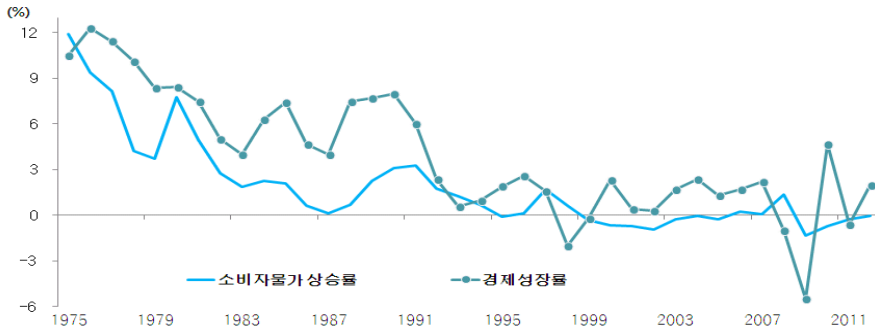
미국의 서브프라임 모기지 부실에서 시작된 글로벌 금융위기는 5년이 지난 현재 어느 정도 진정되었고 실물경제도 미약하나마 2013년 하반기부터 회복되는 조짐을 보이고 있다. 이에 따라 2014년 들어 미 연준이 양적완화정책을 축소하는 등 출구전략(Exit Strategy)을 시작하였다. 그러나 양적완화정책 축소로 인해 신흥국 금융시장 불안이 확대되고 있고 미국의 경기회복 속도가 빠르지 않기 때문에 양적완화정책은 단계적으로 그리고 점진적으로 축소될 것으로 예상된다.

글로벌 금융위기의 근본적인 원인은 부채 문제라고 할 수 있다. 2000년대 들어 물가안정을 바탕으로 유동성이 풍부하게 공급됨에 따라 전 세계적으로 가계 등 민간부문의 부채가 크게 확대되었으며, 과도한 레버리지에 따른 신용팽창이 부동산 시장의 거품을 가져왔다. 레버리지 확대가 더 이상 어려워지자¹⁾ 부동산 시장의 거품이 꺼지게 되었고, 이에 따른 손실로 금융기관은 유동성과 자본이 부족해지고 금융중개기능이 훼손되었으며, 기업과 가계는 투자와 소비를 줄이게 되어 경기가 침체되었다. 이에 정부는 금융중개기능을 회복시키고 위축된 수요를 제고하기 위해 유동성을 거의 무제한 공급하는 한편 재정지출을 대규모로

1) 자산가격 거품 발생과 붕괴는 주로 자기실현적 기대에 의해 설명되나, Reich(2011)는 1930년대 미 연준 총재였던 Marriner Eccles의 주장을 인용하며 소득분배 악화가 소비 여력을 줄이고 이는 차입을 통한 자산 매입을 유도하여 부채 증가 및 자산가격 거품을 초래하는데 더 이상의 차입이 어려워지게 되면 거품이 붕괴된다고 설명하였다. 실제로 미국에서 소득분배가 가장 악화되었던 시기는 1929년 대공황 발생 직전과 2007년 서브프라임 모기지 부실 발생 직전이었다. 이러한 시각에서 Reich(2011)는 대공황 이후 소득분배를 개선하려는 정책이 시행된 것과는 달리 글로벌 금융위기 이후 정책은 금융시장 안정에만 초점을 맞추고 있다고 비판하였다. 그러나 최근 들어 G20 정상회의에서나 다보스 회의 등에서 소득분배구조 개선의 중요성이 거론되기 시작하였다.

확대하였다. 이의 부작용으로 선진국의 경우 정부의 재정 건전성이 악화되었으며, 일부 남유럽 국가들은 재정위기를 겪게 되었다.²⁾ 또한 신흥국으로 막대한 자금이 유입 및 유출됨에 따라 이들 국가의 금융시장 변동성이 확대되었다. 주요 선진국 주가는 거품마저 우려되고 있다.

〈그림 I-1〉 일본의 경제성장률 및 소비자물가 상승률 추이



자료: 일본은행.

글로벌 금융위기 발생으로 이전에 이미 자산가격 거품 붕괴를 경험하였고 경제가 장기간 부진에 빠져있는 일본 사례(1980년대 말부터 글로벌 금융위기 이전)가 다시 조명을 받고 있다.³⁾ 2000년대 초반까지만 하더라도 일본의 장기부진⁴⁾을 거시경제정책 실패와 금융기관 부실로 인한 신용경색, 그리고 구조조정 지연 및 일본 경제 시스템의 비효율성 등에 의한 생산성 하락과 인구 고령화 등

2) 정부의 재정지출 확대에 경기가 회복될 경우 세수가 늘어나게 되어 일시적으로 악화되었던 재정 건전성이 개선될 수 있으나 유럽의 경우 경기가 회복되기 전에 재정 건전성 문제가 불거졌다.

3) 1990년대 일본의 부동산 및 주가 하락으로 발생한 손실이 14조 달러로 일본 GDP의 약 3배에 달하며(Koo 2008; Nanto 2009), 2008년 글로벌 금융위기로 발생한 손실은 전 세계적으로 약 50조 달러로 전 세계 GDP와 유사한 규모(Loser 2009)이다.

4) 일본의 장기 저성장의 경우 미국의 대공황에 견주어 대침체(Great Recession)로 평가되기도 한다(Kuttner and Posen 2001; Hayashi and Prescott 2004). 그러나 경제성장률이 1930년과 1932년 매년 -6%를 기록하였던 미국의 대공황 당시와는 달리 일본의 경우 마이너스 성장을 기록한 기간도 짧고 저성장이나 플러스 성장을 지속하였기 때문에 장기침체보다 장기부진이 적합한 표현으로 생각된다.

구조적 문제로 설명하였다. 즉, 일본 경제의 장기부진은 수요측면과 공급측면에서 모두 문제가 있었기 때문이라는 것이다(Nanto 2009). 그러나 최근 들어 일본의 경우 신용경색과 생산성 하락 등의 문제는 크지 않았고, 자산가격 폭락 이후 가계 및 기업의 부채조정 과정에서 통화정책이 효과가 없으며, 정부지출 확대만이 경제가 위축되는 것을 막을 수 있었다는 민간의 경제행태 변화에 기반한 새로운 해석(Koo 2008; Nanto 2009)이 등장하였다. 이러한 해석은 경제의 거시 및 미시정책 실패 이외에도 가계와 기업의 부채조정에 의한 수요 부진, 즉 행태 변화가 디플레이션을 유발하고 디플레이션이 다시 수요 부진을 가속화하는 등의 악순환을 발생시킨 것으로 보고 있다. 부연하면 부채조정이 마무리될 때까지 경기부진은 불가피할 수 있다는 것이다.

우리나라의 경우 부동산 경기가 부진에서 벗어나지 못하고 있다. 수도권 지역만 놓고 볼 때 사실상 부동산 가격은 크게 하락하였다고 해도 과언은 아니다. 가계 및 기업의 부채 증가 속도가 둔화되는 등 부채조정도 시작되는 모습을 보이고 있다. 빠르게 진행되고 있는 인구 고령화 정도도 1980년대 후반에서 1990년대 초반 일본과 유사한 수준이다. 또한 내수부진에 의한 막대한 경상수지 흑자로 인해 원화가 강세를 보이는 상황에서 국제 원자재 가격 하락으로 수입물가 및 생산자물가도 하락하고 있어 디플레이션(Deflation)⁵⁾마저 우려되고 있다. 이 역시 1990년대 초반의 일본과 유사하다. 따라서 내생적 혹은 외생적 충격에 의해 부채조정이 본격화될 경우 우리 경제도 일본과 같은 장기부진 및 디플레이션 발생 가능성을 배제할 수 없어 보인다.⁶⁾ 이러한 시각에서 볼 때 일본의 사례와

5) Deflation과 Disinflation은 다음과 같이 구분된다. Deflation은 물가가 하락하는 것을, Disinflation은 물가상승률이 둔화되는 것을 의미한다.

6) 우리나라의 경우 일본에 비해 내수 비중이 작아 내수 부진에 의한 경기의 장기부진 가능성이 그만큼 높지 않다는 비판이 있을 수 있다. 그러나 수출이 내수에 미치는 파급효과나 고용창출 효과 등이 지속적으로 줄어들고 있고 수출 대기업 성장의 낙수 효과 역시 더 이상 기대하기 어렵다는 주장이 설득력을 얻고 있다. 수출만으로 우리나라 경제를 견인하기에는 한계에 달했다. 정부가 서비스산업 성장 등 내수 회복 없는 잠재성장률 수준의 경제회복이 어렵다고 판단하여 이를 육성하기 위해 노력하는 이유도 여기에 있다.

최근의 해석은 우리나라에 많은 시사점을 제공한다고 하겠다.

본 보고서는 1990년대와 2000년대 일본 경제의 장기부진 원인에 대해 2000년대 초반의 연구와 최근의 연구를 비교·정리하는 한편, 이를 바탕으로 우리나라 경제의 장기부진 가능성에 대해 검토하고자 한다. 또한 부채조정, 인구 고령화 등 우리나라 경제의 장기부진을 가져올 수 있는 요인들의 영향을 실증분석을 통해 추정해 보고 경기부진을 완화하기 위한 정책의 우선 순위도 생각해 보도록 하겠다.

본 보고서의 구성은 다음과 같다. II장에서 1980년대 중반 이후 일본의 거시 경제 추이, 자산가격 변화, 정책대응 등을 살펴보았다. III장에서는 일본경제의 장기부진에 대한 연구를 정리하였다. IV장에서는 우리나라 경제의 일본식 장기부진 가능성을 일본의 경제 상황과 우리나라와의 비교를 통해 검토하였고, V장에서는 가계 및 기업의 부채조정이 국내 경제에 미치는 영향을 실증분석을 통해 분석하였다. 마지막 VI장에서는 본 보고서의 결론 및 정책적 시사점을 제시하였다.

Ⅱ. 1980년대 중반 이후 일본 경제 추이

일본의 경우 1990년대 들어 주가와 부동산 가격이 폭락한 이후 장기간의 경기부진에 빠지게 되었다. 이하에서는 1980년대 중반 이후 일본의 주요 경제지표 및 자산가격 추이, 그리고 자산가격 폭락 및 경기부진에 대응한 경제정책 등을 정리하였다.

1. 주요 거시경제지표 추이

1980년대까지만 하더라도 일본 경제는 세계 경제의 롤 모델이었으며, 영·미의 경제 시스템보다 일본의 경제 시스템이 우월한 것으로 평가되었다. 심지어 MIT 대학의 경제학과 교수들은 1980년대 말에 「Made in America」라는 책을 발간하여 자본시장보다는 은행 중심의 금융 시스템, 그리고 단기성과보다는 장기적 시각에서의 경영성과 평가, 고용 안정 등을 특징으로 하는 일본의 경제 및 경영 시스템을 미국이 도입할 필요가 있다고 주장하였다.⁷⁾

일본의 자산가격에 거품이 발생한 단초는 미국에 대한 일본의 막대한 무역수지 흑자였다. 일본이 막대한 흑자를 지속함에 따라 미국과 통상마찰이 발생하였고, 1986년 플라자 합의(Plaza Agreement)를 통해 미 달러화에 대해 엔화를

7) 그러나 일본이 자산가격 폭락으로 경제적 어려움에 처하였고, 반면에 미국은 1990년대 초반 이후 IT 혁명을 기반으로 신경제(New Economy)로 불리울 정도로 장기호황이 지속됨에 따라 다시 자본시장과 신자유주의에 기반한 영·미의 경제 시스템이 세계경제의 롤 모델이 되었다. 이에 대해 Krugman(2000)은 당시의 경제성장에 의해 경제시스템이 평가를 받기 때문에 어느 시스템이 우월하다고 단정할 수 없으며, 일본 경제가 회복될 경우 일본의 경제 시스템이 다시 주목을 받을 수 있다고 주장하였다.

50% 절상시켰다. 그리고 재정정책을 통해 일본의 내수를 진작시켜 수입을 늘리기 위한 루브르 합의(Louvre Accord)가 이루어졌다. 일본의 중앙은행은 플라자 합의 이후 수출 위축으로 경제가 부진해질 것을 우려하여 통화정책을 완화하였다. 이러한 재정정책과 통화정책에 힘입어 경기는 호황을 지속하였고 경상수지 흑자는 크게 감소하지 않았다.⁸⁾ 대내외적으로 풍부하게 공급된 유동성을 바탕으로 자산가격이 빠르게 상승⁹⁾하였다. 그러나 1980년대 말 자산가격 거품을 우려한 일본 중앙은행이 재할인율을 인상하는 등 통화정책을 긴축으로 전환하였고 이후 1990년 들어 주가 등 자산가격이 폭락하기 시작하였다. 또한 독일의 통일로 인해 막대한 자금이 일본 등 주요 선진국에서 독일로 이동한 것도 일본의 자산가격 하락에 영향을 미쳤다.

〈표 II-1〉 1980년대 일본의 주요 거시경제 지표

(단위: %, 엔, 억 달러)

구분	1982	1984	1986	1988	1990
경제성장률	3.4	4.5	2.8	7.1	5.6
CPI 상승률	2.8	2.3	0.6	0.7	3.1
국고채 금리	-	-	-	5.0	7.1
엔/달러환율	249.2	237.6	168.4	128.1	144.8
경상수지	68.5	350.0	858.8	792.5	440.8

자료: 일본 내각부, BOJ, Bloomberg.

일본의 경제성장률은 1991년까지 이전의 흐름을 유지하였으나 자산가격 폭락의 영향을 받아 1992년부터 크게 하락하였다. 경기부양책 실행¹⁰⁾에도 경제성장률은 이전 수준을 회복하지 못하였고 1995년까지 1.0% 내외의 저성장이 지속되었다. 특히 소비가 크게 부진해졌고 소비자물가상승률도 소비 부진이 반영되

8) 엔화가 평가절상되었음에도 불구하고 일본의 수출 기업들은 이러한 환율 변화를 달러화 표시 수출가격에 반영하지 않았으며 자체적으로 흡수하였다. 이에 따라 수출은 감소하지 않았다.

9) 본 보고서 II장 2절 자산가격 추이에 정리하였다.

10) 본 보고서 II장 3절 경제정책 변화 부분에 정리하였다.

어 0% 수준으로 낮아졌다. 이에 반해 경상수지 흑자는 내수 부진으로 인해 오히려 확대되었다.¹¹⁾

그러나 1996년 들어 경제성장률이 2.6%로 크게 개선되었다.¹²⁾ 경제 성장률이 높아지자 일본 정부는 경기부양을 하지 않더라도 일본 경제가 민간 부문에 의해 성장할 수 있을 것으로 판단하였다(박대근 2002). 일본 정부는 경기부양으로 악화된 재정 건전성을 개선하고자 1997년 소비세율을 3%에서 5%로 인상하였다. 또한 재정구조개혁법(Financial Structural Reform Act) 제정 등을 통해 총 9조 엔에 달하는 긴축재정정책을 시행하였다(Koo 2008).

〈표 II-2〉 1990년대 일본의 주요 거시경제 지표

(단위: %, 엔, 억 달러)

구분	1992	1994	1996	1998	2000
경제성장률	0.8	0.9	2.6	-2.0	2.3
민간소비	2.1	2.3	2.3	-0.8	0.4
설비투자	-7.4	-5.8	1.7	-5.8	6.5
정부소비	2.7	3.5	3.0	1.2	4.6
정부부채(GDP 대비)	71.2	83.4	99.0	118.3	140.2
CPI 상승률	1.7	0.7	0.1	0.7	-0.7
국고채 금리	5.3	4.4	3.1	1.5	1.8
엔/달러환율	126.7	102.1	108.8	130.8	107.8
경상수지	1,125.7	1,302.6	657.9	1,187.5	1,196.6

자료: 일본 내각부, BOJ, Bloomberg.

그러나 정부 예상과는 달리 민간부분에 의한 경제회복이 이루어지지 않았다. 재정긴축으로 인해 1998년 경제성장률이 -2.0%를 기록하는 등 경기가 오히려 침체로 전환되었다.¹³⁾ 이 당시 아시아 외환위기가 겹친 것도 경기가 침체로 전

11) 경상수지 흑자가 확대된 것은 내수 부진에 따른 것이며, 이것은 여전히 일본 상품에 대한 해외 수요가 지속되었다는 것을 의미하기 때문에 공급 측면에서 일본 경제에 문제가 심각하지 않았다는 것을 시사한다고 하겠다.

12) 일본 경제가 자산가격 폭락의 충격에서 벗어난 것인지에 대해서는 상반된 의견이 대립한다. 이에 대해서는 본 보고서 II장 3절을 참조하기 바란다.

환된 이유 중의 하나이다. 경기 침체는 잠재해 있던 금융기관의 부실문제를 심화시켰고 이와 함께 금융기관의 도산을 불러왔다.¹⁴⁾ 또한 디플레이션도 1998년부터 지속되는 모습을 보였다.

경기가 침체로 전환되자 일본 정부는 다시 재정지출을 확대하였다. 이에 경제성장률이 회복되는 모습을 보이자 2001년 고이즈미 행정부는 또 다시 재정 건전성 개선을 위해 신규발행 국채 한도를 제한(30조 엔)하였다. 이는 재정 건전성 문제가 불거지면 일본의 금융 시스템도 무너질 수 있다는 우려가 등장하였기 때문이다.¹⁵⁾ 그런데 이러한 재정적자 축소 정책이 시행되던 시기에 전 세계적으로 IT 거품이 꺼졌고, 미국의 9.11 테러사건 발생으로 글로벌 경제의 불확실성이 확대되면서 일본 경제는 다시 침체에 빠지게 되었다. 이에 일본 정부는 2003년 신규발행 국채 한도를 폐지하였으며, 일본 경제는 최근까지 저성장을 지속하고 있다. 소비와 투자 부진 역시 계속되고 있어 사실상 일본 경제는 재정적자에 의해 저성장이나마 양(+)¹⁶⁾의 성장을 유지하고 있다고 해도 과언은 아니다. 결과적으로 정부부채 규모는 계속해서 증가하여 세계에서 가장 높은 수준을 보이고 있다. 금리(10년 만기)는 제로금리정책에 의해 2000년대 들어서도 1% 수준에서 유지되어 왔다.

13) 1996년의 경제성장률 회복에 따라 자산가격 폭락에 따른 일본의 경기부진은 1995년에 끝났고, 이후의 경기부진은 정책실패와 구조조정 지연에 의한 것으로 평가되어 왔다. 그러나 1996년의 경제성장률 회복은 칸사이(관서) 대지진 이후 일시적으로 개선된 건설경기과 1997년 소비세율 인상 이전에 내구재 수요가 증가하였기 때문이라는 주장도 있다(Nanto 2009).

14) 1997년 11월 산요증권 도산 이후, 홋카이도타큐쇼은행, 야마이치증권 등의 도산이 이어졌다.

15) 자산가격 폭락 이후 일본 기업은 부채를 조정하는 과정에서 자금을 수요하지 않았고 적자재정을 위해 발행된 국채의 대부분은 은행이 매입하였다. 따라서 재정 건전성 문제가 야기되면 국채 가격이 하락하고 이는 은행 부실을 악화시키게 된다.

〈표 II-3〉 2000년대 일본의 주요 거시경제 지표

(단위: %, 엔, 억 달러)

구분	2002	2004	2006	2008	2010
경제성장률	0.3	2.4	1.7	-1.0	4.7
민간소비	1.2	1.2	1.1	-0.9	2.8
설비투자	-5.2	3.5	4.0	-2.6	0.3
정부소비	2.6	1.5	0.0	-0.1	1.9
정부부채(GDP 대비)	164.0	180.7	186.0	191.8	216.0
CPI 상승률	-0.7	0.0	0.2	1.4	-0.7
국고채 금리	1.3	1.5	1.7	1.5	1.2
엔/달러환율	125.2	108.1	116.3	103.3	87.7
경상수지	1,124.5	1,720.6	1,705.2	1,593.6	2,039.2

자료: 일본 내각부, BOJ, Bloomberg.

한편 자산가격 거품 붕괴 이후 일본 엔화의 가치는 1998년과 2002년을 제외하고 계속해서 절상되어 왔다. 이는 기본적으로 일본의 막대한 경상수지 흑자 지속에 기인하였으며, 경제성장률이 회복되자 경상수지 흑자 규모가 크게 감소한 1996년의 경우에서도 알 수 있듯이 일본의 막대한 경상수지 흑자는 전형적인 내수 부진에 의한 흑자였다.

〈표 II-4〉 소비자물가 상승률에 대한 기여율

(단위: %, %p)

구분		1981~95	1986~90	1991~95	1996~00	2001~05	2006~09
CPI 상승률 (식품 제외)		2.5	1.2	1.3	0.0	-0.4	0.0
기 여 도	에너지	-0.0	-0.2	-0.0	-0.0	0.1	0.1
	내구재	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
	기타	1.3	0.5	0.4	-0.1	-0.2	0.2
	서비스	1.3	1.0	1.0	0.3	-0.0	0.0

자료: 일본 내각부, BOJ.

일본 엔화 가치의 지속적인 상승은 소비자물가상승률을 억제하였다. 〈표 II-4〉를 보면 환율에 크게 영향을 받지 않는 서비스 가격에 비해 환율에 영향을 상대

적으로 크게 받는 내구재와 에너지 가격 상승이 소비자물가상승률에 음(-)의 기여를 한 것을 알 수 있다. 즉, 자산가격 폭락에 따른 내수 부진과 이로 인한 경상수지 흑자가 엔화 가치를 높여 디플레이션을 유발한 것이다.

2. 자산가격 변화

1985년 플라자 합의 이후 엔화 가치가 달러화 대비 2배 수준으로 절상되었다. 일본 정부는 일본 경제가 엔고로 대외부문이 어려움에 처하자 이에 대응하기 위해 통화정책을 크게 완화하였고 경기 부양을 위한 재정정책을 실시하였다. 기준금리인 공정할인율을 1985년 말 5.0%에서 1987년 2월 2.5%까지 인하하였다. 루브르 합의에 따라 일본 정부는 1987년 내수 확대를 위해 5조 엔 상당의 재정지출 확대와 1조 엔 규모의 감세 등을 실시하였다.

〈그림 II-1〉 공정할인율 및 국고채 수익률 추이



자료: 일본은행.

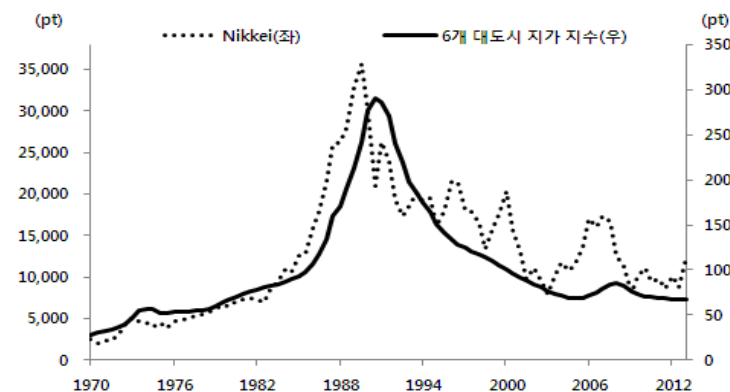
통화 및 재정정책을 통한 경기부양에 힘입어 일본은 플라자 합의 충격에서 벗어났다. 오히려 경기가 호황을 지속하고 풍부한 유동성¹⁶⁾으로 인해 자산가격이

16) 통화(M2+CD)공급도 1987년 이후 매년 10% 이상 늘어남에 따라 유동성도 과잉 상태를 보인 것으로 평가된다(박대근 2002).

상승하였다. 1987년 10월 미국에서 블랙 먼데이로 불리는 주가 폭락으로 불확실성이 확대되자 자산가격 상승에도 일본 중앙은행은 금리를 인상하지 못했다. 이에 자산가격 상승 추세는 지속되었으며 거품에 대한 우려가 확산된 이후에야 일본 중앙은행은 긴축통화정책을 시행하였다. 2.5%에서 유지되던 재할인율은 1990년 8월까지 단계적으로 6.0%까지 인상되었으며, 이와 함께 자산가격이 하락하기 시작하면서 거품이 붕괴되었다. 이에 대해 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

플라자 합의 이후 통화정책을 완화함에 따라 금리가 크게 하락하였는데, 금리 하락은 이 당시 가계의 주식투자 확대에 가장 큰 원인으로 작용하였다. 니케이 평균주가는 1987년 10월 미국의 블랙 먼데이 기간을 제외하고 지속적으로 상승하여 1989년 12월 29일 역사상 최고 수준인 38,916엔을 기록하였다.

〈그림 II-2〉 일본의 부동산 및 주가 추이



자료: 노무라 증권.

박대근(2002)은 이 당시 일본의 주가상승 원인으로 주가상승에 대한 기대형성과 주식선물제도 도입, 그리고 다음과 같은 세 가지 요인을 언급하였다. 첫째, 소액저축 비과세 제도가 폐지됨에 따라 자본이득세 부담이 없는 주식 수요가 크게 증가하였다. 둘째, 막대한 경상수지 흑자로 유동성이 풍부하였던 기업이 펀드 트러스트(Fund Trust) 제도 도입을 계기로 주식투자에 대한 세 부담이 감소

하자 주식투자를 확대하였다. 셋째, 풍부한 유동성을 보유하고 있던 기업이 은행대출을 줄임에 따라 은행은 부동산과 주식을 담보로 한 대출을 늘릴 수밖에 없었다.¹⁷⁾

그러나 1990년 들어 니케이 평균주가는 긴축통화정책과 함께 주가상승 기대가 무너짐에 따라 폭락하기 시작하였고 거품이 붕괴되었다. 니케이 평균주가는 2002년까지 78% 하락하였다. 이에 따라 은행이 소유하고 있던 주식의 미실현자본이익이 1989년 3,550억 달러에서 2002년 400억 달러로 크게 감소하였다(Nanto 2009). 이는 담보대출 부실과 더불어 은행의 건전성을 악화시켰다.

다음으로 일본의 부동산 시장을 보면 1985년부터 1990년까지 6대 도시 지가는 200% 상승하였다. 특히 상업용 부동산 가격이 크게 상승하였다. 그러나 1990년부터 10년간 연 평균 10% 하락하여 2000년의 일본의 6대 도시 지가는 1985년 수준과 같아졌다. 같은 기간 주거와 공업지역 부동산 가격은 약 20% 하락하는데 그쳤다. 이러한 부동산 가격 하락은 담보가치 하락을 통해 대출 부실을 유발하였고, 더욱이 경기가 침체로 전환됨에 따라 대출 부실은 더욱 확대되었다. 1995년 일본 중앙은행은 은행의 부실대출 규모가 2,800억 달러에 달한다고 보고하였다(Nanto 2009). 부실대출의 대부분은 가격 하락이 컸던 상업용 부동산담보대출에서 발생하였다.

일본의 지가상승에 대해서는 일본의 인구밀도가 높다는 점 이외에도 1985년 플라자 합의 이후 통화정책 완화와 일본의 금융자유화, 부동산가격 상승에 대한 자기실현적 기대심리 형성 등이 거론되었다. 그런데 주가의 경우와는 달리 부동산 가격은 상대적으로 장기간 동안 하락하였는데, 이에 대해서는 다음과 같이 여러 가지 설명이 제기되었다(박대근 2002).

첫째, 정부나 가계 및 기업도 부동산 가격 하락이 일시적인 현상이라고 인식하였다. 이에 따라 일본 가계와 기업들은 부동산을 적극적으로 매각하지 않고

17) 은행은 기존에 대출 관계를 유지하던 기업이 대출을 줄임에 따라 그 동안 관계가 없었던 중소기업이나 가계에 대한 대출을 늘려야 하는 상황이었다. 그러나 이들 중소기업과 가계에 대한 신용평가가 어려웠기 때문에 담보대출이 활용되었다(Hoshi 2001).

다시 반등하기를 기다렸다. 규제 수단이 없었던 감독당국도 부동산 가격이 상승하여 대출 부실문제가 해결될 것이라고 기대하였다.¹⁸⁾ 둘째, 부실화된 금융기관의 구조조정이 적기에 이루어졌을 경우 부동산 가격 하락이 빨라졌을 것이나, 법 제도의 경직성 등으로 인해 구조조정이 지연됨에 따라 부동산 가격이 천천히 하락하였다. 셋째, 은행과 기업의 상호출자도 구조조정 지연에 기여하였다. 일본에서 은행은 금융중개기능을 수행할 뿐만 아니라 기업경영까지 감독하였다. 사실상 부도난 기업에 대해서도 관계대출로 인해 추가대출이 이루어진 것으로 보고되었다. 그리고 구조조정이 빠르게 이루어질 경우 상호출자 관계에 있는 기업의 주가가 하락하고 이는 다시 금융기관의 주가를 하락시키는 악순환이 발생할 수 있었다.

3. 경제정책 변화

일본 경제는 1996년 회복되는 모습을 보였다. 이에 따라 일각에서는 1996년 이후의 장기부진을 통화정책 및 재정정책, 그리고 감독정책 등 경제정책 실패에 기인한 것으로 평가하기도 하였다(Ito 2003; U.S. Congress 2008). 보다 공격적으로 총수요관리정책을 사용했으면 저성장이 1997년 이후에는 장기화되지 않았을 것이라는 주장이다. 물론 이와 반대로 이 당시 경제회복이 칸사이 대지진으로 인한 건설경기 회복과 1997년 소비세율 인상에 앞서 내구재 수요 증가에 따른 일시적인 현상이었으며, 일본 경제가 자산가격 폭락의 충격에서 벗어난 것은 아니라는 의견도 있다(Koo 2008; Nanto 2009). 본 장에서는 1990년대 이후 일본의 경제정책 변화에 대해 살펴보았다.

1990년대 일본은 총 124조 엔에 달하는 경기부양책을 시행하였다(박대근 2002). <표 II-5>에서 알 수 있듯이 경기부양책은 감세, 공공투자 확대 등 전통적인 재정정책과 공공기관에 대한 대출 확대 등으로 구성되었다.

18) 적기시정조치도 1998년 4월 도입되었다.

〈표 II-5〉 일본의 경기부양책

(단위: 조 엔)

구분	'93. 4	'93. 9	'94. 2	'95. 9	'98. 4	'98.1 1	'99. 11	'00. 10
감세	0.2	-	5.9	-	4.6	6.0	-	-
공공투자	7.6	2.0	4.5	6.5	7.7	8.1	6.8	5.2
토지구매	1.2	0.3	2.0	3.2	1.6	-	-	-
주택관련대출	1.8	2.9	1.2	0.5	-	1.2	2.0	1.1
공공금융기관대출	2.4	1.0	1.5	2.6	2.0	6.9	7.4	4.5
기타	-	-	0.2	2.6	0.8	1.7	1.9	0.2
총계	13.2	6.2	15.3	14.2	16.7	23.9	18.1	11.0
GDP 대비(%)	2.7	1.3	3.0	2.4	3.3	5.1	3.9	-

자료: 유재원(2002), Nanto(2009)에서 재수정함.

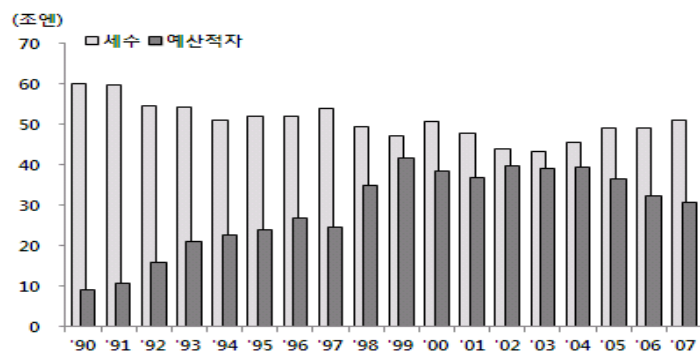
1997년 일본 정부(하시모토 내각)는 재정 건전화를 위해 소비세율 인상(3% → 5%), 사회보장비 분담 확대, 특별소비세 삭감 중지, 대규모 추가경정예산 편성 보류 등의 조치를 취하였다. 재정구조개혁법도 1997년부터 시행에 들어갔다. 주된 내용은 GDP 대비 정부부채 수준을 60%로 낮추고 GDP 대비 재정적자도 2003년까지 3%로 낮추는 것이었다. 그러나 이후 다소 회복되던 경제가 침체 국면으로 전환되었고 다수의 금융기관이 도산하였다. 이에 일본 정부는 다시 경기부양책을 시행하였으나 금융기관 도산이 본격화된 이후였다. 이에 따라 일본의 재정정책은 실패한 것으로 평가를 받았고(Yoshino and Sakakibara 2002)¹⁹⁾, 이에 대한 교훈으로 자산가격 폭락 이후 경기가 침체로 전환되지 않게 하기 위해서는 재정지출이 민간부문 회복을 이끌어 낼 수 있을 만큼 대규모여야 한다는 것이었다.²⁰⁾

19) 이에 반해 Posen(1998)은 일본의 재정정책이 일관적이지 못한 점은 맞으나 부분적으로 성공적이었다고 평가하였다.

20) 일본의 경험과 교훈에 따라 2008년 글로벌 금융위기 이후 주요 선진국에서는 적자 재정을 크게 확대하는 등 대규모의 경기부양책을 실시하였다. 그러나 민간부문이 회복되기 이전에 남유럽 국가에서는 재정 건전성 문제가 불거졌고 재정위기가 발생하였다.

고이즈미 내각이 들어서면서 재정 건전화화를 위한 신규 국채 발행 상한을 30조 엔으로 제한하였다. 그러나 IT 거품 붕괴와 9.11 테러 등이 재정지출 축소와 겹치면서 2001년과 2002년 일본경제는 크게 침체되었다. 재정적자는 크게 증가하였고, 국채발행 상한을 지킬 수 없었다. 이에 따라 국채발행 상한은 폐지되고 2003년 정부지출의 자동안정화장치가 도입되었다.

〈그림 II-3〉 일본의 세수 및 재정적자 추이



자료: Koo(2008).

〈그림 II-3〉에서 나타나듯이 1997년 소비세율 인상 등 긴축 재정정책 이후 경기가 침체로 전환되자 세수는 줄어들고 재정적자는 확대되었다. 그리고 2001년 신규 국채발행 한도 제한 이후 오히려 재정적자가 확대되었고 세수는 감소하였다. 일본 경제의 민간부문이 정부의 예상과는 달리 자생력을 회복하지 못하였던 것이다.

자산가격 폭락 이후 재정지출 확대로 GDP 대비 정부부채 수준은 1989년 40%대 후반에서 1992년 71.2%, 그리고 1996년 99.0%로 상승하였다. 그리고 1997년 경제회복에 대한 잘못된 판단 이후 긴축정책으로 전환한 것이 오히려 금융위기를 불러와 재정적자는 더욱 확대되어 GDP 대비 정부부채 수준은 2000년 140.2%로 높아졌고²¹⁾, 이후에도 지속적으로 상승하여 2010년 현재 216.0%에

21) 이에 반해 1990년대 미국의 정부부채 수준은 GDP 대비 40%대 후반에서 유지되었다.

달하게 되었으며, 이는 선진국에서 가장 높은 수준이다.

또한 통화정책 완화를 통해 콜금리가 1995년 1%대로 낮아졌으며, 국고채수익률(10년 만기)도 1997년 이후 1% 수준을 유지하고 있다. 재할인율도 1995년 이후 0.5%에서 변화가 없다. 통화정책의 목적은 대출금리를 낮춤으로써 투자와 소비를 진작시키는 것이었으나 내수가 회복되지 않았다. 이른바 유동성 함정에 빠져 있었던 것이다.²²⁾

한편, 일본 정부는 금융시장을 안정시키기 위한 미시적인 노력도 병행하였다. 1990년 자산가격이 폭락하고 은행²³⁾ 부분에서 위기가 발생하자 일본 은행들의 부실 내지 손실 규모를 대외적으로 공개하는 것을 보류(Forbearance)하였다. 그러나 1997년 이후 금융기관 도산이 본격화되자 예금자보호를 강화²⁴⁾하였으며, 긴급유동성 제공, 부실금융기관의 합병 유도 등의 다양한 정책을 실시하였다.

자산가격 폭락 초기만 하더라도 일본 정부는 일본의 은행 시스템을 호송선단(Convoy)과 같은 시각에서 이해하였다(Nanto 2009). 정부는 은행이 정부 정책에 따르도록 강력하게 개입하였으며, 상대적으로 우량한 은행이 그렇지 않은 은행을 도와주어 호송선단이 전진할 수 있도록 하는 것이었다. 은행 부실에 대한 대응을 지연한 것은 당시의 부동산 가격 하락을 일시적인 현상으로 파악하여 부실채권 처리를 가능한 연기하고 부동산 가격이 회복되면 부실채권 문제는 해결될 것이라고 기대했기 때문이었다. 그러나 자산가격은 회복되지 않았고 은행의 부실대출 규모는 계속해서 증가하여 결국에는 주요 대형은행이 도산하기 시작하였다.

1992년 일본 정부는 은행의 부실대출 문제를 해결하기 위해 협동신용매입회사(Cooperative Credit Purchasing Company, CCPC)를 설립하였다. 이는 미국의

22) 이에 대해서는 임준환(2002)을 참조하기 바란다.

23) 자산 기준으로 1988년 당시 세계 10대 은행에 일본 은행이 7개 포함되어 있었으나 1998년 3개로 줄어들었다(이영섭 2002).

24) 미국의 경우 대공황 당시 예금보험제도가 존재하지 않았고 이에 대해 이해도 없었기 때문에 대규모 예금인출(Bank Run) 사태가 발생하였으며 은행의 1/3이 도산하였다. 그러나 일본은 1997년 포괄예금보장을 발표하였고 예금인출 사태를 막을 수 있었다.

정리신탁공사(Resolution Trust Corporation)를 모방한 것으로 부동산담보대출과 관련된 부실대출만을 처리하였다. 1993년 21개 은행이 1.3조 엔에 달하는 부실대출을 CCPC에 매각하였다. 동 규모는 같은 해 대손상각된 대출의 54%에 해당하는 것이었다(Nanto 2009).

〈표 II-6〉 일본 은행의 수익구조

(단위: 조 엔)

구분	1990	1993	1996	1999	2001
예대마진(A)	7.1	9.2	10.7	9.7	9.8
기타수입(B)	2.6	2.8	3.7	2.5	3.1
운영비(C)	7.1	7.7	8.0	7.3	7.0
총이익(D)=(A)+(B)-(C)	2.6	4.3	6.4	4.9	5.9
대출손실(E)	0.8	4.6	7.3	6.3	9.4
자본이득(F)	2.0	2.0	1.2	3.8	-2.4
순이익(G)=(D)-(E)+(F)	3.8	1.7	0.2	2.3	-5.9

자료: Fukao(2002), 이영섭(2002)에서 재인용함.

정부는 이를 통해 은행이 정상적으로 영업을 할 수 있게 되면, 이후 영업이익과 보유하고 있는 주식으로부터의 자본이득으로 부실대출을 상각할 자금을 마련할 수 있을 것으로 판단하였다. 은행의 영업이익 제고를 위해 금리 하락에도 불구하고 높은 예대마진을 허용하였다.²⁵⁾ 그러나 부실대출은 계속해서 늘어났고 2002년에는 3,300억 달러로 전체 대출의 8.4%까지 증가하였다.²⁶⁾ 예대마진이 증가하였음에도 불구하고 대출손실로 인해 은행의 수익성은 하락하였다.

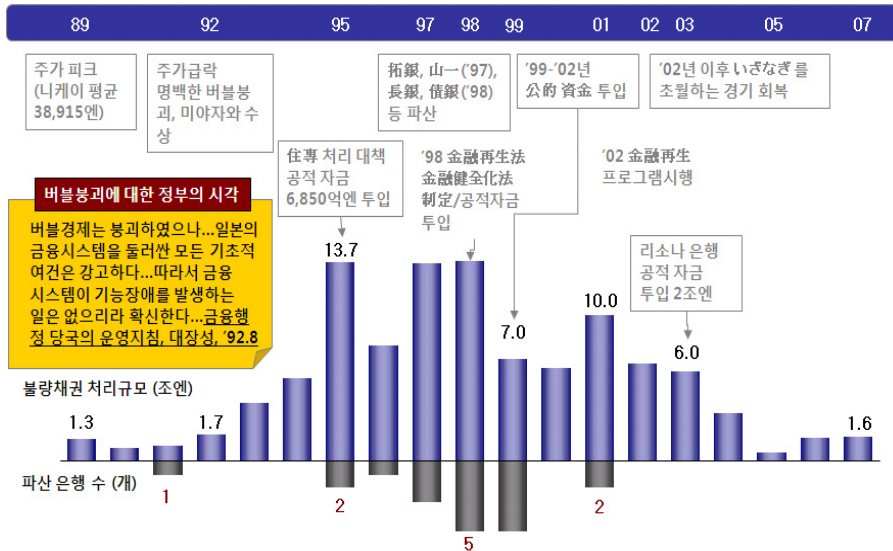
1997년을 전후하여 일본의 은행 시스템은 위기상황이었다. 일본 정부는 2,500억 달러(30조 엔)에 달하는 자금을 마련하여 1,080억 달러(13조 엔)를 은행에,

25) 이는 미국의 저축대부조합 부실 시 취했던 정책과 동일하다.

26) 은행 부실이 계속해서 늘어난 이유에 대해서는 이영섭(2002)을 참조하기 바란다. 이영섭(2002)에 따르면 1992년도에 들어서야 일본 정부가 부실채권 정보를 공개하기 시작하였으며, 이후 매년 부실채권 규모를 발표하면서 부실채권 기준을 확대하였다. 이에 따라 부실채권 규모는 해마다 늘어나게 되었다.

1,420억 달러(17조 엔)를 예금보험공사에 투입하였다(Nanto 2009). 1998년 일본 정부는 파산한 장기신용은행(Long-Term Credit Bank)과 일본신용은행(Nippon Credit Bank) 등을 인수하였다.

〈그림 II-4〉 일본 은행의 부실채권 대손상각 규모와 도산 추이



자료: 西村吉正(2009).

1998년 3월과 1999년 3월 일본 정부는 추가적으로 각각 140억 달러(1.8조 엔), 625억 달러(7.5조 엔)에 달하는 자금을 은행의 건전성 제고를 위해 투입하였다. 1999년 10월까지 일본 정부는 총 4,950억 달러(60조 엔)를 은행 시스템 안정을 위해 투입하였는데, 이는 GDP의 12%에 해당하는 규모이다. 이러한 노력에 힘입어 2005년 9월 은행은 총대출 중 부실대출 규모가 3.5%까지 줄어들게 되었다(Nanto 2009).

〈표 II-7〉 일본의 은행에 대한 공적자금 지원 규모

(단위: 조 엔)

구분	자산매입	자본확충	자금지원	기타	총계
지원 금액	9.8	12.4	18.6	4.2	45.0
회수 금액	9.3	8.7	-	4.2	22.2

주: 2007년 3월 기준, 예금보험공사의 공적자금 지원 규모임.
 자료: Nanto(2009).

4. 소결

II장의 내용을 시기별로 요약·정리하면 다음과 같다.

첫째, 1980년대 중반부터 1990년까지 기간 중에는 플라자 합의 이후 통화정책 및 재정정책을 통한 경기부양정책과 대규모 경상수지 흑자에 의한 유동성으로 인해 경제가 호황을 지속하였다. 자산가격도 상승세가 유지되었다. 가계는 통화정책 완화에 따라 금리가 하락하자 금융자산 수요를 예금에서 주식으로 전환하였고, 기업은 풍부한 유동성을 재테크에 활용하였으며, 은행은 관계대출(기업대출) 둔화를 담보대출 확대로 대응하였다. 이러한 가계, 기업, 은행의 행태 변화는 자산가격 상승을 가속화시켰는데, 이 과정에서 일본 중앙은행은 미국의 블랙 먼데이 이후 글로벌 금융시장의 불확실성이 높아지자 금리 인상 시기를 늦췄고 자산가격 거품이 초래되었다.

둘째, 1991년부터 1996년까지 기간 중에는 자산가격 거품을 우려한 일본 중앙은행이 통화정책을 급격하게 긴축으로 전환하였고, 독일의 통일로 국제 자금이 독일로 이동함에 따라 일본의 자산가격은 폭락하였다. 자산가격 폭락으로 소비와 투자가 크게 위축되었으나 일본 정부가 재정지출을 대규모로 확대하여 일본 경제가 미국의 대공황 이후와 같은 경기침체에 빠지는 것을 막을 수 있었다. 부실대출 기준 강화로 은행의 부실대출 규모는 매년 확대되었으나 은행의 도산은 본격화되지 않았으며, 정부, 가계, 기업은 부동산 가격이 다시 반등할 것으로 예상하여 부실대출 처리 및 구조조정에 적극적이지 않았다. 그러나 경기

부양을 위한 재정지출 확대로 정부부채는 빠른 속도로 증가하였다. 1996년 경제가 2%대 후반 성장함에 따라 일본 정부는 자산가격 폭락의 충격에서 일본 경제가 회복되기 시작하였다고 인식하게 되었고 재정건전성 회복에 정책적 노력을 기울이기 시작하였다.

셋째, 1997년부터 글로벌 금융위기 이전까지 기간 중에는 일관적이지 못한 재정정책으로 인해 일본 경제가 수 차례 침체를 경험하였다. 일본 정부는 1996년과 2001년 경제의 일시적 회복을 본격적인 회복으로 잘못 판단하여 재정 건전성 제고를 위해 재정지출을 축소하였는데, 민간 부문이 자산가격 충격에서 벗어나지 못한 상태였기 때문에 경제를 침체에 빠뜨린 결과를 초래하였다. 더욱이 경기 침체는 잠재해 있던 은행 부실대출 문제를 현실화시켜 은행 도산을 본격화시켰다. 제로금리정책과 공적자금 투입 등을 통해 은행 시스템 붕괴를 막는 한편, 또 다시 경기부양책을 동원할 수 밖에 없었다. 이후에도 소비와 투자가 회복되지 못하고 적자재정에 의한 저성장이 지속되었으며, 정부부채 역시 계속해서 늘어났다. 내수부진에 의한 경상수지 흑자로 엔화 가치는 절상되었고 엔화 가치 상승과 내수 부진은 디플레이션을 초래하였다.

Ⅲ. 일본 경제의 장기부진에 대한 연구 비교

1. 2000년대 초반 연구

2000년대 초반까지 일본 경제의 장기부진 원인으로 일본 경제의 구조적 문제나 금융부실, 경제정책 실패 등이 주로 거론되었다.

가. 구조적 문제

일본 경제의 구조적인 문제로 거론된 것은 기본적으로 부실기업을 구조조정하지 못하였다는 것이다. 그리고 경제의 효율성을 높이지 못하였다는 것이다. 이는 통화정책과 재정정책을 통한 경기부양의 효과가 나타나지 못한 것이 공급측면에서 문제가 있기 때문이었다는 시각이다. Lincoln(2005)에 따르면 정책금리가 0%인 상황에서는 재정정책이 사실상 유일한 경기부양정책이기 때문에 정부지출을 확대할 수밖에 없었으나 일본에서 재정정책의 효과가 크지 않은 것은 부실자산을 빠르게 정리하지 않았고 경제 전반에 걸쳐 규제 완화가 이루어지지 않았기 때문이라고 주장하였다.

이러한 주장은 레이건 미국 대통령과 대처 영국 수상의 구조조정 정책이 당시 미국과 영국의 경제 문제를 해결한 경험에 기반한 것이라 할 수 있다. 실제로 이러한 주장을 받아들여 고이즈미 일본 수상은 도로공사와 우정사업에 대한 구조개혁을 실행하기도 하였다. 그린스펀(2003) 역시 일본이 좀비기업을 구조조정하지 못하였기 때문에 장기부진에 빠지게 되었다고 주장하였다.

일본의 장기부진은 1930년대 미국 대공황과 비교된다. 미국 대공황에 대한

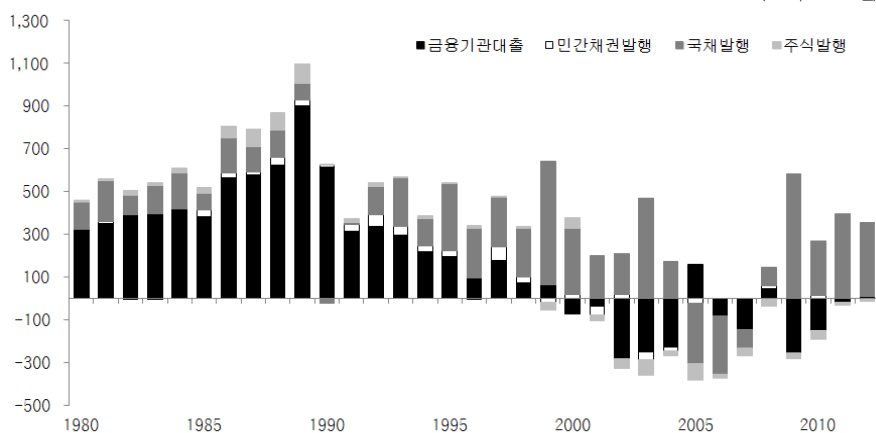
연구에 따르면, 대공황 당시 미국 경제의 경기침체 기간과 침체 정도는 적절한 통화정책이 부재했기 때문이고 통화정책이 적절했으면 경기침체가 장기간 지속되는 것을 막을 수 있었다는 데 의견이 모아지고 있다(Bernanke 2004). 따라서 일본의 경우 제안된 정책은 미국의 대공황 연구를 바탕으로 케인즈식의 총수요 확대를 위한 재정정책과 통화정책이었다. 그러나 일본의 장기부진이 주는 교훈은 미시적인 면도 중요하다는 것으로 규제완화와 공기업의 민영화 등의 구조개혁을 통해 경제의 효율성을 높여야 장기불황의 기간을 줄일 수 있었다는 것이다(Nanto 2009).

나. 금융부실 및 처리 지연

부동산 가격 폭락과 담보가치 하락으로 은행이 부실해지자 은행이 대출을 줄여 일본경제가 장기부진에 빠지게 되었다는 주장(Bayoumi 1999)이 지지를 얻었다. 부실대출로 인해 은행의 자금공급 여력이 줄어들어 재정정책과 통화정책의 효과가 감소하였다(박대근 2002)는 것이다.

〈그림 Ⅲ-1〉 일본의 자금조달 경로

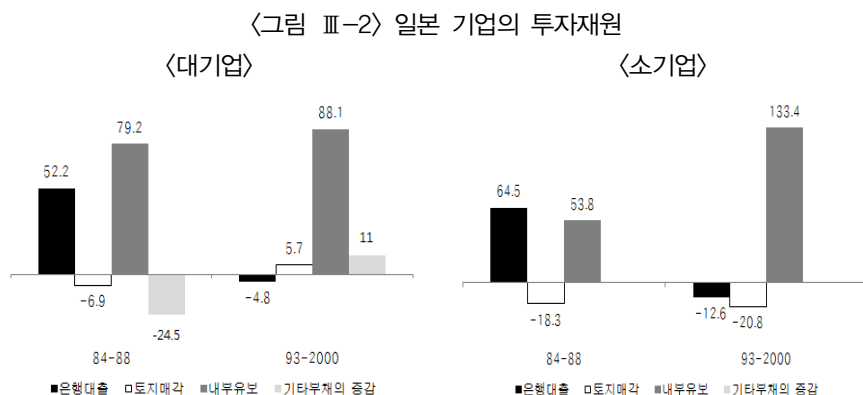
(단위: 조 엔)



자료: BOJ.

앞에서도 살펴본 바와 같이 자산가격 폭락 이후 일본 정부는 부실대출의 정보를 정확히 공개하지 않았으며, 부실대출 처리도 지연시켰다. 1997년을 전후하여 다시 경제가 침체로 전환되자 부실대출 문제가 현실화되었으며 대규모 공적 자금이 투입되었다. 이에 따라 은행의 금융중개기능이 훼손되었고 기업대출이 위축되었다는 주장이다.

실제로 일본에서 은행 대출과 채권 발행을 통한 자금조달 규모는 자산가격 폭락 이후 크게 줄어들었으며(〈그림 Ⅲ-1〉 참조), 특히 1997년 이후에는 은행대출을 상환한 규모가 조달한 규모보다 더 큰 것으로 나타났다. 일본 기업의 투자자원 조달 현황(〈그림 Ⅲ-2〉 참조)을 보더라도 일본 기업은 자산가격 폭락 이후 자산매각, 내부 유보자금을 활용하는 자금조달 구조로 전환하였고 은행대출을 크게 줄였다. Bayoumi(1999)는 이러한 은행 시스템의 금융중개기능 저하가 일본 경제 장기 부진의 원인이 되었다고 주장하였다.



자료: Hayashi and Prescott(2002).

다. 경제정책 실패

일본 경제는 1996년 2.6% 성장한 이후 재정정책을 긴축으로 전환하자 이후 이의 충격으로 경기가 다시 침체되었다. 또한 지연된 은행의 부실대출 문제가

1997년 전후 본격적으로 현실화되었고, 이후 일본 경제는 최근까지 장기간 저성장에서 벗어나지 못하고 있다. 이에 따라 재정정책 실패가 일본의 장기 부진의 원인으로 거론되었다. 통화정책 역시 자산가격 폭락 이후 완화기조를 유지하였으나 1999년 2월에 이르러서야 제로금리 정책을 사용한 것도 일본 경제에 디플레이션이 이미 발생한 이후여서 너무 늦었으며 이후에도 양적완화정책을 시행했어야 했다는 평가를 받았다.

유재원(2002)은 벡터자기상관모형을 이용하여 1980년대와 1990년대 재정정책과 통화정책의 효과를 실증적으로 비교 분석하였는데, 1990년대 들어서 재정지출은 투자와 경제성장에 긍정적인 영향을 미친 반면 통화정책은 그 유효성이 낮아졌다는 결과를 얻었다. 그러나 금리 하락이 자금수요 변화를 반영한 것일 수 있고 또 금융중개기능이 약화된²⁷⁾ 점 등을 고려할 때 통화정책의 유효성 변화 여부에 대해서는 보다 신중히 판단할 문제라고 주장하였다. 유재원(2002)은 재정정책도 일관적이지 못하였고 재정승수가 낮은 부분에 지출되었기 때문에 유효성이 낮아진 통화정책과 같이 민간소비와 투자 위축을 방지하지 못하였다는 결론을 내렸다.²⁸⁾

한편, Krugman(1998)은 일본이 왜 디플레이션에 빠지게 되었는지에 대해서는 설명하지 않고 디플레이션에 대처하기 위하여 양적완화정책과 인플레이션 타기팅을 도입해야 한다고 주장하였다.²⁹⁾ 또한 Bernanke(2003), Svensson(2003),

27) 이우광·구본관·김선빈(2001)에 따르면 일본의 부실채권 규모가 110조 엔에 달하였으나 공적자금투입 규모는 46조 엔에 불과하였다.

28) 유재원(2002)은 재정정책이 큰 효과를 거두지 못한 이유에 대한 주장을 소개하였다. 첫째, 재정지출이 정치적인 이유 등으로 건설업과 농촌의 공공사업 등 재정승수효과가 크지 않은 부분에 투입되었다는 것이다. 둘째, 금융부분 등 일본의 구조적 문제가 해결되지 않았기 때문이라는 것이다.

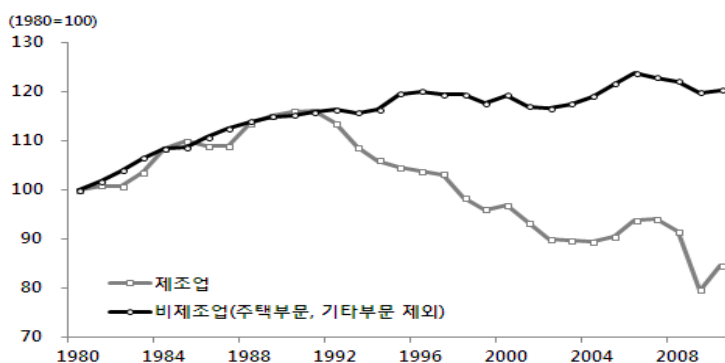
29) 명목금리가 0%이더라도 향후 물가가 하락할 것이라고 기대될 경우 기대인플레이션이 마이너스가 되기 때문에 실질금리는 플러스가 된다고 주장하였고 이 때 실질금리가 완전고용 수준보다 높을 수 있기 때문에 유동성 함정에 빠지게 된다는 것이다. 한편, 임준환(2002)은 일본이 유동성 함정에 빠진 원인으로 금융기관의 대출기피성과 개인의 현금 과대 보유 경향 등을 거론하였다. 금융기관의 신용기피현상은 신용공급 여력 부족과 높은 신용위험 때문이며, 개인의 현금과대보유경향은 현금보유의 기회비용이 매우 작기 때문이라고 설명하였다.

Eggertsson(2003) 등도 일본이 Krugman(1998)의 주장처럼 양적완화, 인플레이션 타기팅, 엔화의 평가절하와 같은 정책을 적극적으로 시행했어야 했다는 주장을 피력하였다.³⁰⁾ 이들은 Romer(1991)나 Bernanke(2000) 등이 미국의 대공황 당시 미국의 연준이 보다 공격적으로 통화를 공급했다면 극심한 경기침체를 피할 수 있었을 것이라는 주장에 기반을 두고 있다.

라. 생산성 감소

다른 한편에서는 일본 경제의 생산성이 하락했기 때문에 일본 경제의 저성장이 장기화되었다고 주장하였다(Hayashi and Prescott 2001). 이들의 주장을 요약하면, 1990년대 일본 기업들은 은행 부실에도 불구하고 사내유보금이나 자산매각 등을 통해 투자 재원을 확보할 수 있었으나 경제가 장기간 저성장한 것은 총요소생산성이 하락했기 때문이라고 설명하였다. 이들의 실증분석 결과에서 일본 전체 산업의 생산성이 1980년대 3.7%에서 1990년대 2.3%로 둔화된 것으로 나타났다. 이러한 결과를 초래한 것은 서비스업의 생산성 둔화이다.

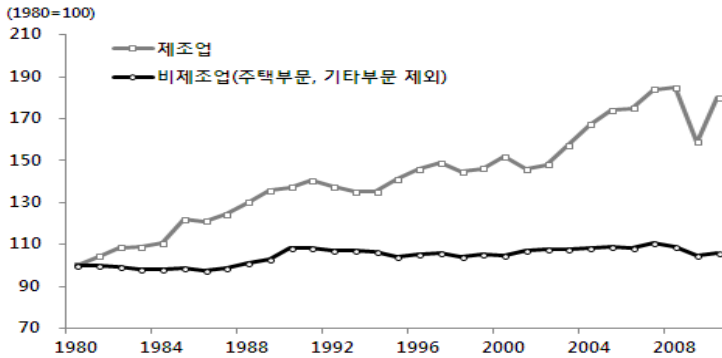
〈그림 Ⅲ-3〉 일본 제조업과 서비스업의 노동수요



자료: 일본경제무역산업연구원(RIETD), “일본 산업생산성 데이터베이스 2013(JIP2013)”.

30) 현재 일본의 아베노믹스가 이와 같은 정책이라고 할 수 있다.

〈그림 Ⅲ-4〉 일본의 산업부문별 생산성



주: 생산성지수는 전 부문 생산성 증가율을 이용하여 계산함.

자료: 일본경제무역산업연구원(RIETD), “일본 산업생산성 데이터베이스 2013(JIP2013)”.

이에 대한 원인으로 왕윤중·이형근(2002)은 노동시장의 경직성을 초래한 일본의 고용 시스템 규제와 경쟁제한 정책을 거론하였다. 이들은 1980년대 미국과 영국에서 구조조정을 통해 생산성, 특히 서비스업의 생산성을 개선시킨 점의 교훈을 일본이 받아들여야 한다고 주장하였다.

2. 최근의 연구: 부채 조정

위의 연구들은 일본의 장기 저성장 원인으로 총수요관리정책 실패와 구조조정 지연 등 거시적(수요측면) 및 미시적(공급측면) 정책 실패를 강조하고 있다. 이는 자산가격 폭락 이후 경제가 장기부진에 빠지지 않기 위해서는 거시정책과 미시정책이 적절하게 사용되어야 한다는 점을 의미하는 것으로 매우 중요한 시사점을 제공한다고 하겠다.

그러나 최근 들어 위에서 언급한 이유로 인해 일본 경제가 어려움에 처하게 된 것은 일부 맞지만 일본 경제의 장기부진까지 설명하기에는 부족하다는 견해가 등장하고 있다. 이하에서는 이러한 주장에 대해 살펴보았다.

먼저 앞에서 언급한 바와 같이 일본의 경우 생산성 하락 등 공급측면에서 문

제가 경제의 장기부진을 초래할 정도로 심각하였는가 하는 점이다. Hayashi and Prescott(2001)의 결과를 받아들인다 하더라도 일본 전 산업의 생산성 증가율은 연 2%를 상회하는 수준으로 낮은 수준은 아니다. 생산성 증가율 둔화를 초래한 것이 서비스업인데, 이 역시 경제의 장기부진의 원인이 되기는 어렵다. Baumol(1967)의 가설에서도 언급되어 있듯이 제조업의 생산성 상승은 서비스업의 생산성 하락으로 이어지는 경향이 있기 때문이다.

공급측 설명의 정책 제안으로 왕윤중·이형근(2002) 등은 1980년대 미국 레이건 행정부와 영국의 대처 정부 당시의 구조조정 사례를 언급하였는데, 이 역시 일본의 경우에 적용하기에는 다음과 같이 문제가 있다(Koo 2008). <표 Ⅲ-1>은 레이건 행정부 당시 미국의 경제와 1990년대 중반 이후 일본의 경제를 비교한 것이다. 이를 보면 미국의 경우 막대한 무역수지 적자와 잦은 파업, 높은 금리, 환율 절하 등을 고려할 때 저성장은 공급이 수요에 비해 부족하여 나타난 결과라고 할 수 있다. 그러나 일본의 경우 막대한 무역수지 흑자, 안정된 노사관계, 환율 절상, 저금리 등을 고려할 때 초과공급으로 인해 저성장이 발생했다고 단언하기 어렵다. 오히려 공급에 비해 수요가 부족해서 나타난 결과로 보인다. 부연 설명하면, 1980년대 미국과 영국은 공급부족으로 인해 어려움을 겪었고, 1990년대 중반 이후 일본은 수요부족에 의해 어려움을 겪었던 것이다. 따라서 미국과 영국 경제에 필요한 구조조정 정책이 일본에 반드시 필요한 정책대안이 아닐 수 있다는 것이다(Koo 2008).

〈표 Ⅲ-1〉 미국과 일본의 경제상황 비교

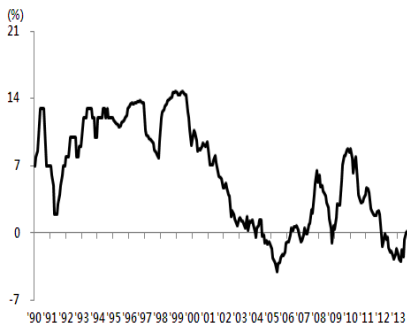
구분	1990년대 중반 이후 일본	레이건 행정부 당시 미국
장기금리	1.5% 내외	14% 내외
노동문제	없음	잦은 파업
소비자물가	0% 내외	10% 이상
무역수지	막대한 흑자	막대한 적자
환율	절상	절하
경제상황 평가	공급보다 수요가 부족	수요보다 공급이 부족

자료: 노무라연구소, Koo(2008)에서 재인용·재편집함.

금융중개기능 훼손의 경우도 위의 연구에서는 부실대출 확대로 인해 은행의 신용공급 여력이 부족해서 발생한 것으로 파악하고 있다. 그러나 기존의 주장처럼 신용공급 여력이 부족해서 금융중개기능이 훼손되었다면 신용경색 문제가 나타나야 한다. 그러나 일본에서 신용경색 문제는 크지 않거나 없었던 것으로 평가된다(Hayashi and Prescott 2001; Koo 2008). 이는 자산가격 폭락 이후 기업의 대출 수요가 크게 감소한 결과로 은행 대출이 감소한 것이지 은행의 대출 여력이 줄어들어 기업 대출이 위축된 것은 아니기 때문이다. 따라서 기업투자 부진의 원인이 금융중개기능 훼손이 아니라 기업투자 부진의 결과가 금융중개기능 약화처럼 보이게 하는 것이라고 해석하는 것이 보다 타당해 보인다.

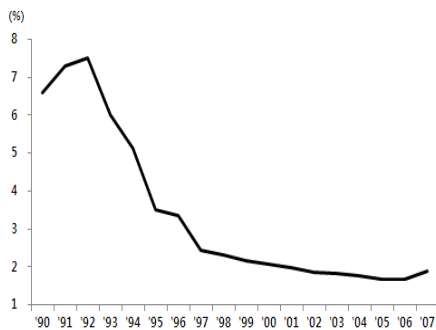
실제 일본 통계를 보더라도 금융중개기능 훼손이 기업투자 위축을 가져왔다고 보기 어렵다. 〈그림 Ⅲ-5〉는 1990년 이후 GDP 대비 회사채 순발행 추이를 보여주고 있다. 1990년대 중반 이후 GDP 대비 회사채 순발행은 지속적으로 감소하고 있다. 은행이 대출을 축소할 경우 기업이 부족한 자금을 회사채 발행을 통해 늘려 이에 대응하는 것이 일반적인 현상이다. 그러나 이러한 모습은 발견되지 않았다.

〈그림 Ⅲ-5〉 일본 GDP 대비 회사채 순발행 추이



자료: 일본은행(BOJ).

〈그림 Ⅲ-6〉 일본의 대출금리 추이



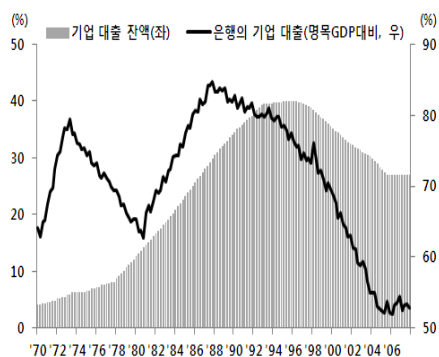
자료: 일본은행(BOJ).

물론, 금융시장의 금융중개기능이 훼손되어 기업이 회사채를 발행하기 어려운 상황일 수도 있다. 이럴 경우 신용경색이 발생하여 대출금리가 상승하여야 정상적이다(Koo 2008). 그러나 <그림 Ⅲ-6>에서도 알 수 있듯이 대출금리는 낮은 수준을 유지하였다.

일본의 장기불황이 발생하기 이전에 Myers(1977)는 과도한 부채로 인한 자산 가격 하락 시 경기부양정책이 왜 투자나 소비 확대로 이어지지 않는지에 대해 설명한 바 있다. 최근의 연구(Koo 2008; Nanto 2009)는 일본에서 금리가 0% 수준에 근접해 있음에도 불구하고 일본 기업들이 지속적으로 부채를 상환해 왔다는 점에 주목하여 Myers(1977)와 일맥상통하는 시각에서 일본의 장기부진에 대한 다른 해석을 시도하고 있다. 기존의 정책적 측면보다는 기업과 가계의 행태 변화에 초점을 맞추었다. 이를 좀 더 자세히 살펴보면 다음과 같다.

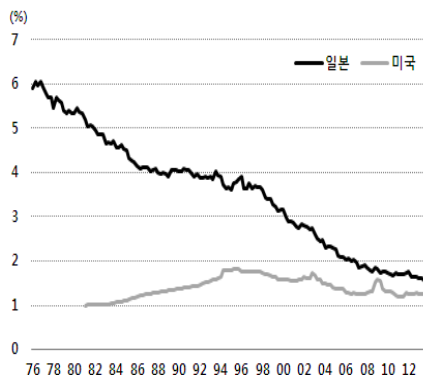
일본 기업은 1995년 이후 신규차입을 중단하고 기존 채무를 상환하기 시작하였다. <그림 Ⅲ-7>과 <그림 Ⅲ-8>에서 보는 바와 같이 기업대출 잔액은 지속적으로 감소하였고, GDP 대비 은행대출 비중도 줄어들었다.

<그림 Ⅲ-7> 일본 은행대출 추이



주: 1979년 이전의 GDP 통계는 SNA 68.
자료: 일본은행(BOJ), 일본 내각부.

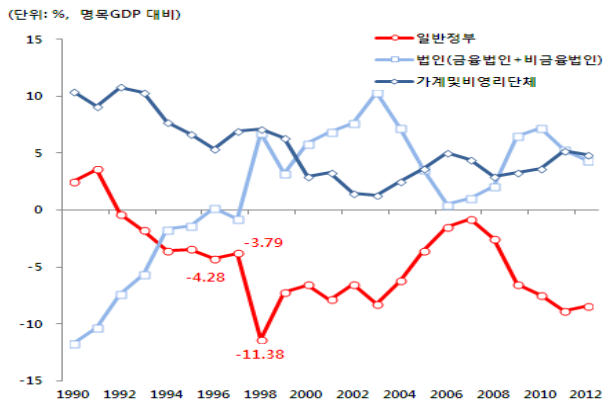
<그림 Ⅲ-8> 일본 기업 레버리지



자료: 일본 재무성, 「산업별 기업 재무제표 통계」
; 미국 상무부, 「분기별 재무 보고서: 미국 제조업, 광업, 무역업 기업」.

이는 기본적으로 일본의 경우 미국에 비해 레버리지가 높았고 상업용 부동산 및 주가 폭락으로 기업의 순자산이 크게 감소하였기 때문에 악화된 대차대조표를 복구하기 위해 부채를 조정하였기 때문이다. 이에 따라 기업이 현금흐름을 재투자하지 않고 부채를 상환하는데 사용함에 따라 투자가 위축되어 일본 경제가 장기간 부진하였다.³¹⁾ 일본의 경제성장률이 1996년 플러스로 전환된 것은 이전의 경제정책이 효과를 보이고, 자산가격 폭락의 충격에 벗어난 것이 아니라 칸사이 대지진 이후 건설부문에 대한 지출 확대와 1997년 소비세율 인상에 앞서 내구재 소비가 늘었기 때문에 나타난 일시적 현상이었고(Nanto 2009), 이후에도 일본 기업은 자산가격 폭락의 충격을 벗어나지 못하였으며 부채조정을 최근까지도 계속하고 있다는 것이다(Koo 2008).

〈그림 Ⅲ-9〉 일본의 자금과부족



자료: BOJ.

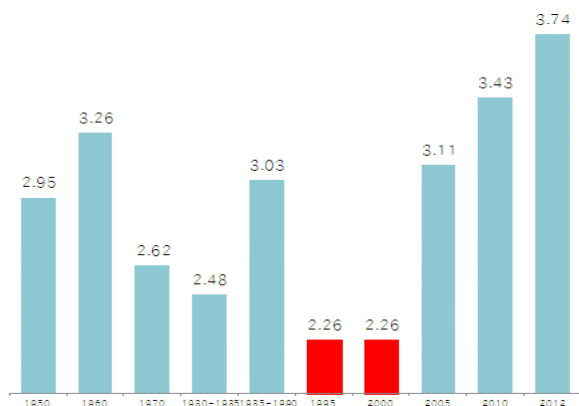
이러한 기업의 부채조정 모습은 〈그림 Ⅲ-9〉의 자금순환표에서도 잘 나타나 있다. 일본 기업은 1990년대 들어 지속적으로 자금수요를 줄여 왔으며, 1997년 이후부터는 자금잉여 상태를 보이고 있다. 이는 기업이 계속해서 대출을 상환

31) Horioka(2006)는 일본의 투자부진이 경기부진의 주요한 원인이라는 점을 일본의 국민소득계정을 통해 분석하였다.

하였다는 것을 의미한다. 이에 반해 가계는 자산가격 폭락 이후 자금잉여 수준이 2000년대 초반까지 지속적으로 낮아졌다. 이는 지출을 이전 수준으로 유지하기 위해 저축을 줄였다는 것을 의미한다. 이에 따라 1990년대 기업투자에 비해 민간소비가 상대적으로 양호할 수 있었다. 그러나 가계부문 역시 2000년대 초반 이후부터는 소비를 줄이고 있다.

기업이 내수 부진에도 불구하고 부채를 지속적으로 상환할 수 있었던 것은 해외 부문에서 일본이 막대한 경상수지 흑자를 보임에 따라 경제가 어려움에 처한 1990년대 중반 이후에도 1980년대 초반 수준의 경상이익률을 보이는 등 현금흐름이 상대적으로 크게 타격을 받지 않았기 때문이다.

〈그림 Ⅲ-10〉 일본 기업의 매출액 대비 경상이익률
(단위: %)



자료: 재무성.

또 다른 연구에서도 위에서 설명한 내용과 유사한 주장이 발견된다. Brunnermeier and Sannikov(2011)는 기업이나 금융회사의 부채조정이 자산가격 하락의 충격으로 확대되는 과정을 이론 모형으로 분석하였다. 이들은 자산가격 하락의 충격으로 기업이나 금융기관의 순자산가치가 줄어들 경우 부채비율을 유지하기 위해 자산이나 부채를 조정하고, 이 과정에서 위험자산 투자가 위축된다는 것이다. 이들의 연구 결과를 일본의 경우에 비춰보면, 일본 기업의 투자 위축과 토지 매각

등 부채조정 과정에서 발생한 자산가격의 추가적인 하락은 기업의 순자산가치를 감소시켜 투자 회복을 지연시켰고, 이로 인해 내수부문의 위축이 장기화되었다고 설명할 수 있다.

Horioka(2006)는 일본의 기업 투자와 가계의 소비지출 변화를 분석하여 일본 경제의 장기부진 원인을 분석하였다(〈표 III-2〉 참조). 실질GDP는 1980년대 평균 3.89% 성장하였으나 1990년대에는 평균 1.14% 성장에 그쳤다. 민간투자는 1980년에서 1991년 기간 중 6.11% 증가하였는데 거품 붕괴 이후 2003년까지 기간에는 0.59% 감소한 것으로 나타났다. 공공투자 역시 1980년대에는 0.85% 증가하였으나 1990년대에는 0.24% 감소한 것으로 나타났다. 그리고 GDP 증가율에 대한 민간투자의 기여도는 1980년대 34.09%에서 1990년대 -11.49%로 크게 줄어들었고 공공투자 역시 1980년대 1.67%에서 1990년대 -1.26%로 줄어들었다.

〈표 III-2〉 일본의 지출항목별 국민소득 증가율과 기여도

구분	연평균 증가율		실질GDP증가율에 대한 기여도	
	1980~1991	1991~2003	1980~1991	1991~2003
가계소비	3.59	1.56	57.24	85.40
정부소비	3.54	3.22	5.45	18.64
총고정자본형성				
민간	6.11	-0.59	34.09	-11.49
공공	0.85	-0.24	1.67	-1.26
재고조정	9.56	NA	1.14	-4.35
순수출	0.78	6.39	0.42	13.07
재화와 용역의 수출	4.61	4.26	9.68	37.78
재화와 용역의 수입	5.94	3.63	9.26	24.71
국내 총지출	3.89	1.14	100.0	100.00

자료: Horioka(2006).

일본 기업이 부채조정을 지속하는 동안 일본 가계의 소비는 둔화되었다. 일본 가계의 소비 둔화는 가처분소득 둔화, 가계자산 감소, 미래 불확실성 확대 등이 주요 원인인 것으로 나타났다. 가계의 가처분소득 증가율은 1991년부터

2003년까지 0.98%에 그쳤는데, 이는 1980년부터 1991년 기간의 가처분소득 증가율 3.32%의 1/3에도 미치지 못하는 수준이다. 같은 기간 가계 자산은 주가와 부동산 가격의 하락, 그리고 배당 감소로 1991년부터 2003년까지 0.39% 감소하였다. 가계의 노후소득, 건강 등 미래 불확실성은 저축률이 1996년과 1997년을 제외하고는 감소추세를 보였다는 점에서 크게 확대된 것으로는 보이지 않지만, 저축 동기에 대한 설문조사 결과는 노후소득과 건강이 염려되어 저축을 증가시키는 것으로 나타났다.

〈표 III-3〉 일본 가계의 품목별 소비지출 증가율과 기여도

구분	가계소비 증가율		가계소비 증가에 대한 기여도	
	1980~1991	1991~2003	1980~1991	1991~2003
음식료	1.21	-0.02	5.83	-0.21
주류 및 담배	1.06	-0.17	1.03	-0.31
의복 신발	1.85	-2.73	3.98	-9.83
주택, 전기, 가스, 수도	3.76	2.19	21.15	30.11
주택보수	5.60	1.12	6.53	3.32
건강	3.82	3.66	10.49	26.80
교통	5.29	0.53	13.74	3.29
통신	7.93	11.69	1.96	15.32
문화오락	7.72	2.99	17.90	21.76
교육	0.99	-1.15	0.75	-1.52
외식 숙박	1.78	1.88	3.25	7.36
기타	5.60	0.66	13.38	3.90
국내 가계의 최종소비 ¹⁾	3.61	1.54	100.00	100.00

주: 1) 지출항목별 국민소득계정과 차이가 발생하는 원인은 건강보험, 개호서비스 등과 관련된 지출과 공공서비스 지출을 포함했기 때문이다.

자료: Horioka(2006).

Horioka(2006)의 일부 결과가 다음의 〈표 III-3〉에 제시되었다. 일본의 가계는 1991년부터 2003년까지 소비를 1.54% 증가시켰는데, 1980년부터 1991년 기간 중 3.61%에 비해 크게 감소한 것이다. 이를 지출목적별로 구분해보면, 음식

료품의 경우 증가율이 1980년대 1.21% 1991년부터 2003년까지 -0.02%, 의복의 경우 1.85%에서 -2.73%로 감소하였다. 그리고 건강보험, 개호서비스 등 의료 및 건강서비스에 대한 지출은 1980년대 3.82%에서 버블붕괴 이후 3.66%로 증가하였으며, 가계소비 증가율에 대한 기여도가 26.8%를 기록하며 1990년대 가계소비 증가에 큰 기여를 하였다.

한편, 정부는 재정적자를 확대함에 따라 자금부족 상황을 지속하였다. 그런데 은행은 기업대출이 축소됨에 따라 국채매입으로 자산을 운용할 수 밖에 없었고, 이에 따라 GDP 대비 정부부채 수준이 높아졌음에도 불구하고 국채 수요가 꾸준히 유지되어 국채수익률이 낮은 수준에서 유지될 수 있었다. 은행이 부실대출 확대로 인해 자산을 안전하게 운용하여 금융중개기능이 저하된 것이 아니라 은행이 자산을 국채로 밖에 운용할 수 없는 상황이었던 것이다. 즉 금융중개기능 저하는 일본의 장기 저성장의 원인이 아니라 부채조정에 의한 장기 저성장의 결과이다(Koo 2008).

이처럼 기업이 부채를 조정하는 시기에는 0%에 가까운 저금리에도 불구하고 통화정책이 경기부양에 효과적이지 못하게 된다. 이것은 금융중개기능이 저하된 때문이 아니라 기본적으로 기업이 대출을 수요하지 않았기 때문이다. 통화정책의 효과는 민간 부문이 금리 변동에 따라 대출수요를 변화시켜야 나타날 수 있다. 일본의 경우 거품 붕괴 이후 금리 수준에 관계없이 기업이 대출을 지속적으로 상환하였기 때문에 통화정책이 무용할 수 밖에 없었다. Yoshino and Sakaibara(2002)가 투자가 금리에 비탄력적인 실증 분석 결과를 얻은 것도 이 당시 기업이 금리 수준에 관계 없이 자산가격 폭락으로 악화된 대차대조표를 정상화하기 위해 대출을 상환하였기 때문에 나타난 당연한 결과라고 하겠다. 따라서 현재의 아베노믹스와 같이 무제한적으로 유동성을 공급했다 하더라도 Krugman(1998)과 Bernanke(2004) 등이 주장한 것과 같이 일본이 장기 부진과 디플레이션에서 좀 더 빠르게 벗어났을 가능성은 크지 않아 보인다.

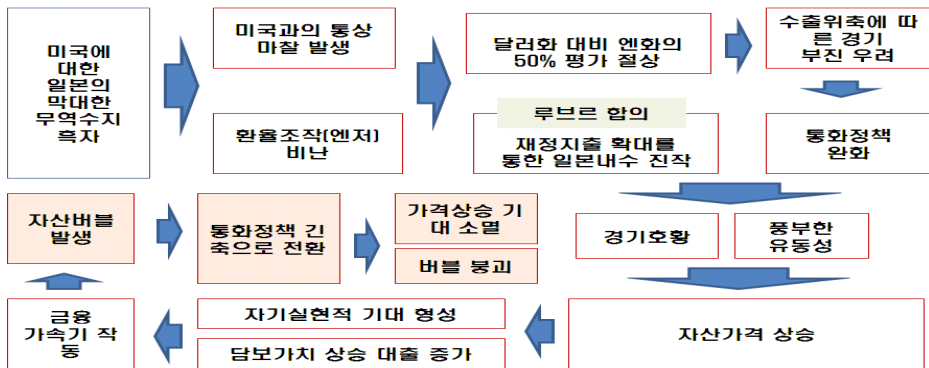
IMF는 재정지출 확대 없이도 일본 GDP가 당시 수준을 유지할 수 있었을 것이라며 일본 재정정책에 대해서 비판하였다. 물론 앞에서도 살펴본 바와 같이

일본의 재정정책이 일관성 있게 실행되지 못한 것은 사실이다. 그러나 일본의 GDP가 자산가격 거품이 꺼지기 직전 수준을 유지할 수 있었던 것은 정부가 지출을 확대하였기 때문이다.³²⁾ Koo(2008)에 따르면 기업이 부채를 상환함에 따라 줄어든 수요가 1990년부터 2003년까지 GDP의 20%를 상회한다. 또한 자산 가격 급락으로 GDP의 3배에 달하는 부가 사라진 것으로 추정하였다. 이러한 막대한 부의 감소와 수요 감소에도 불구하고 일본 정부의 부채 규모는 지속적으로 증가하였으며, 일본이 미국 대공황 당시와 같은 급격한 경제 침체를 경험하지 않았던 것은 바로 재정정책의 효과³³⁾이다.

3. 일본의 장기침체 연구의 시사점

일본 부동산 시장과 주식시장에서 거품이 형성되고 거품이 붕괴된 원인에 대해서는 합의가 이루어져 있다. 이는 <그림 Ⅲ-11>와 같다.

<그림 Ⅲ-11> 일본의 버블형성 및 버블 붕괴 과정



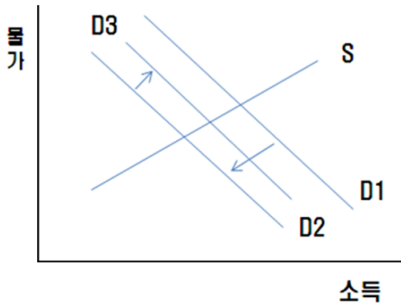
32) 미국의 경우 1929년 대공황이 발생하고 4년만에 GDP가 50% 수준으로 급감하였다,

33) 정부부채 규모 증가에는 재정지출 확대뿐만 아니라 조세개혁과 인구구조 고령화로 인한 사회보장지출과 의료비지출 확대 등도 영향을 미쳤다.

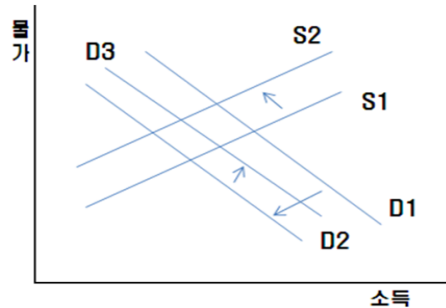
그러나 거품 붕괴 이후 일본 경제가 장기간에 걸쳐 부진하였는지에 대해서는 앞에서 살펴본 바와 같이 2000년대 초반의 연구와 최근의 연구에 차이가 존재하며 이를 요약하면 다음과 같다.

먼저 수요측 설명이다. 〈그림 Ⅲ-12〉 수요측 설명에 따르면 자산가격 폭락 이후 총수요곡선이 D1에서 D2로 이동하였는데, 총수요관리정책이 충분하지 않아 총수요곡선이 D3까지 밖에 회복되지 않았고, 이에 따라 일본 경제가 장기간 부진에 빠졌다는 것이다.

〈그림 Ⅲ-12〉 수요측 설명



〈그림 Ⅲ-13〉 공급측 설명

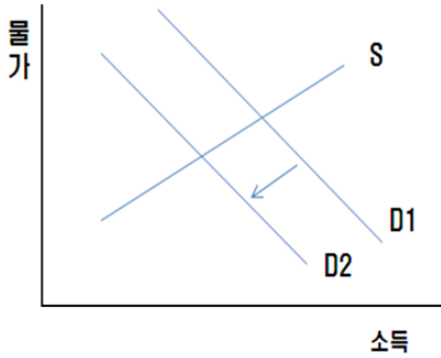


공급측 설명은 자산가격 폭락 이후 총수요곡선만 이동한 것이 아니라 공급곡선도 좌측으로 이동하였는데(〈그림 Ⅲ-13〉 참조), 이에 구조조정 지연 등 경제의 비효율성을 제거하지 못하여 일본 경제가 장기간 부진하였다는 주장이다. 이들의 주장은 기본적으로 거시적·미시적 정책의 실패를 일본 경제의 장기부진의 원인으로 생각하고 있으며, 적절한 총수요관리정책과 경제의 체질 개선으로 경제의 장기부진을 막을 수 있다는 시사점을 제공한다.

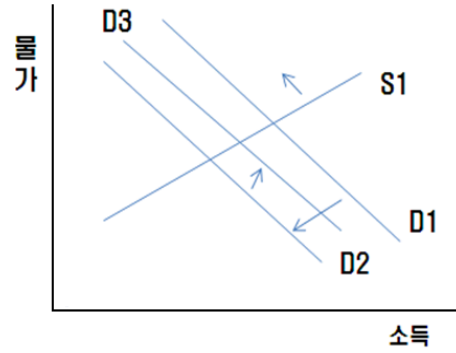
최근의 주장은 〈그림 Ⅲ-14〉와 〈그림 Ⅲ-15〉로 정리된다. 부채조정기에는 아무리 금리를 낮추고 유동성을 공급하더라도 기업이 부채를 축소하기 때문에 D1에서 D2로 움직인 총수요곡선은 통화정책 완화에도 불구하고 우측으로 움직이지 않는다는 것이다. 이에 반해 재정정책은 총수요곡선을 우측으로 움직일 수 있다는 것이다. 이는 자산가격 하락 이후 부채를 조정하는 과정에서 재정정책

이 경기가 침체되는 것을 막기 위한 사실상 유일한 수단이라는 시사점을 제공한다.

〈그림 Ⅲ-14〉 부채조정기 통화정책



〈그림 Ⅲ-15〉 부채조정기 재정정책

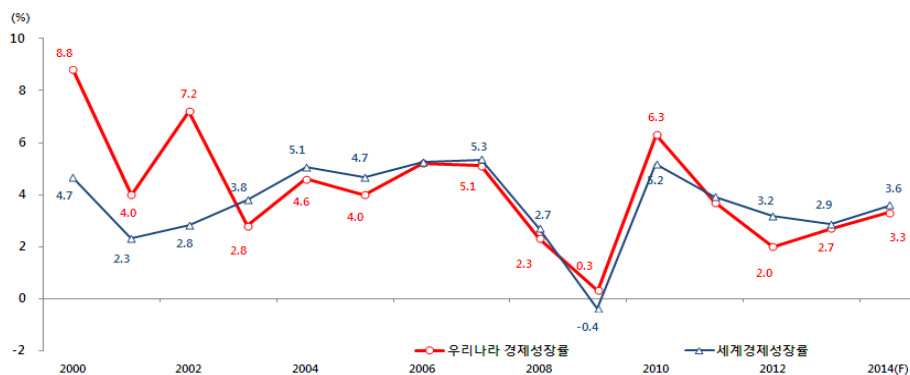


Ⅳ. 우리나라와 일본의 비교

1. 현황

우리나라의 경우 2000년대 들어 경제성장률이 지속적으로 둔화되고 있다. 지난 10년간 세계 경제성장률을 상회한 것도 2010년 한해에 불과하다. 최근에 성장률이 저조한 것은 설비투자자와 소비가 부진하기 때문이다. 이에 따라 우리나라의 잠재성장률이 지속적으로 하락하고 있으며 중진국 함정에 빠질 가능성이 제기되고 있다. 더욱이 인구 고령화가 세계에서 가장 빠른 속도로 진행되고 있어 향후 경제성장률에 대한 인구구조 변화 충격이 커질 것을 감안할 때 경제활력 저하, 장기 저성장도 우려되는 상황이다.

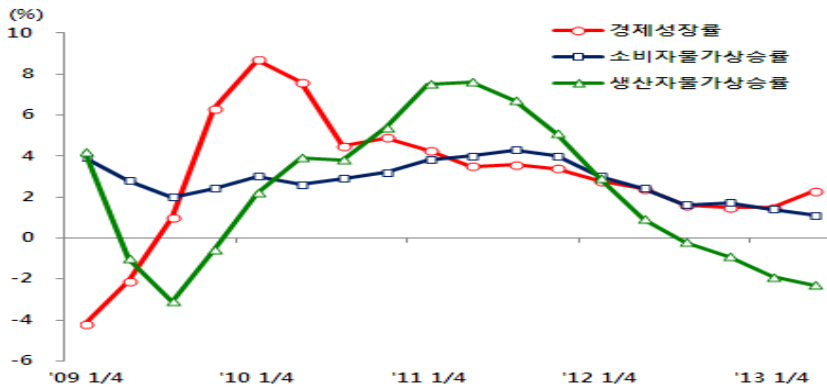
〈그림 Ⅳ-1〉 우리나라와 세계경제 성장률 추이



자료: 한국은행.

또한 내수 부진에 의한 막대한 경상수지 흑자를 바탕으로 원화가치가 절상되고 국제원자재 가격 안정으로 수입물가가 하락함에 따라 생산자물가도 하락하고 있으며 소비자물가상승률도 1% 이하로 낮아졌다. 이로 인해 디플레이션 가능성도 논란이 되고 있다.

〈그림 IV-2〉 소비자물가 및 생산자물가 추이



자료: 한국은행.

전 세계적으로 디플레이션을 경험한 대표적인 사례는 1929년 미국 대공황, 1980년대 말 스웨덴의 금융위기, 1990년대와 2000년대 일본의 장기부진, 그리고 2000년대 초반 IT 거품 붕괴 이후 등이다. 이들의 공통점은 자산가격이 폭락하였다는 것이다(한국은행 2013). 자산가격 폭락 정도에 따라 디플레이션 기간이 달라졌다.

〈표 IV-1〉 디플레이션 경험 사례

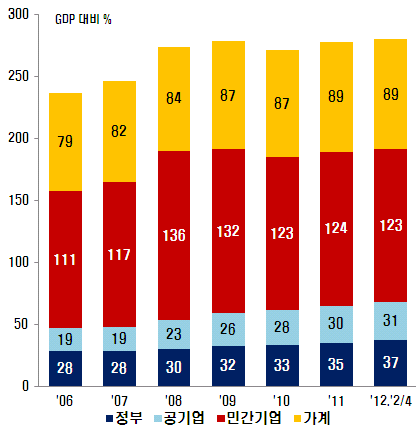
구분	부동산	주가	디플레이션 기간
미국 대공황	-	3년간 80% 하락	장기
일본 장기부진	5년간 50% 하락	3년간 57% 하락	장기
스웨덴 금융위기	2년간 25% 하락	2년간 23% 하락	단기
IT 거품 붕괴	상승	2년간 25% 하락	단기

자료: 한국은행(2013).

우리나라에서는 수도권만을 놓고 볼 때 부동산 가격이 크게 하락하기는 하였으나 아직까지 자산가격 폭락 현상은 나타나지 않았다. 따라서 향후에도 부동산 경기가 경착륙하지 않는다면 디플레이션 가능성은 크지 않다고 할 수 있다.

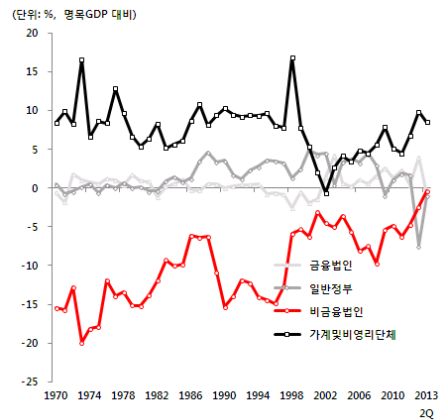
그러나 가장 큰 문제는 가계와 기업부채이다. 이미 위험의 임계수준을 넘어서고 있기 때문이다. 가계부채 증가의 원인에 대해서 많은 연구들은 주택담보대출 증가, 자산가격 상승 등을 거론하는 가운데 근본적으로 금융규제 완화 등 제도 변화, 금융혁신, 청장년층의 인구비중 상승 등 인구구조 변화, 안정적인 거시경제 환경 지속 및 이에 따른 낙관적인 기대 형성을 지적하였다(Debelle 2004; Dynan and Kohn 2007; Cecchetti et al. 2011).³⁴⁾ 이러한 연구 중에서 특히 Cecchetti et al(2011)은 금융위기를 유발할 수 있는 가계와 기업, 그리고 정부의 부채수준을 추정하였는데, 대체적으로 GDP 대비 80% 정도인 것으로 나타났다.

〈그림 IV-3〉 우리나라 부문별 부채 규모



자료: 한국은행.

〈그림 IV-4〉 부문별 자금과부족



자료: 한국은행.

우리나라의 경우 가계와 기업의 GDP 대비 부채 수준은 이미 위험수준을 넘어섰다.³⁵⁾ 최근 들어 GDP 대비 가계부채의 상승 속도는 둔화되었다. 기업부채

34) 김현정 · 손종철 · 이동렬 · 임현준 · 나승호(2013)에서 재인용하였다.

의 경우 2008년 이후 GDP 대비 부채 수준이 낮아지고 있어 부채조정이 시작된 것으로 보인다(〈그림 IV-3〉 참조). 이러한 모습은 자금순환표에서도 잘 나타나 있다. 〈그림 IV-4〉를 보면 기업의 자금수요는 현재 거의 없는 상태이다. 이는 기업의 양극화와 연결되어 있다는 것으로 보인다. 수출 대기업은 막대한 상품수지 흑자를 바탕으로 여유자금을 내부에 유보하고 있는 반면, 중소기업의 경우 자금부족에도 대출여력이 부족하기 때문이다.

기업이 자금을 수요하지 않고 가계는 저축을 늘리고 있어 이에 따라 투자와 소비가 둔화되고 있다. 아직까지 이러한 모습이 서서히 이루어지고 있으며, 기업에 비해 가계의 경우 저축을 늘리고는 있으나 부채조정을 시작하지 않았다.³⁶⁾ 내수 부족을 수출에서 만회할 수 있으나 막대한 경상수지 흑자로 인해 원화가는 오히려 높아질 가능성도 있다. 이는 수입물가 하락을 가져와 내수 부진과 함께 디플레이션을 유발할 수도 있다. 우리나라는 자산가격 폭락을 제외하고 여러 면에서 1990년대 일본 경제가 장기부진에 빠지기 시작한 시기와 유사한 상황이다. 생산성 둔화와 잠재성장률 하락의 논란을 유발하였던 인구구조 고령화 정도도 현재 우리나라는 일본의 1980년대 말과 유사한 상황이다. 경제의 외생적 또는 내생적 충격에 의해 가계 혹은 기업의 부채 조정이 본격화될 경우 우리나라 역시 일본식 장기부진 가능성을 배제할 수 없어 보인다.

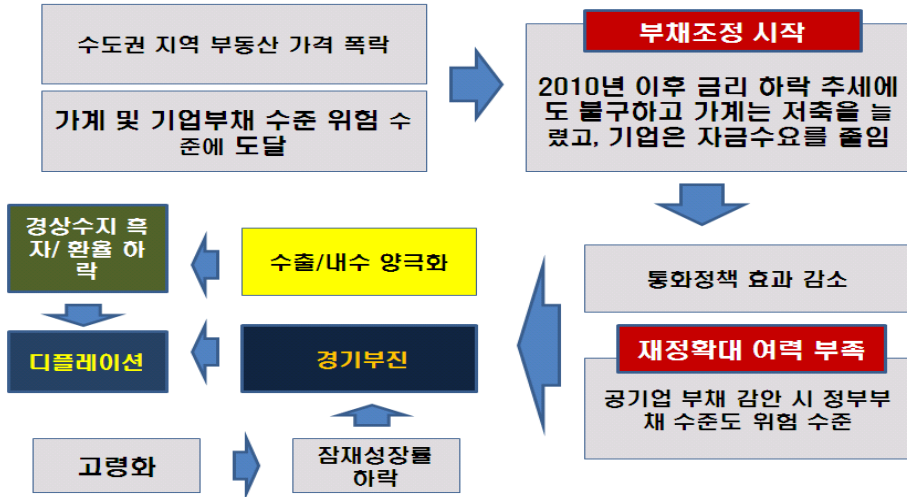
일본 경제의 장기부진에 대한 연구의 시사점은 총수요관리정책과 구조조정에 의해 경기부진을 어느 정도 대응할 수 있다는 것이다. 그리고 최근 연구에서는 부채조정기에 통화정책은 효과가 떨어지지만 재정정책은 유효하며, 특히 중요하다는 점을 강조하고 있다. 그러나 우리나라의 경우 정부부채 규모가 공기업

35) 우리나라 가계와 기업의 부채에 대해서는 다음절 우리나라와 일본의 지표비교에서 상세히 다루었다.

36) 글로벌 금융위기가 발생한 주요 선진국의 경우 가계부채 증가와 자산가격 상승 간에 높은 상관관계가 존재한다. 자산가격 하락과 가계부채의 디레버리징도 동시에 진행되고 있다. 그러나 우리나라의 경우 수도권 지역의 경우 주택가격 하락에도 불구하고 가계부채는 주택가격이 상승한 지방과 같은 추세로 늘어나고 있다(김현정·손종철·이동렬·임현준·나승호 2013).

간의 시간이 소요되기 때문에 적자재정도 상당기간 불가피한데 우리나라 재정이 이를 얼마나 감내할 수 있는지 우려된다.

〈그림 IV-5〉 우리나라 경제의 장기 부진 및 디플레이션 발생 가능성



2. 우리나라와 일본의 비교

가. 개요

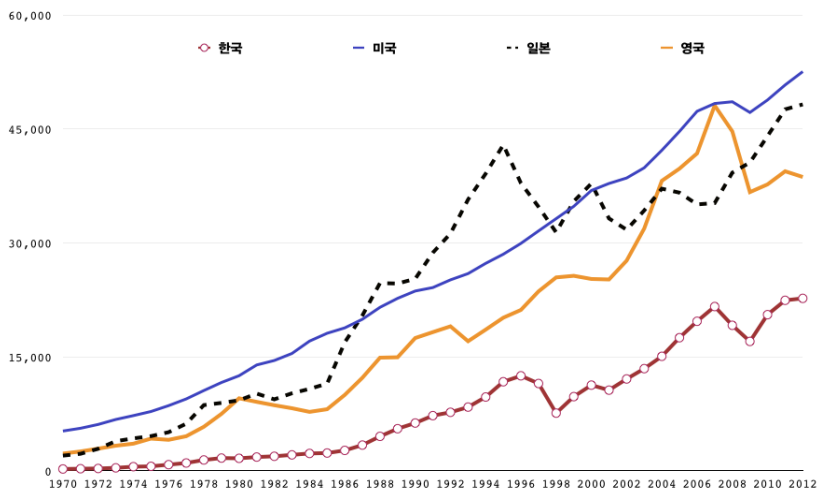
우리나라에서 관측되는 경제현상이 1990년대 전후 일본의 경우와 어느 정도 유사한가를 살펴보기 위해 경제 및 인구구조 관련 변수들을 비교해 보았다.³⁷⁾ 우리나라와 일본에서 공통적으로 관측되는 현상은 세 가지로 요약할 수 있는데, 첫째, 내수가 위축되고 대외부문이 확대되고 있다는 점, 둘째, 가계의 자금잉여와 기업의 자금부족 규모가 줄어들고 있다는 점, 그리고 셋째, 인구 고

37) 시기별 우리나라와 일본의 경제지표 및 인구구조 통계는 별첨에 첨부하였다.

평화가 진행되고 있다는 점이다.

비교시점을 살펴보기 위해 1인당 GNI 추세를 비교해보았다. 2012년 우리나라의 1인당 GNI는 22,708 달러로 일본의 1987년 20,454 달러, 1988년 24,718 달러 수준과 유사하다.³⁸⁾ 1인당 GNI기준으로는 우리나라가 일본에 비해 25년 정도 늦은 것으로 보인다. 산업구조 측면의 비교를 위해 1인당 GNI와 제조업, 서비스업 고용 및 생산비중을 비교해 보았다. 2003년 우리나라의 1인당 GNI는 13,460 달러로 일본의 1985년 1인당 GNI 12,527 달러, 그리고 미국의 1980년 1인당 GNI 12,527 달러와 유사한 수준이다. 각 연도의 국가별 제조업 비중은 부가가치 기준으로 우리나라 26.4%(2003), 일본 27.3%(1985), 그리고 미국 18.1%(1980)으로 우리나라와 일본의 제조업 부가가치 비중이 유사한 것으로 나타났다.

〈그림 IV-6〉 주요국 1인당 GNI 추이



자료: 한국은행.

38) 1987년부터 1997년간 일본의 1인당 GNI는 미국의 1인당 GNI를 상회하는 것으로 나타났다는데, 이는 경상수지 흑자로 인한 해외순수취 요소소득 증가가 그 원인인 것으로 보인다.

우리나라의 수출 주력업종과 일본의 수출 업종이 유사하다는 점은 산업구조 측면에서도 두 나라 간의 유사성이 크다는 것을 의미한다.³⁹⁾ 그러나 우리나라의 제조업 고용비중은 19.0%로 일본의 23.4%에 비해 상대적으로 낮은 것으로 나타나 한국 서비스업의 생산비중 증가 속도에 비해 고용비중 증가 속도가 더 빠른 것으로 나타났다. 경제규모와 산업구조 측면에서 현재 우리나라는 일본의 1980년대 후반에서 1990년대 초반과 유사한 것으로 보인다.

〈표 IV-2〉 우리나라와 주요국의 산업별 생산과 고용비중, 1인당 GNI 추이

(단위: %, 달러)

구분	연도	제조업		서비스업		1인당 GNI (달러)
		생산비중	고용비중	생산비중	고용비중	
한국	1990	27.3	27.9	49.5	47.7	6,303
	1995	27.6	23.6	51.8	54.7	11,735
	2003	26.4	19.0	57.2	63.5	13,460
일본	1985	27.3	23.4	58.2	55.7	11,488
	1992	24.8	23.0	60.7	58.1	31,235
	2003	20.0	17.4	68.6	66.0	34,276
독일	1986	30.6	29.2	58.9	57.7	16,697
	1992	25.7	25.9	63.5	61.2	25,695
	2003	22.2	20.2	70.2	70.4	29,129
미국	1980	18.1	19.4	71.4	70.2	12,527
	1992	16.6	14.6	74.5	76.7	24,129
	2003	13.8	12.1	77.4	78.8	39,887

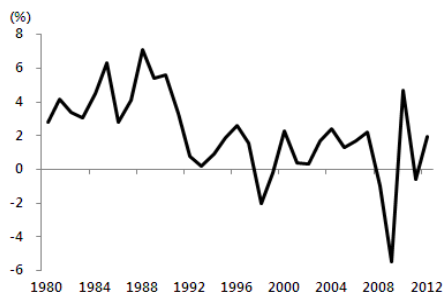
나. 거시경제지표

경제성장률의 경우 일본은 1980년대 초(1980~1985) 평균 4.1%를 기록하였고 1980년대 후반(1986~1990) 5.0%를 기록한 이후 지속적으로 하락하는 추세를 보이고 있다. 1980년대 일본의 연평균 경제성장률은 약 4.6%인 반면 우리나라

39) 선행연구에 따르면 소득수준이 높아짐에 따라 산업구조가 1차 산업에서 2차 산업 위주로, 그리고 2차 산업에서 다시 3차 산업 중심으로 옮겨가는 경향을 보인다. Clark(1957)에 따르면 1970년을 전후로 일본과 미국의 GDP대비 제조업의 비중이 정점을 기록한 후 하락세로 반전된 반면, 서비스업의 비중은 지속적으로 상승하고 있다.

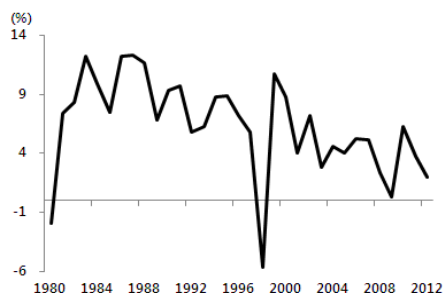
의 2000년대 연평균 경제성장률은 4.1% 수준이다. 우리나라 경제성장률 추세의 경우도 1980년대 후반 10.5%에서 지속적으로 하락하여 2000년대 후반 평균 3.6%를 기록하였다. 일본의 1980년대 후반 연평균 물가상승률은 1.4%, 1990년대 초반의 경우도 1.4%인데 우리나라는 2000년대 후반 3.1%, 2012년에서 최근 2014년 1월간 1.7%를 기록하였다. 추세적으로도 일본의 소비자물가상승률은 1980년대 초반 평균 3.6% 수준에서 최근 마이너스 수준으로 3.7%p 감소하였고, 우리나라의 경우 1990년대 초반(1990~1995) 6.2%에서 최근 3.1%로 3.1%p 감소하였다.

〈그림 IV-7〉 경제성장률(일본)



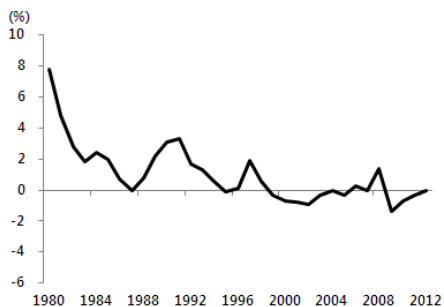
자료: 일본 내각부.

〈그림 IV-8〉 경제성장률(한국)



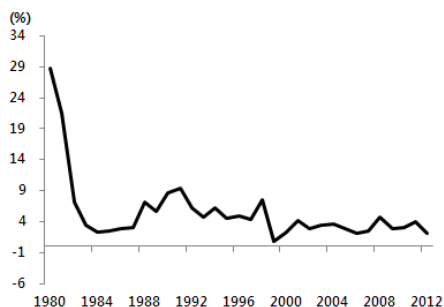
자료: 한국은행.

〈그림 IV-9〉 소비자물가상승률(일본)



자료: 일본 총무성.

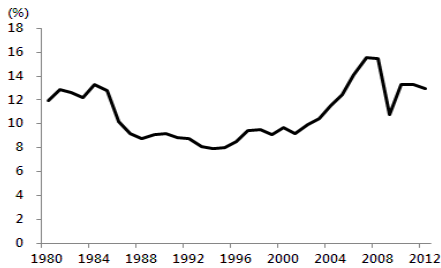
〈그림 IV-10〉 소비자물가상승률(한국)



자료: 한국은행.

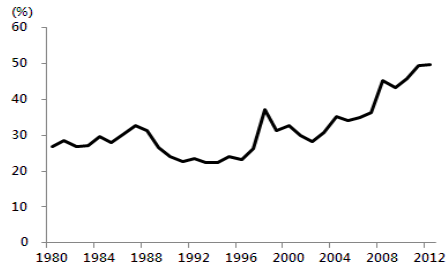
지출항목별 국민계정 비중을 비교해보면, 총고정자본형성 비중이 줄어들고 민간소비 비중은 확대되는 모습을 보이고 있다. 또한 대외부문이 국민경제에서 차지하는 비중이 확대되는 모습도 우리나라와 일본이 모두 유사한 것으로 나타났다.

〈그림 IV-11〉 GDP대비 재화수출(일본)



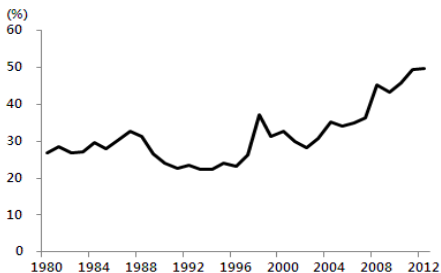
자료: 일본 내각부.

〈그림 IV-12〉 GDP대비 재화수출(한국)



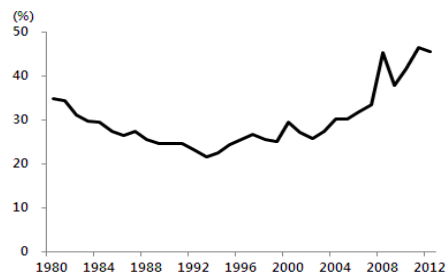
자료: 한국은행.

〈그림 IV-13〉 GDP대비 재화수입(일본)



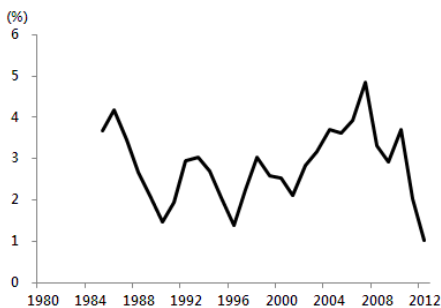
자료: 일본 내각부.

〈그림 IV-14〉 GDP대비 재화수입(한국)



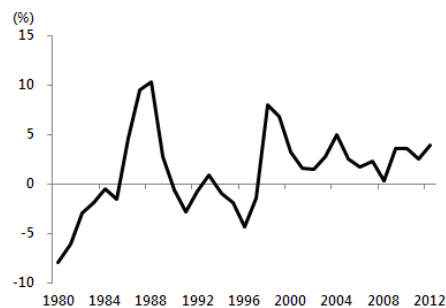
자료: 한국은행.

〈그림 IV-15〉 GDP대비 경상수지(일본)



자료: BOJ.

〈그림 IV-16〉 GDP대비 경상수지(한국)



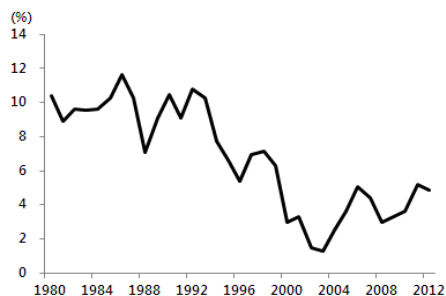
자료: 한국은행.

GDP대비 민간소비 비중의 경우 1980년대 후반에서 1990년대 초반 일본은 연평균 54%, 우리나라는 2000년대 후반 53.8%로 나타났다. GDP대비 총고정자본형성 비중의 경우 1980년대 후반 일본은 30.5%, 1990년대 초반 29.8%였으나 우리나라의 경우 2000년대 후반 28.3%로 나타났다. GDP대비 경상수지 비중의 경우 일본은 1980년대 후반 2.8%에서 2000년대 후반까지 3.1% 내외의 안정적인 모습을 보이고 있고, 우리나라의 경우 1990년대 후반부터 2.5% 내외의 수준을 유지하고 있으며 2000년대 후반에는 2.5%로 나타났다. GDP대비 재화수출과 재화수입비중은 두 나라가 모두 유사하게 상승하는 추세를 보이고 있다.

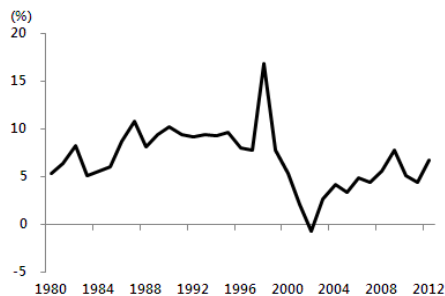
다. 가계와 기업의 자금상황

GDP대비 가계와 기업의 자금부족(혹은 잉여) 비율 추이를 비교한 결과, 일본은 가계의 자금잉여 비율이 1990년대 초반부터 2000년대 초반까지 하락한 후 2000년대 초반부터 상승하는 추세를 보이고 있다. 우리나라 가계의 자금잉여 비율도 이와 유사한 추세를 보이는데, IMF금융위기 전후 급격히 상승했던 자금잉여 비율이 신용카드 사태 이전에 급격히 하락하였고, 이후 다시 상승하는 모습을 보이고 있다. 기업의 자금부족 비율의 경우 일본은 거품 붕괴 이후 상승하여 1990년대 중반 기업의 자금사정이 “부족”에서 “잉여”로 전환되었다. 우리나라 기업의 자금부족 비율도 앞에서 살펴본 바와 같이 지속적으로 축소되었다.

〈그림 IV-17〉 GDP대비 가계의 자금잉여(일본) 〈그림 IV-18〉 GDP대비 가계의 자금잉여(한국)

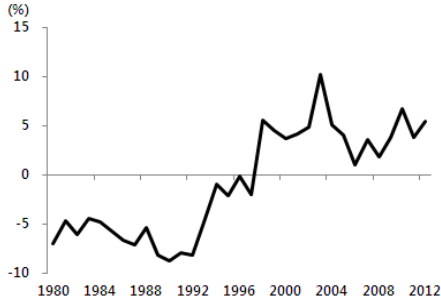


자료: BOJ.

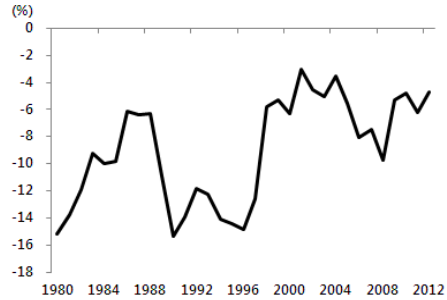


자료: 한국은행.

〈그림 IV-19〉 GDP대비 기업의 자금부족(일본) 〈그림 IV-20〉 GDP대비 기업의 자금부족(한국)



자료: 일본 내각부, BOJ.



자료: 한국은행.

기업의 GDP대비 부채비율을 비교할 경우, 일본 기업들의 GDP대비 부채비율은 1980년대 말 1990년대 초 149% 내외였으나 2000년대 초 120% 수준으로 하락하였다가, 2012년 105%까지 하락하였다.⁴⁰⁾ 반면 우리나라 기업들의 부채비율은 IMF 위기 전후로 178%까지 상승한 후 카드사태 후인 2006년 133%까지 낮아졌으나 이후 급격하게 상승하여 2012년 155.5%를 기록하였다.⁴¹⁾ 반면 우리나라 가계와 비영리법인의 금융부채 비율은 지속적으로 상승하여 2012년 91.1%에 이르렀다. 일본 가계의 GDP대비 부채⁴²⁾비율은 1991년 72.3%를 기록한 이후 2001년까지 82.7%까지 상승한 후, 2012년 말에는 76.9%로 낮아졌다.

우리나라 기업의 GDP대비 부채비율은 2006년까지 133% 내외까지 하락하는 모습을 보였으나 2009년까지 175.2% 수준으로 급격히 상승하였다. 이후 2012년 155.5%까지 둔화된 것으로 보이나 2010년 150%에서 155.5%까지 완만한 상승세를 보이고 있다(〈그림 IV-21〉 참조). 기업의 부채비율이 급격히 높아진 원

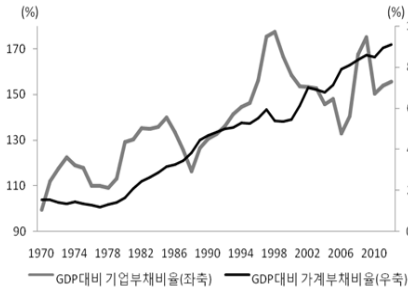
40) 우리나라와 일본 기업의 부채항목이 상이하여 일본의 기업부채는 비금융법인의 부채잔액표의 대출과 채권발행 항목의 합으로 정의하였다.

41) 한국은행이 자금순환 통계기준을 2010년 기준으로 전환한 이후 2013년 기업부채비율은 2012년도와 유사한 144.5%를 기록하였다. 2013년부터는 기업부문이 공기업과 민간기업으로 구분되는데 민간기업의 GDP대비 부채비율은 2012년 115.2%, 2013년 115.7%이며 2013년 공기업의 부채비율은 29.3%와 28.8%를 기록하였다.

42) 일본 가계의 부채잔액은 우리나라의 경우와 같이 부채총계에서 주식 및 지분투자, 직접투자를 제외한 금액을 명목GDP로 나눈 값으로 정의하였고, 비영리법인은 제외하였다.

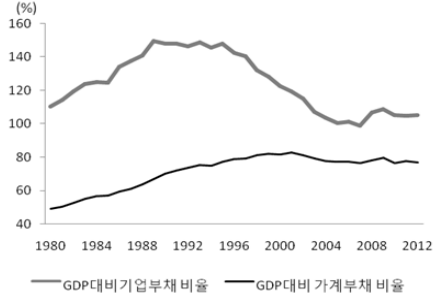
인을 분석한 결과, 2005년 이후 기업의 회사채발행이 크게 늘어났고 금융기관으로부터의 대출이 늘어났기 때문이다(〈그림 IV-23〉, 〈그림 IV-24〉 참조).

〈그림 IV-21〉 가계와 기업의 GDP대비 부채 비율(한국)



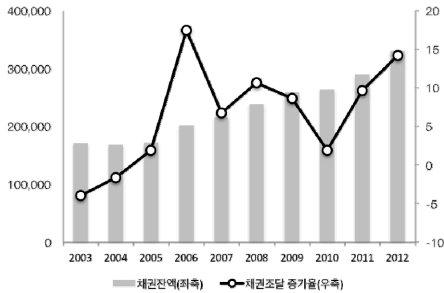
자료: 한국은행.

〈그림 IV-22〉 가계와 기업의 GDP대비 부채 비율(일본)

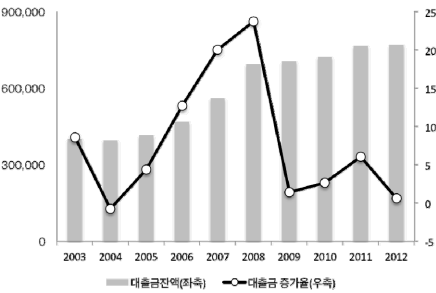


자료: 일본은행.

〈그림 IV-23〉 국내 기업의 회사채 발행 현황 〈그림 IV-24〉 국내 기업의 대출규모와 증가율



자료: 한국은행.



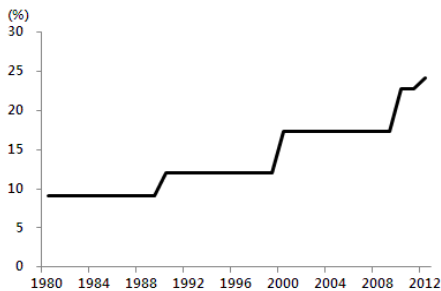
한국은행의 자금순환통계에 따르면 기업의 금융부채 가운데 대출을 통해 조달한 금융부채의 증가율은 2006년 12.70%, 2007년 20.02%, 2008년 23.68%를 기록하였다. 채권발행을 통해 조달한 금융부채의 증가율은 2004년 9.82%에서 2005년 20.39%로 크게 높아진 이후, 2006년 26.17%, 2007년 23.51%, 2008년 34.78%, 2009년 29.63%로 상승세를 지속하였다. 가계와 비영리법인의 금융부채 비율은 1975년 13%에서 2012년 91.1%까지 지속적으로 상승한 것으로 나타났다. 이 과정에서 기업의 금융 순부채는 2002년 635조 원에서 2006년 1,008조

원, 2012년 1,611조 원으로 크게 증가하였다.

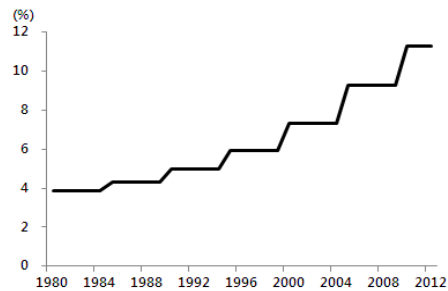
라. 인구고령화

인구구조의 경우 고령화 속도에서 차이가 있을 뿐, 우리나라도 일본과 유사하게 진행되고 있다. 특히 일본의 고령화가 우리나라보다 약 20~30년 선행하고 있다. 65세 이상 인구비중은 일본의 경우 1980년대 초반 9.1%를 기록하였는데, 2000년대 후반 우리나라의 65세 이상 인구비중은 10.1% 수준이다. 전체 인구 중 출생인구 비중의 경우 우리나라가 2000년대 후반 1.0% 수준인데, 이는 1990년대 초반 일본의 1.0% 수준과 유사한 것으로 나타났다. 고령인구의 비중이 늘어날수록 경제성장률과 물가상승률이 둔화되는 현상은 두 나라에서 공통적으로 관측되는 현상이다. 고령인구의 비중이 늘어나는 것은 출생인구가 줄어드는 것을 의미하는데, 두 나라의 전체인구대비 출생인구 비중 감소 추세도 공통적으로 관측되고 있다.

〈그림 IV-25〉 65세 이상 인구비중 추이(일본) 〈그림 IV-26〉 65세 이상 인구비중 추이(한국)

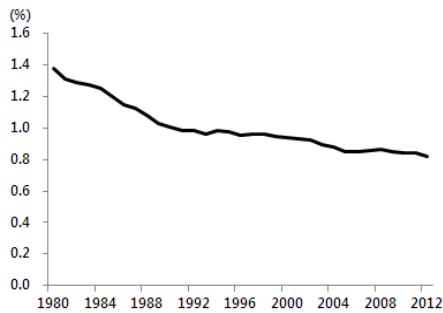


자료: 일본 후생노동성.

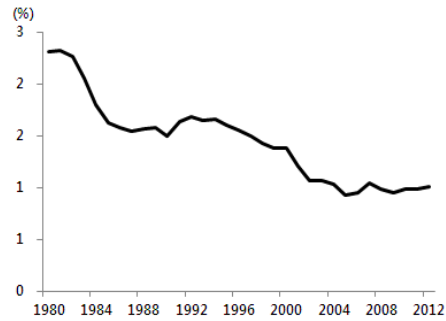


자료: 통계청.

〈그림 IV-27〉 전체인구대비 출생인구(일본) 〈그림 IV-28〉 전체인구대비 출생인구(한국)



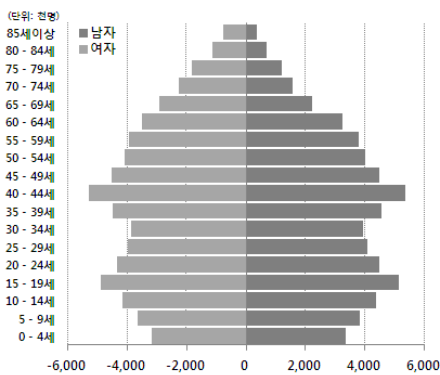
자료: 일본 후생노동성.



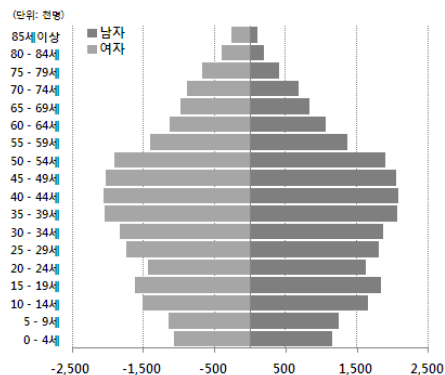
자료: 통계청.

1990년 일본의 인구피라미드와 2010년 우리나라의 인구피라미드를 비교해 보았다. 40세에서 44세 인구가 가장 많은 점은 유사한 점이다. 일본의 경우 39세 이하 인구 가운데서 15~19세 인구가 상대적으로 많은 것으로 나타났으나 우리나라의 경우 39세 이하 인구 가운데서 30~34세 인구가 상대적으로 많은 모습을 보이고 있다.

〈그림 IV-29〉 일본 1990년 인구피라미드 〈그림 IV-30〉 한국 2010년 인구피라미드



자료: 일본 후생노동성.



자료: 통계청.

이상에서 살펴본 바에 의하면, 우리나라의 경제구조와 인구구조는 1980년대 후반에서 1990년대 초반 일본과 매우 유사한 것으로 보인다. 산업구조 측면에

서는 일본과 우리나라가 매우 유사한 모습을 보이고 있다. 특히 서비스업의 고용비중은 우리나라가 일본이나 미국보다 더 높은 것으로 나타나, 생산성 둔화가 더 빠르게 나타날 수 있다. 이러한 경제지표를 고려해 보더라도 우리나라가 일본식 저성장·저물가, 경제의 장기부진을 경험할 가능성이 높아 보인다.

V. 부채조정의 영향 분석

이번 장에서는 일본 경제의 장기부진에 영향을 미친 것으로 분석된 부채의 영향이 우리나라 경제에도 유사한 영향을 미칠지를 분석하고, 이에 따른 정책적 시사점을 제시하고자 하였다. 즉, 가계부채와 기업부채가 우리나라 경제성장률과 물가상승률에 미치는 동태적 영향을 분석하여 그 중요성을 평가해 보았다.

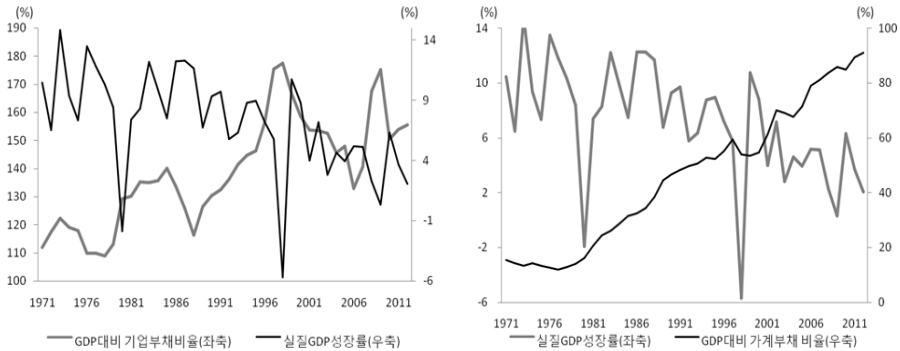
1. 자료

실질국내총생산과 GDP 디플레이터는 전기대비 증가율로 전환하였고 가계와 기업의 부채는 자금순환에서 발표하는 가계와 기업의 부채합계에서 주식 및 지분출자와 직접투자를 제외한 부채를 사용하였다.⁴³⁾ 가계부채를 경제활동인구로 나누어 경제활동인구 1인당 가계부채로 전환하였다. 경제활동인구 1인당 가계부채를 전기대비 증가율로 전환하면 가계부채 증가율과 경제활동인구 증가율의 차이로 나타난다. 경제활동인구 증가율이 둔화되거나 가계부채 증가율이 상승할 경우 1인당 가계부채 부담이 커지는 것을 나타내기 때문에 가계부채가 우리 경제에 미치는 영향을 경제활동인구(생산가능인구)의 감소와 가계부채 증가의 경로를 통해서 측정할 수 있다. 반면에 기업부채는 명목GDP로 나눈 값을 사용한다. 가계와 기업의 부채는 자금순환표 상의 가계와 기업의 금융부채로 정의하였다. 분석기간은 1970년부터 2012년까지이다.

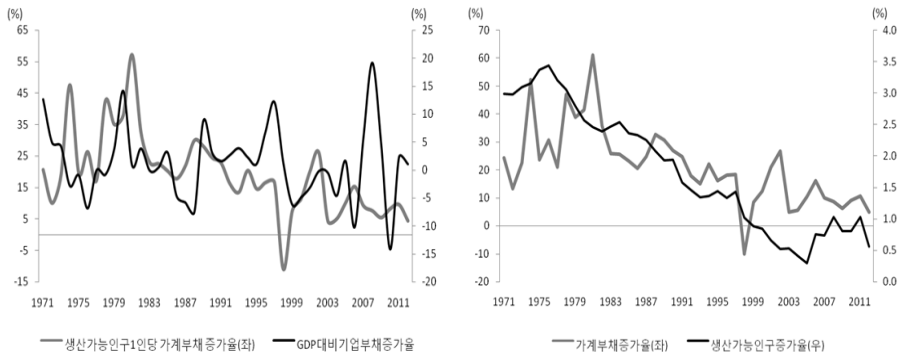
43) 2013년 자금순환 자료 산출 기준이 2010년 국민계정 집계방식 변화로 2012년 자금순환 자료 산출 기준과 달라져 2012년까지의 기업 및 가계부채 자료를 사용하였다.

〈그림 V-1〉 경제성장률과 경제주체별 금융부채 추이

기업부채 가계부채



〈그림 V-2〉 생산가능인구 1인당 가계부채 증가율과 기업부채 증가율(좌), 가계부채 증가율과 생산가능인구 증가율(우) 추이



생산가능인구 1인당 가계부채 증가율과 GDP대비 기업부채 증가율 추이를 <그림 V-2>에서 제시하고 있다. GDP대비 기업부채 증가율은 2004년 이후 변동성이 커지는 것으로 나타났는데, 이는 기업의 금융부채 증가세가 확대된 반면 경제성장률은 둔화되었기 때문인 것으로 보인다. 생산가능인구 1인당 가계부채 증가율은 1970년대 이후 추세적으로 둔화되고 있으나 IMF금융위기 당시에는 급격히 하락하였고 2000년 초반에 급격히 상승한 이후 증가율이 둔화되고 있다. 생산가능인구 증가율은 2000년대 중반까지 지속적으로 둔화되었고 중반 이후 높아졌다가 2010년 이후 하락한 반면, 가계부채 증가율은 90년대 후반과 2000년대 초반의 변동을 제외하고는 추세적으로 하락하고 있다.

2. 선행연구와 분석모형

가. 선행연구

일본 경제의 장기부진 원인 분석을 위해 본 연구에서와 같은 벡터자기회귀 모형(Vector Auto Regressive Model, 이하 VAR로 표기)을 추정한 연구로는 Bayoumi(2001)와 Shibamoto and Miyao(2008) 등이 있다.

Bayoumi(2001)는 일본의 실질GDP에 영향을 준 것으로 보여지는 재정, 통화, 자산가격, 금융기관 대출 등의 동태적 영향을 VAR(2) 모형으로 추정하였다.⁴⁴⁾ GDP, 재정적자, 단기실질이자율, 실질환율, 실질주가, 실질지가, 은행 대출 등을 반영하는 일곱 개의 변수로 구성된 시차 2의 VAR모형을 분기 자료를 이용해 추정하였다. 충격반응함수와 예측오차 분산분해를 통해 지가 하락 및 은행의 대출 감소가 장기부진에 큰 영향을 미쳤고 정부의 재정정책이 경제성장률에 긍정적인 영향을 미쳤다는 결과를 얻었다. Shibamoto and Miyao(2008)는 GDP 증가율과 GDP디플레이터 증가율 변수로 구성된 구조적 벡터자기회귀 모형(Structural Vector Auto Regression)을 추정하여 GDP 증가율 충격과 물가상승률 충격 간에 정의 상관계수가 존재함을 보였다. 그리고 1991년 이전과 이후로 표본을 구분하여 충격반응함수를 각각 추정하여 총수요에 대한 공급 충격의 영향이 1991년 이후에 더 커졌고 물가상승률에 대한 수요 충격의 영향은 더 작아졌다는 것을 보였다.

이외에도 VAR모형에 변수들의 공적분 관계를 반영한 벡터오차수정(Vector Error Correction)모형을 이용하여 일본 경제의 장기부진 원인을 분석한 연구로는 Morana(2004)가 있다.⁴⁵⁾ Morana(2004)는 공통추세모형의 특성을 활용하여

44) GDP, 일반정부적자, 단기실질이자율, 실질환율, 실질주가, 실질지가, 은행의 대출잔액 등 일곱 개의 변수로 구성된 시차 2의 벡터자기회귀모형을 81년 1분기부터 97년 4분기까지의 분기 자료를 이용해 추정하였다.

45) 이외에도 Kurita(2011), Hoshi Mio(2002) 등의 연구가 있다.

전술한 바와 같이 외생적인 생산성 충격과 노동공급 충격을 공통추세로 갖는 거시경제모형을 분석하였다. 1인당으로 전환된 GDP, 소비, 투자, 주식시장 시가총액, 생산성 충격을 반영한 임금, 그리고 노동공급 등 여섯 가지 변수로 구성된 거시경제모형을 구성하였는데, 여기서 노동공급 변수는 외생적인 노동공급 충격의 영향을 받고 나머지 변수들은 외생적인 생산성 충격의 영향을 공통적으로 받는 것으로 모형하였다. 그리고 외생적 충격을 식별하기 위한 제약을 부과한 후 예측오차의 분산을 추정한 결과, 생산성 충격이 1인당 GDP와 1인당 소비 변동성의 대부분을 설명하는 것으로 나타났다.

나. 모형

구조적 벡터자기회귀모형(Structural VAR)이나 벡터오차수정 모형 등은 구조화에 따른 식별(identification)문제, 인과관계 설정 등 모형설정에 어려움이 있고 충격반응함수 추정이 어려운 경우가 있다. 본 연구의 관심은 가계나 기업의 부채조정이 GDP 증가율과 물가상승률에 미치는 동태적 영향 분석이기 때문에 충격반응함수 추정에 초점을 맞추고 있어 벡터자기회귀모형 추정과 Jorda(2005)가 제시한 선형투영기법으로 충격반응함수를 추정하였다. 일본 경제의 장기부진에 대한 연구 중 최근의 논의인 부채조정의 영향을 실증적으로 분석한다는 점에서 의미가 있을 것으로 판단된다. Brunnermeier and Sannikov(2011)는 자산가격 하락으로 인한 부채조정 과정의 영향을 이론 모형으로 설명하고 있고 시뮬레이션을 통해 분석한 바 있다. Bayoumi(2001)의 연구에서는 자산가격 하락의 영향을 VAR모형으로 실증적으로 분석하고 있으나, 본 연구에서는 부채조정의 영향을 직접적으로 평가하고자 한다.

VAR 모형 추정결과에서 도출된 충격반응함수는 VAR 모형이 실제 자료생성과정(Data Generating Process)이라는 가정에서 추정되는데, 실제 자료생성과정에서 VAR 모형을 따르지 않을 경우 추정된 충격반응함수가 올바르게 추정되지 못하게 된다는 한계가 있다. VAR 모형의 충격반응함수는 분석기간 동안의 자료

를 이용한 추정치와 예측오차를 이용하기 때문에 과거 경험에 대해 독립적인 특성을 갖는다.⁴⁶⁾ 반면 Jorda(2005)는 예측기간(s)의 내생변수를 내생변수의 과거 시차(p)에 대한 선형회귀분석으로 계수를 추정한 후 이를 활용하여 예측기간별로 충격반응함수를 추정하였다. 즉, 다음의 방정식에서 추정된 회귀계수 $\widehat{B}_i^{s+1}$ (충격반응함수 추정계수)를 충격반응함수 추정에 이용한다.

$$y_{t+s} = \alpha^s + B_1^{s+1}y_{t-1} + B_2^{s+1} + \dots + B_p^{s+1} + u_{t+s}^s, s = 0, 1, 2, \dots, h$$

위 식에서 s는 충격반응함수의 예측기간이다. 따라서 예측기간(s)별로 충격반응함수는 다음과 같이 정의되고,

$$\widehat{IR}(t, s, d_i) = \widehat{B}_i^s d_i, s = 0, 1, \dots, h$$

여기서 d_i 는 i 번째 충격요인의 크기를 나타내는 더미변수이다. 선형투영기법으로 충격반응함수를 추정할 때, 위에서 나타난 바와 같이 충격요인의 크기와 방향을 설정할 수 있다.

Jorda(2005)는 선형투영 추정식의 오차항 u_{t+s}^s 가 t기에서 t+s 기간까지의 예측오차의 이동평균(moving average)이므로 독립변수들과 독립적이어서, 충격반응함수 추정계수가 일치추정치(Consistent Estimates)이고 정규분포를 따르는 것을 보이고 있다. 또한 VAR모형에서 추정한 충격반응함수와 선형투영기법으로 추정한 충격반응함수를 모의실험으로 비교한 결과, 선형투영기법으로 추정한 충격반응함수가 VAR모형의 충격반응함수를 포괄함을 보이고 있다. 결론적

46) 통상적인 VAR모형의 충격반응함수의 단점으로는 첫째, 충격의 방향에 대해 대칭적, 둘째, 충격의 크기에 비례하는 점, 셋째, 과거 경험에 대해 독립적이라는 점이다. 따라서 경기 순행적 충격과 경기 역행적 충격의 영향이 비록 부호는 반대로 나타나지만 실질적으로 동일하여 충격의 방향을 구분하는 것이 무의미하다. 둘째, 충격의 반응이 충격의 크기에 단순 비례적으로 나타나 서로 다른 규모의 충격이 미치는 효과를 비교할 수 없다. 셋째, 분석기간 중 특정시점에서 발생한 충격의 영향을 별도로 구분하여 분석할 수 없다(김기호·윤성훈, 2008, p. 8).

으로 선형투영기법으로 추정된 충격반응함수는 Jorda(2005), 김기호·윤성훈(2008)이 제시하는 바와 같이 VAR모형에서 추정된 충격반응함수의 한계를 극복하고 있다. 본 연구에서는 Jorda(2005)가 제시한 방법으로 충격반응함수를 추정하고 VAR모형 추정결과에서 추정된 충격반응함수와 비교하고자 한다.⁴⁷⁾

3. 동태적 영향 분석결과

GDP대비 기업부채와 생산가능인구 1인당 가계부채 충격이 실질GDP 성장률과 GDP디플레이터 증가율에 미치는 동태적 영향을 충격반응함수를 통해 분석하였다. 예측기간은 16년으로 설정하였고, 각 변수의 표준오차 1% 충격에 대한 내생변수들의 반응은 충격반응함수를 통해 살펴보았다.

충격반응함수는 VAR(1)에서 도출된 충격반응함수와 Jorda(2005)가 제안한 선형투영기법(Linear Projection)으로 도출한 충격반응함수를 추정하였다. 본 연구에서는 앞에서 추정된 VAR(1)모형의 충격반응함수와 선형투영기법으로 추정한 충격반응함수를 비교한다.

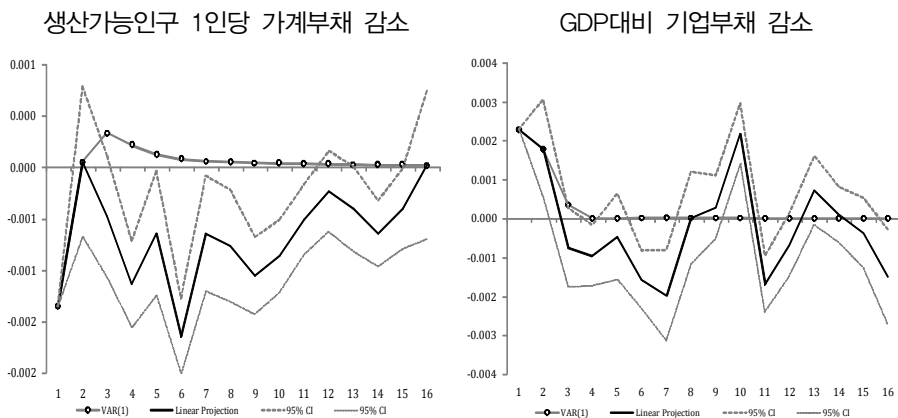
실질GDP 증가율과 GDP디플레이터 증가율의 충격에 대한 영향을 분석하였다. 생산가능인구 1인당 가계부채와 GDP대비 기업부채가 1% 감소하는 충격을 부여하였고 이에 대한 실질GDP 증가율과 GDP디플레이터 증가율(물가상승률)의 반응을 보았다. 각각의 충격에 대한 실질GDP 증가율의 반응은 〈그림 V-3〉에, GDP디플레이터 증가율의 반응은 〈그림 V-4〉에 제시하였다.

생산가능인구 1인당 가계부채가 1% 감소하는 경우 선형투영기법으로 추정한 충격반응함수는 충격발생시점에서 실질GDP증가율이 0.13%p 감소하고 예측기간 6년차에서 0.16%p 감소한 후 예측기간 15년까지 GDP 증가율이 하락하는 것으로 나타났다. 반면 VAR(1)으로 추정한 충격반응함수는 충격발생 시점을 제외

47) VAR모형 추정결과는 『부록 II: VAR모형 추정결과』에 제시하고 있다.

하고는 미약한 플러스로 전환되는 것으로 나타났다. 즉, 생산가능인구 1인당 가계부채 증가율이 가계의 부채조정으로 음(-)으로 전환될 경우 VAR(1) 모형에서 추정된 충격반응함수는 충격발생 시점 이후인 2년차부터 실질GDP 증가율이 플러스로 전환되는 결과를 보이고 있으나, 선형투영기법으로 추정한 충격반응함수는 2년차에 플러스를 기록한 이후 예측기간 동안 GDP 증가율에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 기업부채가 감소하는 경우에는 선형투영기법에서는 3년차부터 GDP 증가율이 하락하는 것으로, VAR(1)모형에서는 GDP 증가율이 둔화되나 플러스인 것으로 충격반응함수 결과가 나타났다. 기업부채가 감소할 경우 예측기간 7년차에서 실질GDP증가율이 0.19%p 내외 감소하는 것으로 나타났고, 물가상승률도 예측기간 9년차에서 0.27%p 감소하는 것으로 나타났다. 예측기간별 실질GDP 증가율이 하락하는 크기는 기업부채의 영향이 더 큰 것으로 나타났으나 가계부채 감소의 경우 실질GDP증가율이 예측기간 대부분에서 감소하는 것으로 나타나 충격의 지속성 측면에서 가계부채의 영향이 더 크다고 할 수 있다.

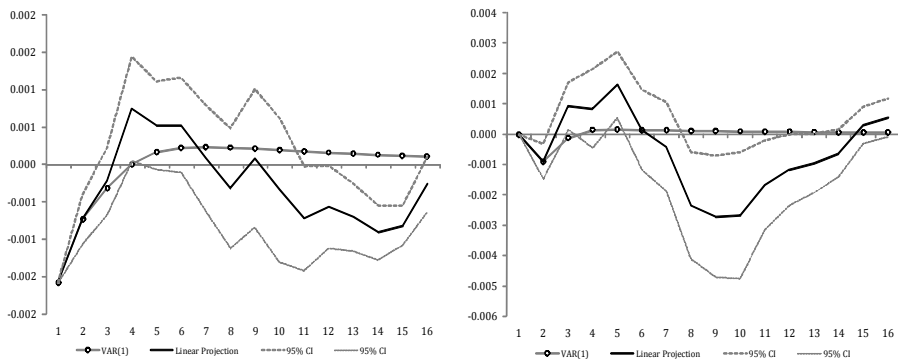
〈그림 V-3〉 주요 변수들의 충격에 대한 실질GDP증가율의 반응



주: 점선은 선형투영기법으로 추정한 충격반응함수의 95%신뢰구간임.

GDP디플레이터의 충격반응함수는 다음의 〈그림 V-4〉에서 보여주고 있다. 기업부채가 감소할 경우에는 GDP증가율 둔화와 동반하여 물가상승률이 하락하는 것으로 나타났고, 생산가능인구 1인당 가계부채가 감소하는 충격에 대해서도 GDP증가율 둔화와 더불어 물가상승률이 하락하는 것으로 나타났다. 충격 발생 이후 3-5년간을 제외하고 물가상승률이 하락하는 것으로 나타나 부채조정의 영향이 장기간 지속된다는 결과를 얻었다. VAR모형에서 추정된 충격반응함수와 선형투영법으로 추정한 충격반응함수가 유사한 추세를 보였다.

〈그림 V-4〉 주요 변수들의 충격에 대한 GDP디플레이터의 반응
 생산가능인구 1인당 가계부채 감소 충격 GDP대비 기업부채 감소 충격



주: 점선은 선형투영법으로 추정한 충격반응함수의 95%신뢰구간임.

4. 소결

실질GDP증가율과 GDP디플레이터 증가율에 대한 생산가능인구 1인당 가계부채 감소 충격과 GDP대비 기업부채 감소 충격의 동태적 영향을 충격반응함수 추정을 통해 분석하였다. 분석결과, 기업과 가계의 부채조정으로 부채증가율이 음(-)으로 전환될 경우 우리나라 실질GDP 증가율과 물가상승률에 장기적으로 부정적 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 분석결과는 부채조정으로 인한

일본 경제의 장기부진 현상이 우리나라에서도 발생할 가능성을 제시한다고 볼 수 있다. 또한 가계와 기업 부채의 적정 관리가 우리나라 경제의 장기부진을 피하기 위해 중요하다는 점을 시사한다. 가계와 기업의 상환여력을 고려한 부채관리방안 마련이 필요하다.

VI. 정책적 시사점

본 보고서에서는 일본 경제의 장기부진 원인을 기존 연구를 통해 살펴보고 이를 바탕으로 우리나라 경제의 장기부진 가능성을 검토하였으며, 이에 실증분석을 추가하였다. 일본 경제의 장기부진은 1990년대 초반의 자산가격 폭락이 단초가 되었으나, 이후 여러 가지 요인에 의해 최근까지 지속되고 있다. 2000년대 초반의 연구에 따르면 더욱 공격적이어야 했던 통화정책과 재정정책 등 거시정책 실패, 은행 부실과 기업구조조정 지연 등 일본 경제의 구조적 문제와 맞물린 미시정책 실패를 주된 요인으로 거론하였다. 이와 함께 인구구조 고령화도 경제의 활력 저하를 가져온 것으로 이해하였다. 2008년 글로벌 금융위기를 계기로 일본의 장기부진은 다시 조명을 받게 되었고 일본 경험의 교훈에 의해 미국과 유럽 등 주요 선진국에서 통화정책과 재정정책이 유례가 없을 정도로 공격적으로 시행되었다.

그런데 이 과정에서 경제정책 실패보다는 가계와 기업 등 민간부문의 경제행태 변화에 초점을 맞춘 일본의 장기부진에 대한 설명이 등장하였다. 이는 일본 경제 장기 부진의 원인을 경제정책 실패에서 찾는 기존 연구의 한계에서 비롯된 것이다. 이들은 가계와 기업의 부채조정에 주목하였다. 자산가격 폭락 이후 가계와 기업, 특히 상업용 부동산에 투자를 확대한 기업의 대차대조표가 훼손되었다. 기업은 대차대조표를 정상화하기 위해 시장금리가 1% 내외로 하락하였음에도 불구하고 부채를 계속해서 상환함에 따라 투자가 부진해졌다. 기업이 비용절감을 위해 임금상승을 억제함으로써 가계의 소득 증가가 제한되었고, 이는 자산가격 폭락과 함께 가계의 소비부진을 유발하였다. 이러한 내수 부진에도 막대한 경상수지 흑자를 바탕으로 기업은 일정한 수준의 현금흐름을 유지할 수

있었는데, 경상수지 흑자에 의한 엔화 강세가 투자와 소비부진과 함께 일본에서 디플레이션을 초래하였다. 가계와 기업이 대출수요를 줄임에 따라 통화정책은 효과가 없었으며, 재정적자가 투자와 소비 부진을 상쇄하여 경제가 역성장하는 것을 막을 수 있었다. 은행이 대출 공급을 줄인 것은 부실 때문이 아니라 기업이 대출수요를 줄였기 때문이며, 대출 수요 축소로 은행은 자산에서 국채 비중을 확대할 수밖에 없었다.

결과적으로 이들은 몇 가지 기존 연구와 다른 결론을 내리고 있다. 첫째, 은행이 부실화되어 금융중개기능이 저하된 것이 아니라 기업이 부채를 상환하고 대출 수요를 줄인 결과로 금융중개기능이 저하된 것처럼 보인다는 것이다. 둘째, 부채조정기에는 기업이 대출을 상환하기 때문에 통화정책이 효과적이지 않다는 것이다. 셋째, 일본의 장기부진은 공급부족 때문이 아니라 수요부족에 기인한 것이며, 구조조정 지연이 크게 문제되지 않는다는 것이다. 넷째, 민간부문의 수요부족을 정부부문이 보충함에 따라 정부의 부채규모가 크게 확대되었으나 이를 통해 경제가 마이너스 성장하는 것을 방지하였으며, 이러한 측면에서 재정정책은 실패하지 않았고 부채조정기에 유일한 경기부양수단이라는 것이다.

여기서 기존 연구와 최근 연구의 시사점을 모두 정리해 본다면,⁴⁸⁾ 경제의 장기부진을 방지하기 위해서는 거시정책과 미시정책의 조화가 필요하며, 특히 경제 부진이 부채조정에 의한 내수 부족에서 비롯된 것일 경우 부채조정이 완료되기까지 적자재정이 불가피하다는 시사점을 얻을 수 있다.

글로벌 금융위기 이후 주요국에서는 민간부문의 부채조정이 진행되어 왔다. 이에 따라 적자재정이 지속되었고 정부부채 규모도 확대되었다. 우리나라에서는 아직까지 부채조정이 본격화되었다고 보기 어려우나, 최근 부채조정의 조짐이 나타나고 있다. 부채조정이 본격화된다면 부채조정이 진행되는 기간 동안 우리 경제가 활력을 상실할 가능성도 배제할 수 없을 것이다. 특히 우리나라 경

48) 본 보고서의 목적은 기존 연구와 최근 연구 가운데 어느 주장이 더 설득력 있는가를 밝히는데 있지 않다. 이것은 본 저자들의 능력을 벗어나는 영역이다. 각각의 주장의 시사점을 통해 우리에게 필요한 정책이 무엇인지 찾아보는 것이 본 보고서의 목적 가운데 하나이다.

제 상황은 일본의 1980년대 후반과 1990년대 초반의 상황과 너무나도 흡사하다. 우리나라 경제상황을 일본과 비교한 결과, 국민소득지출구조, 소득(1인당 GNI), 산업구조, 인구구조 측면에서 우리나라 상황은 일본의 1990년대 전후와 유사한 것으로 보인다. 특히 저출산 고령화의 심화와 1인당 GNI 대비 높은 서비스업 고용비중은 생산성 둔화를 가속화할 우려가 있어, 일본식 경기부진에 빠질 가능성을 높일 수 있을 것으로 보인다.

부채조정에 의한 투자와 소비 부진을 수출로 만회할 수 있지 않느냐는 질문이 있을 수 있으나 이는 상품수지 흑자만을 확대하여 원화가치를 높이고 수입물가와 생산자물가 하락을 초래하여 디플레이션을 유발할 수도 있다. 이는 일본이 경험한 것으로 디플레이션이 발생하면 부채조정 기간이 더욱 길어져 부채조정 $\Rightarrow$ 내수부진 $\Rightarrow$ 디플레이션 $\Rightarrow$ 부채조정 등의 악순환이 발생할 가능성만 높일 것이다.

실증분석 결과에서도 현재와 같은 여건에서 가계와 기업의 부채조정 본격화는 우리나라 경제성장과 물가상승률에 대해 장기적으로 부정적인 영향을 미칠 것으로 분석되었다. 따라서 가계와 기업의 부채관리에 대한 정책대응이 시급한 것으로 보인다.

무엇보다도 부채조정이 단기간에 마무리될 수 있는 정책이 필요하다. 이를 위해서는 내수를 키워 양질의 일자리를 많이 창출해야 한다. 이전까지는 수출의 낙수효과가 적지 않아 수출이 일자리를 창출하고 일자리 창출이 내수 확대로 이어졌으나 수출의 고용창출 능력이 현저하게 줄어들고 있다. 따라서 현재 정부가 서비스업 등을 육성하여 경제의 활력을 제고하려는 계획은 방향성 측면에서 바람직하다고 하겠다. 서비스업 육성은 내수를 확대하는 동시에 생산성을 제고하는 일거양득의 효과를 기대할 수 있다. 정부는 서비스업 생산성 제고를 위해 금융서비스 경쟁력 제고, 의료서비스, 건강관리서비스 확대 등을 추진하고 있다. 그런데 생산성 제고의 주체는 기업이다. 기업의 역할을 제한하면서 서비스업의 경쟁력 제고를 추진하는 것은 어려운 일이다. 여기서 정책 딜레마에 빠질 우려가 있다. 시장실패가 발생하는 부문에 대해서만 예외로 하고 전반적으로

규제를 획기적으로 완화해야 할 것이다.

둘째, 부채조정에 대비하여 재정의 효율성을 높여야 한다. 부채조정기에는 정부가 재정지출을 확대하여 경제가 역성장하는 것을 억제해야 하는데, 일본과 달리 우리나라 국채는 외국인 투자 비중이 높기 때문에 GDP 대비 정부부채 수준이 일정 수준 이상으로 높아지기 어렵다. 또한 공기업 부채를 고려할 때 우리나라 재정 건전성이 양호하다고 할 수 없으며,⁴⁹⁾ 장기간에 걸쳐 적자재정 편성이 어렵다. 따라서 공기업의 구조조정과 비용 합리화 등을 통해 부채수준을 낮추어 본격적인 부채조정에 대비해야 할 것이다.

셋째, 기업 부채관리 강화이다. 실증분석 결과, 기업의 부채조정이 본격화될 경우 경제성장률은 하락할 것이고 물가상승률은 둔화될 가능성이 높은 것으로 나타났다. 신용카드 사태 전후인 2004년부터 기업은 금융기관 대출과 채권발행을 통해 금융부채를 증가시켜, 주식 및 지분투자와 직접투자를 증가시킨 것으로 나타났다. 높은 수출비중과 해외시장에서 일본과의 경쟁 심화로 수익성이 악화될 경우 기업의 부채조정이 본격화될 가능성이 있다. 특히 기업 간 양극화로 인해 중소기업에서 부채조정이 먼저 일어날 경우 내수부진이 더욱 심화될 수도 있다.

넷째, 가계부채의 연착륙이 필요하다. 가계부채 문제는 부동산 경기와 크게 연관되어 있기 때문에 부동산 시장의 급격한 침체를 방지할 필요가 있으며, 이를 위한 정부의 노력이 지속되어야 할 것이다.

마지막으로 보험산업의 경우 보험산업의 역할 확대를 통한 경제주체의 불확실성을 감소시켜야 할 것이다. 투자측면에서는 기업의 투자 관련 위험과 시스템 위험을 줄여줌으로써 기업의 투자를 촉진하는 보험의 역할을 확대해야 한다. 일본의 경우 기업의 부채조정이 본격화되면서 투자가 줄어들었는데, 이는 부채조정으로 투자 불확실성이 확대됨을 의미한다. 따라서 투자 불확실성을 담보할

49) 정부는 최근 국제지침에 따라 비금융공기업까지 포함하는 공공부문 부채를 처음으로 산출·공표했다. 기획재정부는 일반정부(중앙정부+지방정부)와 한국토지주택공사(LH)·한국전력 등 비금융공기업을 포함한 공공부문 부채가 2012년 말 기준 821조 1000억 원으로 전년대비 67조 8000억 원 늘었다고 밝혔다. 이는 국내총생산(GDP) 대비로는 64.5% 수준이다.

수 있는 보험 상품이 확대될 필요가 있다.⁵⁰⁾ 소비 측면에서는 인구구조 고령화로 인한 미래소득과 건강의 불확실성을 줄여야 한다. 일본의 사례에서 제시하는 바와 같이 가계 소득과 자산이 줄어들고, 고용불안과 공적연금에 대한 불안 확대로 인한 불확실성과 미래에 대한 불안은 저축을 증가시켜 소비를 둔화시킨 원인으로 나타났다. 그러나 소비가 둔화되었어도 건강·의료보험에 대한 지출은 크게 확대되었다. 또한 Horioka(2006)는 2000년 일본의 공공개호서비스 보험(Public Nursing Care Insurance Program)의 도입이 소비둔화를 억제하는 역할을 했을 가능성이 있다고 언급하고 있다. 그러나 우리나라의 경우 경제주체의 미래에 대한 불확실성을 줄이기 위한 재정의 역할은 제한적일 것으로 보여, 사회안전망의 한 축으로서 보험산업의 역할이 확대되어야 할 것이다.

50) 대출 및 채권 보증보험, 최근의 개인정보유출과 관련된 기업의 위험을 보장하는 사이버리스크책임보험, OECD가 운용하는 해외진출 시 진출국의 정치적 불안을 담보하는 보험 등이 있다.

참고문헌

- 김기호 · 윤성훈(2008), 「소비자물가에 대한 유가 및 환율충격의 비대칭성 · 비선형성 분석: 국소투영기법 적용」, 『금융경제연구』, 한국은행 금융경제연구원.
- 김현정 · 손종철 · 이동렬 · 임현준 · 나승호(2013), 「우리나라 가계부채의 증가 원인 및 지속 가능성 분석」, 『BOK 경제 리뷰』, 한국은행.
- 박대근(2002), 「일본의 거시경제개관」, 『일본경제의 장기침체와 한국경제, 종합심층연구』, 대외경제정책연구원.
- 왕윤종 · 이형근(2002), 「일본 경제위기의 정치경제학」, 『일본경제의 장기침체와 한국경제, 종합심층연구』, 대외경제정책연구원.
- 유재원(2002), 「일본의 거시경제정책」, 『일본경제의 장기침체와 한국경제, 종합심층연구』, 대외경제정책연구원.
- 이영섭(2002), 「일본 금융부실의 현황과 배경」, 『일본경제의 장기침체와 한국경제, 종합심층연구』, 대외경제정책연구원.
- 이우광 · 구본관 · 김선빈(2002), 「일본경제위기와 개혁실패의 교훈」, CEO Information 343호, 삼성경제연구소.
- 임준환(2002), 「유동성함정에 대한 재해석 및 정책방안」, 『일본경제의 장기침체와 한국경제, 종합심층연구』, 대외경제정책연구원.
- Baumol, W. J.(1967), "Macroeconomics of unbalanced growth: the Anatomy of Urban Crisis," *American Economic Review*, Vol. 57.
- Bayoumi, Tamim(1999), "The Morning After: Explaining the Slowdown in Japan Growth in 1990s", IMF Working Paper 99/13.
- Bernanke, Ben S.(2003), "Some Thoughts on Monetary Policy in Japan", Remarks before the Japan Society of Monetary Economics, Tokyo, Japan.

- _____ (2004), “Money, Gold, and the Great Depression”, FRB, Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the H. Parker Willis Lecture in Economic Policy.
- Brunnermeier, Markus K. (2009), “Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008”, *The Journal of Economic Perspective*, Vol. 23.
- Brunnermeier, Markus K. and Yuliy Sannikov (2011), “A Macroeconomic Model with a Financial sector”, Princeton University Working Paper.
- Cecchetti, Stephen G., M. S. Mohanty, and Fabrizio Zampolli (2011), “The Real Effect of Debt”, BIS Working Papers, NO. 352.
- Debelle, Guy (2004, 6), “Macroeconomic implications of Rising Household Debt”, BIS Working Papers, No. 153.
- Dynan, Karen E., and Donald L. Kohn, “The Rise in U.S. Household Indebtedness: Causes and Consequences” paper prepared for Reserve Bank of Australia Conference 2007.
- Eggertsson, Gauti B. (2003), “How to Flight Deflation in a liquidity Trap: Committing to Being Iresponsible”, IMF Working Paper 03/64.
- Eichengreen, Barry, “Viewpoint: Understanding the Great Depression”, *Canadian Journal of Economics*, 37(1), pp. 1-27.
- Greenspan, Alan (2003), “The Economic Outlook”, Testimony of the Chairman of the Federal Reserve Board.
- Hayashi, Fumio and Edward C. Prescott (2001), “The 1990s in Japan: A Lost Decade”, *Journal of Economic Dynamics*, Vol. 5, No 3.
- Horioka, Charles Yuji., “The Causes of Japan's Lost Decade: The Role of Household Consumption”, NBER, 2006.
- Hoshi, Takeo (2001, 2), “What happened to Japanese Banks?” *Monetary and Economic Studies*, 19, Bank of Japan, pp. 1-29.
- Ito, Takatoshi (2001), “Long-term Stagnation in Japan and Its Policy Implications”,

- presented at the KIDIC International Financial Symposium.
- _____ (2003. 3), "Retrospective on the Bubble Period and Its Relationship to Developments in the 1990s," *The World Economy*, Vol. 26, no. 3, pp. 298-299.
- Jang, Kyungho and Masao Ogaki(2001), *User Guide for VECM with Long-Run Restrictions*, Department of Economics, The Ohio State University.
- Jorda, Oscar.(2005. 3), "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections", *American Economic Review*, Vol. 95, No. 1.
- Koo, Richard C.(2008), *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*, John Wiley and Sons.
- Krugman, Paul, "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap", *Brookings Papers on Economic Activities* 2, pp. 137-205.
- _____ (2000), "Can America Stay on Top?", *Journal of Economic Perspective*, Vol 14(1), pp. 169-175.
- Kuttner, Kenneth N. and Adam S. Posen(2001. 2), "The Great Recession: Lessons for Macroeconomic Policy from Japan," in Kenneth N. Kuttner, Adam S. Posen, Stanley Fischer, and John Makin, *Brookings Papers on Economic Activity*, The Brookings Institution, Washington D.C., pp. 93-183.
- Lincoln, Edward J.(2005. 5), "Japan: Long-term Budget Challenges, Council on Foreign Relations", Paper prepared for the conference on the Long-Term Budget Challenge: Public Finance and Fiscal Sustainability in the G-7, June 2-4, 2005, Washington, DC.
- Loser, Claudio M.(2009), "Global Financial Turmoil and Emerging Market Economics: Major Contagion and a Shocking Loss of Wealth?", Asian Development Bank, Discussion Paper.
- Mio, Hitoshi(2002. 1), "Identifying Aggregate Demand and Aggregate Supply Components of Inflation Rate: A Structural Vector Autoregression

- Analysis for Japan”, *Monetary and Economic Studies*.
- Morana, Claudio(2004), “The Japanes Stagnation: an Assessment of the Productivity Slowdown Hypothesis”, *Japan and the World Economy*.
- Myers, Strwart C.(1977), “Determinants of Corporate Borrowing”, *Journal of Financial Economics*, pp. 147-175.
- Nanto, Dick K.(2009), “The Global Financial Crisis: Lessons from Japan’s Lost Decade of 1990s”, CRS Report for Congress.
- Pfaff, Bernhard(2008), *Analysis of Integrated and Cointegrated Time Series with R*.
- Posen, Adam S.(1998), *Restoring Japan’s Economic Growth*, Peterson Institute for International Economics.
- Reich, Robert B.(2011), *After Shock*, Vintage.
- Romer, Christina. D.(1999), “What Ended the Great Depression”, NBER Working Paper, 3829.
- Shibamoto, Masahiko and Miyao, Ryuzo(2008), “Understanding Output and Price Dynamics in Japan: Why Have Japan’s Price Movements Been Relatively Stable Since the 1990s?”, Volume 219 of Discussion Paper Series, Research Institute for Economics and Business Administration, Kobe University.
- Svensson, Lars E. O.(2003), “Escaping from a Liquidity Trap and Deflations: The Foolproof way and Others”, *Journal of Economic Perspectives*, 17(4). pp. 145-166.
- Takamitsu, Kurita, An Empirical Model for Japan’s Business Fixed Investment(2011), *Journal of Economics and Business* 63.
- U.S. Congress, Joint Economic Committee(2008. 11), Policy Lessons from Japan’s Lost Decade, 110th Cong., 2nd Sess., Research Report No.110-30, released by Hon. Jim Saxton.
- Yoshino, Naoyuki and Sakakibara, Eisnke(2002), “The Current state of the Japanese economy and remedies”, *Asian Economic Papers*, Vol. 1, No. 2.

부 록 I : 한국과 일본의 주요 거시경제 지표

1. 주요 거시경제 지표 목록

구분		주기	개시 시점	종료 시점	표본 수	자료출처	비고
GDP성장률	일본	연간	1980	2012	33	내각부	-
	한국	연간	1980	2012	33	한국은행	-
CPI상승률	일본	연간	1980	2012	33	총무성	-
	한국	연간	1980	2012	33	한국은행	-
환율	일본	연간	1980	2012	33	한국은행	연평균
	한국	연간	1980	2012	33	한국은행	
민간소비 (GDP대비)	일본	연간	1980	2012	33	내각부	민간소비(명목)/GDP(명목)
	한국	연간	1980	2012	33	한국은행	
총고정자본형성 (GDP대비)	일본	연간	1980	2012	33	내각부	총고정자본형성(명목)/GDP(명목)
	한국	연간	1980	2012	33	한국은행	
재화수출 (GDP대비)	일본	연간	1980	2012	33	내각부	재화수출(명목)/GDP(명목)
	한국	연간	1980	2012	33	한국은행	
재화수입 (GDP대비)	일본	연간	1980	2012	33	내각부	재화수입(명목)/GDP(명목)
	한국	연간	1980	2012	33	한국은행	
경상수지 (GDP대비)	일본	연간	1980	2012	33	내각부	경상수지/GDP(명목)
	한국	연간	1985	2012	28	한국은행	
기준금리	일본	연간	1980	2012	33	BOJ	The Basic Discount Rate and Basic Loan Rate
	한국	연간	1999	2012	14	한국은행	연평균
국채금리	일본	연간	1980	2012	33	BOJ	국고채 3년물 금리, 연평균
	한국	연간	1987	2012	26	한국은행	국민주택채권 1종(5년) 금리, 연평균
가계부채 (GDP대비)	일본	연간	1980	2012	33	내각부, BOJ	자금순환표상 자금과부족 (가계및 비영리기관)/GDP(명목)
	한국	연간	1980	2012	33	한국은행	
기업부채 (GDP대비)	일본	연간	1980	2012	33	내각부, BOJ	자금순환표상 자금과부족 (비금융법인)/GDP(명목)
	한국	연간	1980	2012	33	한국은행	
정부부채 (GDP대비)	일본	연간	1980	2012	33	내각부, BOJ	자금순환표상 자금과부족 (일반정부)/GDP(명목)
	한국	연간	1980	2012	33	한국은행	
65세 이상 인구비중(%)	일본	10년	1980	2012	5	후생노동성	65세 이상 인구/ 전체인구
	한국	5년	1980	2012	7	통계청	
출생인구/ 전체인구(%)	일본	연간	1980	2012	33	후생노동성	출생인구/ 전체인구
	한국	연간	1980	2012	33	통계청	

2. 1980~2012년간 주요 거시경제 지표 기초 통계량

구분		평균	중위값	최대값	최소값	표준편차
GDP성장률	일본	2.1	2.2	7.1	-5.5	2.5
	한국	6.3	6.8	12.3	-5.7	4.1
CPI상승률	일본	1.0	0.6	7.8	-1.4	1.9
	한국	5.5	4.0	28.7	0.8	5.5
환율	일본	137.7	121.0	249.2	79.7	50.2
	한국	945.8	881.3	1398.9	607.4	216.5
민간소비 (GDP대비)	일본	56.0	55.5	60.7	52.5	2.2
	한국	54.1	53.5	62.7	49.1	3.3
총고정자본형성 (GDP대비)	일본	26.5	28.0	32.7	19.7	4.0
	한국	30.6	29.1	38.0	26.7	3.3
재화수출 (GDP대비)	일본	10.9	10.2	15.5	7.9	2.2
	한국	31.5	30.0	49.6	22.3	7.7
재화수입 (GDP대비)	일본	8.7	7.6	14.6	4.9	2.9
	한국	29.9	27.3	46.5	21.5	6.7
경상수지 (GDP대비)	일본	2.8	2.9	4.9	1.0	0.9
	한국	1.3	1.6	10.3	-7.9	4.1
기준금리	일본	2.0	0.5	7.3	0.0	2.3
	한국	3.7	3.8	5.3	2.0	1.0
국채금리	일본	3.0	1.4	9.4	0.1	3.0
	한국	9.0	8.6	16.5	3.4	4.2
가계부채 (GDP대비)	일본	6.7	6.9	11.6	1.3	3.1
	한국	6.9	6.8	16.9	-0.7	3.2
기업부채 (GDP대비)	일본	-0.8	-1.0	10.2	-8.8	5.5
	한국	-8.9	-8.1	-3.0	-15.4	3.9
정부부채 (GDP대비)	일본	-3.7	-3.6	3.6	-11.4	3.6
	한국	2.3	2.5	4.9	-0.9	1.6
65세 이상 인구비중(%)	일본	13.8	12.0	24.1	9.1	4.5
	한국	6.4	5.9	11.3	3.9	2.4
출생인구/ 전체인구(%)	일본	1.0	1.0	1.4	0.8	0.2
	한국	1.4	1.5	2.3	0.9	0.4

3. 주요 거시경제 지표의 기간별 평균

구분		1980~ 1985	1986~ 1990	1991~ 1995	1996~ 2000	2001~ 2005	2006~ 2012
GDP성장률	일본	4.1	5.0	1.4	0.9	1.2	0.5
	한국	7.2	10.5	7.9	5.4	4.5	3.6
CPI상승률	일본	3.6	1.4	1.4	0.3	-0.5	-0.1
	한국	10.9	5.4	6.2	4.0	3.4	3.1
환율	일본	235.0	144.8	113.7	116.4	116.2	96.9
	한국	745.5	762.7	778.4	1095.0	1180.6	1093.6
민간소비 (GDP대비)	일본	54.8	53.6	54.1	56.2	57.6	59.1
	한국	59.8	51.0	51.5	53.0	54.8	53.8
총고정자본형 성(GDP대비)	일본	29.6	30.5	29.8	26.5	22.8	21.3
	한국	28.9	30.7	36.3	31.8	29.0	28.3
재화수출 (GDP대비)	일본	12.6	9.3	8.3	9.3	10.7	13.6
	한국	27.8	28.9	23.0	30.1	31.7	43.5
재화수입 (GDP대비)	일본	10.5	6.0	5.4	6.8	8.5	12.8
	한국	31.2	25.7	23.3	26.4	28.1	40.3
경상수지 (GDP대비)	일본	3.7	2.8	2.5	2.4	3.1	3.1
	한국	-3.5	5.3	-1.1	2.5	2.7	2.5
기준금리	일본	5.6	3.7	2.4	0.4	0.0	0.2
	한국	-	-	-	5.0	3.8	3.3
국채금리	일본	7.6	5.0	3.7	0.8	0.2	0.5
	한국	-	13.4	13.7	10.5	5.4	4.8
가계부채 (GDP대비)	일본	9.7	9.7	8.9	5.8	2.4	4.2
	한국	6.2	9.5	9.4	9.2	2.3	5.6
기업부채 (GDP대비)	일본	-5.4	-7.2	-4.8	2.3	5.7	3.8
	한국	-11.7	-9.0	-13.3	-9.0	-4.3	-6.6
정부부채 (GDP대비)	일본	-3.4	1.2	-1.1	-6.6	-6.5	-5.1
	한국	0.4	3.3	2.3	3.1	3.3	2.1
65세 이상 인구비중(%)	일본	9.1	9.7	12.0	13.1	17.3	19.9
	한국	3.9	4.5	5.2	6.2	7.7	10.1
출생인구/ 전체인구(%)	일본	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
	한국	2.1	1.6	1.6	1.4	1.1	1.0

4. 주요 거시경제 지표의 기간별 표준편차

구분		1980~ 1985	1986~ 1990	1991~ 1995	1996~ 2000	2001~ 2005	2006~ 2012
GDP성장률	일본	1.28	1.63	1.22	1.93	0.89	3.26
	한국	4.83	2.38	1.73	6.45	1.63	2.13
CPI상승률	일본	2.32	1.26	1.28	1.01	0.38	0.87
	한국	11.33	2.54	1.90	2.57	0.56	0.95
환율	일본	9.99	14.84	16.81	9.56	7.25	16.00
	한국	93.40	86.61	28.70	227.74	103.66	118.91
민간소비 (GDP대비)	일본	0.69	0.61	1.25	0.75	0.27	1.31
	한국	2.69	1.55	0.74	1.64	1.64	0.80
총고정자본형 성(GDP대비)	일본	1.88	2.02	1.87	1.75	0.83	1.50
	한국	1.53	3.39	1.07	3.54	0.31	0.91
재화수출 (GDP대비)	일본	0.48	0.52	0.43	0.48	1.29	1.63
	한국	1.11	3.58	0.75	5.44	2.91	5.88
재화수입 (GDP대비)	일본	1.19	0.61	0.48	0.41	1.18	1.64
	한국	2.99	1.20	1.30	1.83	1.99	6.03
경상수지 (GDP대비)	일본	-	1.07	0.50	0.61	0.65	1.27
	한국	2.91	4.60	1.37	5.28	1.42	1.26
기준금리	일본	0.89	1.50	1.54	0.22	0.00	0.15
	한국	-	-	-	0.35	0.37	1.08
국채금리	일본	1.09	1.27	1.75	0.35	0.06	0.35
	한국	-	1.52	1.99	1.87	1.05	0.81
가계부채 (GDP대비)	일본	0.57	1.71	1.73	1.69	1.04	0.91
	한국	1.15	1.10	0.16	4.43	1.85	1.29
기업부채 (GDP대비)	일본	1.00	1.33	3.24	3.26	2.57	1.94
	한국	2.40	4.08	1.16	4.44	1.06	1.89
정부부채 (GDP대비)	일본	1.46	1.17	2.94	3.02	1.85	3.44
	한국	0.74	1.22	0.93	1.33	1.65	1.74
65세 이상 인구비중(%)	일본	0.00	1.32	0.00	2.36	0.00	3.20
	한국	0.19	0.29	0.42	0.63	0.87	1.08
출생인구/ 전체인구(%)	일본	0.06	0.06	0.01	0.01	0.03	0.01
	한국	0.29	0.03	0.03	0.08	0.10	0.03

부 록 Ⅱ: VAR모형 추정결과

가. 단위근, 공적분 검정결과

경제성장률과 물가상승률에 대한 가계부채와 기업부채의 동태적 영향을 분석하기 위해 벡터자기회귀(Vector Autoregressive Regression) 모형을 분석한다. 본 연구에서는 다음과 같은 일반적인 벡터자기회귀모형(VAR)을 정의하고 있다.

$$y_t = A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \cdots + A_p y_{t-p} + u_t$$

여기서 $y_t = (y_{1t}, \cdots, y_{kt}, \cdots, y_{Kt})$ 는 분석대상인 K개의 내생변수로 이루어진 벡터이다. 본 연구에서는 실질GDP증가율($\Delta \lgdp$), GDP디플레이터 증가율($\Delta \lgdpdef$), 생산가능인구 1인당 가계부채의 증가율($\Delta hdebt\text{pop}$), GDP대비 기업부채 증가율($\Delta bdebt\text{gdp}$)로 구성되어있다. 벡터자기회귀모형의 경우 더미변수를 모형에 포함할 수 있는데, 여기서는 1980년대 오일쇼크, 1998년 IMF외환위기, 2008년 글로벌 금융위기를 더미변수로 포함하였다.

VAR모형의 안정성을 검증하기 위해 변수별 단위근 검정과 공적분 검정을 수행하였다. 분석대상인 네 변수들에 대한 단위근 검정 결과는 아래의 <부록 표 Ⅱ-1>에 제시하였다. 변수들에 대한 단위근 검정 결과 대부분의 변수들이 불안정적인 특성을 갖는 것으로 나타났다. ADF 검정을 위한 추정식은 다음과 같고 귀무가설은 $H_0 : \pi = 0$ 이다. 귀무가설을 기각하지 못하면 단위근이 존재한다고 볼 수 있다.

$$\Delta y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \pi y_{t-1} + \sum_{j=1}^k \gamma_j \Delta y_{t-j} + u_t$$

검정결과 귀무가설을 기각하는 것으로 나타났는데, 기업부채의 경우는 5%에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타났고 나머지 변수들은 1% 유의수준에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타났다. 분석에 사용된 변수들이 시계열 안정적인 변수들이므로 공적분관계를 고려할 필요 없이 VAR모형을 분석할 수 있다.

〈부록 표 II-1〉 ADF 검정결과

변수	모형설정	시차	검정통계량	임계치		
				1%	5%	10%
$\Delta \lgdp$	선형추세	0	-5.60	-4.15	-3.50	-3.18
$\Delta \lgdpdef$	선형추세	4	-5.84	-4.15	-3.50	-3.18
$\Delta hdebt\ pop$	선형추세	2	-4.29	-4.15	-3.50	-3.18
$\Delta bdebt\ gdp$	선형추세	2	-4.22	-4.15	-3.50	-3.18

주: 귀무가설은 불안정적인 시계열, 즉 “단위근이 존재한다”임.

VAR모형을 분석하기 위한 시차를 선택하기 위해 AIC, HQ, SC 등의 정보기준 방법(Information Criteria Method)과 예측오차방법(Final Prediction Error)을 적용하였다. 최대 시차를 3으로 선택하여 분석한 결과 네 가지 방법 모두 시차 1을 제시하고 있다.⁵¹⁾

이상의 검정 결과에서 나타난 바와 같이 경제성장률, GDP디플레이터 상승률(물가상승률), 생산가능인구 1인당 가계부채 증가율, GDP대비 기업부채 증가율 등으로 구성된 시차 1의 벡터자기회귀모형은 시계열 안정적인 것으로 나타났다.

나. 벡터자기회귀모형 추정결과

변수의 순서(Ordering)는 생산가능인구 1인당 가계부채 증가율(dhdebtgdp), GDP대비 기업부채 증가율(dbdebtgdp), 실질GDP증가율(dlgdp), GDP디플레이

51) 최대시차를 6부터 3까지 선택하여 분석하였는데 최대 시차 6에서 3까지 SC, FPE방법 모두 시차 1을 제시하고 있다.

터 증가율(dlgdpdef)로 두었다. 본 연구에서의 관심은 생산가능인구 1인당 가계부채 증가율과 기업부채 증가율이 실물경제에 미치는 영향을 분석하는 것인데, 생산가능인구 증가율이 외생적으로 결정되고 이를 통해 생산가능인구 1인당 가계부채 증가율이 영향을 받고, 이들이 실질GDP와 물가상승률에 영향을 주는 것으로 설정하였다.⁵²⁾ 상수항을 포함한 시차 1인 벡터자기회귀모형 VAR(1)의 추정결과 네 개의 추정식이 모두 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 그리고 VAR(1)의 계수행렬의 고유근이 (0.888, 0.442, 0.304, 0.137)로 모두 1보다 작은 것으로 나타나 VAR(1)모형이 안정적인 것으로 나타났다.

〈부록 표 II-2〉 VAR(1) 추정결과(1)

구분	추정치	표준오차	t-통계치	p-value
종속변수: dhdebtpop 생산가능인구 1인당 가계부채 증가율				
dlgdp(-1)	0.749	0.472	1.590	0.122
dlgdpdef(-1)	0.538	0.280	1.920	0.064
dhdebtpop(-1)	0.156	0.176	0.998	0.326
dbdebtgdp(-1)	0.613	0.342	1.794	0.082
외환위기 더미	-0.205	0.080	-2.553	0.016
금융위기 더미	-0.140	0.086	-1.635	0.112
오일쇼크 더미	0.066	0.103	0.637	0.529
상수항	0.074	0.038	1.945	0.061

조정된 결정계수: 0.442

F-통계치: 5.452, 자유도 (7,32), p-value: 0.0003

52) 실질GDP증가율, GDP디플레이터 증가율, 생산가능인구 1인당 가계부채 증가율, GDP 대비 기업부채 증가율의 순서로 분석해도 결과는 유사함.

〈부록 표 II-3〉 VAR(1) 추정결과(2)

구분	추정치	표준오차	t-통계치	p-value
종속변수: dbdebtgdp GDP대비 기업부채 증가율				
dlgdp(-1)	0.032	0.241	0.134	0.894
dlgdpdef(-1)	-0.044	0.143	-0.317	0.758
dhdebtgdp(-1)	0.160	0.090	1.776	0.085
dbdebtgdp(-1)	-0.200	0.175	-1.143	0.262
외환위기 더미	0.095	0.041	2.310	0.027
금융위기 더미	0.166	0.043	3.786	0.001
오일쇼크 더미	0.133	0.053	2.519	0.017
상수항	-0.036	0.019	-1.864	0.072

조정된 결정계수: 0.347

F-통계치: 3.964, 자유도 (7,32), p-value: 0.0032

〈부록 표 II-4〉 VAR(1) 추정결과(3)

구분	추정치	표준오차	t-통계치	p-value
종속변수: dlgdp 경제성장률				
dlgdp(-1)	0.324	0.146	2.210	0.034
dlgdpdef(-1)	0.199	0.087	2.284	0.029
dhdebtgdp(-1)	-0.085	0.055	-1.553	0.130
dbdebtgdp(-1)	0.118	0.106	1.111	0.275
외환위기 더미	-0.083	0.025	-3.361	0.002
금융위기 더미	-0.069	0.027	-2.586	0.015
오일쇼크 더미	-0.115	0.032	-3.569	0.001
상수항	0.057	0.012	4.886	0.0001

조정된 결정계수: 0.465

F-통계치: 5.839, 자유도 (7,32), p-value: 0.0002

〈부록 표 II-5〉 VAR(1) 추정결과(4)

구분	추정치	표준오차	t-통계치	p-value
종속변수: dlgdpdef 물가상승률				
dlgdp(-1)	0.783	0.154	5.074	<0.0001
dlgdpdef(-1)	0.863	0.092	9.422	<0.0001
dhdebtgdp(-1)	-0.169	0.058	-2.950	0.006
dbdebtgdp(-1)	0.337	0.112	3.016	0.005
외환위기 더미	-0.031	0.026	-1.186	0.244
금융위기 더미	-0.029	0.028	-1.034	0.309
오일쇼크 더미	0.079	0.034	2.346	0.026
상수항	-0.017	0.012	-1.384	0.156

조정된 결정계수: 0.825

F-통계치: 27.27, 자유도 (7,32), p-value: < 0.0001

VAR(1) 모형의 잔차항에 대한 자기상관 검증결과(Portmanteau Test) 조정된 카이스퀘어 검정통계량이 61.369로 자유도 48에서 p-value 0.078로 나타났다. 반면 점근적(Asymptotic) 자기상관 검증결과 카이스퀘어 검정통계량이 57.417로 자유도 48에서 p-value 0.165로 나타났다. 따라서 제한적이지만 귀무가설인 “시차 6까지 잔차항에 시계열자기상관이 존재하지 않는다”를 기각할 수 없는 것으로 나타났다. 또한 다변량 ARCH 검증결과 카이스퀘어 통계량은 184.45, 자유도 200으로 p-value는 0.777로 나타나 귀무가설인 “오차항이 동분산(homoskedasticity)을 따른다”는 가설은 기각할 수 없다. 오차항의 정규분포 여부(귀무가설은 “잔차항이 다변량 정규분포를 따름”)를 검증한 결과 JB 검정통계량은 8.754, 자유도 8, p-value 0.3634로 나타나 귀무가설을 기각할 수 없다. 오차항의 동태적 안정성 여부를 검정한 결과 각 축차방정식의 오차항이 안정적인 것으로 나타났다. 이상의 검증결과에 의하면 추정된 VAR(1) 모형은 예측에 적합한 것으로 보인다.

보험연구원(KIRI) 발간물 안내

■ 연구보고서

- 2008-1 보험회사의 리스크 중심 경영전략에 관한 연구 / 최영목, 장동식, 김동겸 2008.1
- 2008-2 한국 보험시장과 공정거래법 / 정호열 2008.6
- 2008-3 확정급여형 퇴직연금의 자산운용 / 류건식, 이경희, 김동겸 2008.3
- 2009-1 보험설계사의 특성분석과 고능률화 방안/ 안철경, 권오경 2009.1
- 2009-2 자동차사고의 사회적 비용 최소화 방안 / 기승도 2009.2
- 2009-3 우리나라 가계부채 문제의 진단과 평가 / 유경원, 이해은 2009.3
- 2009-4 사적연금의 노후소득보장 기능제고 방안 / 류건식, 이창우, 김동겸 2009.3
- 2009-5 일반화선형모형(GLM)을 이용한 자동차보험 요율상대도 산출방법 연구 / 기승도, 김대환 2009.8
- 2009-6 주행거리에 연동한 자동차보험제도 연구 / 기승도, 김대환, 김혜란 2010.1
- 2010-1 우리나라 가계 금융자산 축적 부진의 원인과 시사점 / 유경원, 이해은 2010.4
- 2010-2 생명보험 상품별 해지율 추정 및 예측 모형 / 황진태, 이경희 2010.5
- 2010-3 보험회사 자산관리서비스 사업모형 검토 / 진익, 김동겸 2010.7

■ 정책보고서

- 2008-2 환경오염리스크관리를 위한 보험제도 활용방안 / 이기형 2008.3
- 2008-3 금융상품의 정의 및 분류에 관한 연구 / 유지호, 최원 2008.3
- 2008-4 2009년도 보험산업 전망과 과제 / 이진면, 이태열, 신종협, 황진태, 유진아, 김세환, 이정환, 박정희, 김세중, 최이섭 2008.11
- 2009-1 현 금융위기 진단과 위기극복을 위한 정책제언 / 진익, 이민환, 유경원, 최영목, 최형선, 최원, 이경아, 이해은 2009.2
- 2009-2 퇴직연금의 급여 지급 방식 다양화 방안 / 이경희 2009.3
- 2009-3 보험분쟁의 재판외적 해결 활성화 방안 / 오영수, 김경환, 이종욱 2009.3
- 2009-4 2010년도 보험산업 전망과 과제 / 이진면, 황진태, 변혜원, 이경희, 이정환, 박정희, 김세중, 최이섭 / 2009.12

- 2009-5 금융상품판매전문회사의 도입이 보험회사에 미치는 영향 / 안철경, 변혜원, 권오경 2010.1
- 2010-1 보험사기 영향요인과 방지방안 / 송윤아 2010.3
- 2010-2 2011년도 보험산업 전망과 과제 / 이진면, 김대환, 이경희, 이정환, 최원, 김세중, 최이섭 2010.12
- 2011-1 금융소비자 보호 체계 개선방안 / 오영수, 안철경, 변혜원, 최영목, 최형선, 김경환, 이상우, 박정희, 김미화 2010.4
- 2011-2 일반공제사업 규제의 합리화 방안 / 오영수, 김경환, 박정희 2011.7
- 2011-3 퇴직연금 적립금의 연금전환 유도방안 / 이경희 2011.5
- 2011-4 저출산·고령화와 금융의 역할 / 윤성훈, 류건식, 오영수, 조용운, 진익, 유진아, 변혜원 2011.7
- 2011-5 소비자보호를 위한 보험유통채널 개선방안 / 안철경, 이경희 2011.11
- 2011-6 2012년도 보험산업 전망과 과제 / 윤성훈, 황진태, 이정환, 최원, 김세중, 오병국 2011.12
- 2012-1 인적사고 보험금의 지급방식 다양화 방안 / 조재린, 이기형, 정인영 2012.8
- 2012-2 보험산업 진입 및 퇴출에 관한 연구 / 이기형, 변혜원, 정인영 2012.10
- 2012-3 금융위기 이후 보험규제 변화 및 시사점 / 임준환, 유진아, 이경아 2012.11
- 2012-4 소비자중심의 변액연금보험 개선방안 연구: 공시 및 상품설계 개선을 중심으로 / 이기형, 임준환, 김해식, 이경희, 조영현, 정인영 2012.12
- 2013-1 생명보험의 자살면책기간이 자살에 미치는 영향 / 이창우, 윤상호 2013.1
- 2013-2 퇴직연금 지배구조체계 개선방안 / 류건식, 김대환, 이상우 2013.1
- 2013-3 2013년도 보험산업 전망과 과제 / 윤성훈, 전용식, 이정환, 최원, 김세중, 채원영 2013.2
- 2013-4 사회안전망 체제 개편과 보험산업 역할 / 진익, 오병국, 이성은 2013.3
- 2013-5 보험지주회사 감독체계 개선방안 연구 / 이승준, 김해식, 조재린 2013.5
- 2013-6 2014년도 보험산업 전망과 과제 / 윤성훈, 전용식, 최원, 김세중, 채원영 2013.12
- 2014-1 보험시장 경쟁정책 투명성 제고방안 / 이승준, 강민규, 이해량 2014.3
- 2014-2 국내 보험회사 지급여력규제 평가 및 개선방안 / 조재린, 김해식, 김석영 2014.3

- 2014-3 공·사 사회안전망의 효율적인 역할 제고 방안 / 이태열, 강성호,
김유미 2014.4

■ 경영보고서

- 2009-1 기업휴지보험 활성화 방안 연구 / 이기형, 한상용 2009.3
 2009-2 자산관리서비스 활성화 방안 / 진익 2009.3
 2009-3 탄소시장 및 녹색보험 활성화 방안 / 진익, 유시용, 이경아 2009.3
 2009-4 생명보험회사의 지속가능성장에 관한 연구 / 최영목, 최원 2009.6
 2010-1 독립판매채널의 성장과 생명보험회사의 대응 / 안철경, 권오경 2010.2
 2010-2 보험회사의 윤리경영 운영실태 및 개선방안 / 오영수, 김경환 2010.2
 2010-3 보험회사의 퇴직연금사업 운영전략 / 류건식, 이창우, 이상우 2010.3
 2010-4(1) 보험환경변화에 따른 보험산업 성장방안 / 산업연구실, 정책연구실,
동향분석실 2010.6
 2010-4(2) 종합금융서비스를 활용한 보험산업 성장방안 / 금융제도실, 재무연구실
2010.6
 2010-5 변액보험 보증리스크 관리연구 / 권용재, 장동식, 서성민 2010.4
 2010-6 RBC 내부모형 도입방안 / 김해식, 최영목, 김소연, 장동식, 서성민
2010.10
 2010-7 금융보증보험 가격결정모형 / 최영수 2010.7
 2011-1 보험회사의 비대면채널 활용방안 / 안철경, 변혜원, 서성민 2011.1
 2011-2 보증보험의 특성과 리스크 평가 / 최영목, 김소연, 김동겸 2011.2
 2011-3 충성도를 고려한 자동차보험 마케팅전략 연구 / 기승도, 황진태 2011.3
 2011-4 보험회사의 상조서비스 기여방안 / 황진태, 기승도, 권오경 2011.5
 2011-5 사기성클레임에 대한 최적조사방안 / 송윤아, 정인영 2011.6
 2011-6 민영의료보험의 보험리스크 관리방안 / 조용운, 황진태, 김미화 2011.8
 2011-7 보험회사의 개인형 퇴직연금 운영방안 / 류건식, 김대환, 이상우 2011.9
 2011-8 퇴직연금시장의 환경변화에 따른 확정기여형 퇴직연금 운영방안 / 김대환,
류건식, 이상우 2011.10
 2012-1 국내 생명보험회사의 기업공개 평가와 시사점 / 조영현, 전용식, 이해은
2012.7
 2012-2 보험산업 비전 2020 : ① sure 4.0 / 진익, 김동겸, 김혜란 2012.7
 2012-3 현금흐름방식 보험료 산출의 시행과 과제 / 김해식, 김석영, 김세영,
이해은 2012.9

- 2012-4 보험회사의 장수리스크 발생원인과 관리방안 / 김대환, 류건식, 김동겸 2012.9
- 2012-5 은퇴가구의 경제형태 분석 / 유경원 2012.9
- 2012-6 보험회사의 날씨리스크 인수 활성화 방안: 지수형 날씨보험을 중심으로 / 조재린, 황진태, 권용재, 채원영 2012.10
- 2013-1 자동차보험시장의 가격경쟁이 손해율에 미치는 영향과 시사점 / 전용식, 채원영 2013.3
- 2013-2 중국 자동차보험 시장점유율 확대방안 연구 / 기승도, 조용운, 이소양 2013.5

■ 조사보고서

- 2008-1 보험회사 글로벌화를 위한 해외보험시장 조사 / 양성문, 김진억, 지재원, 박정희, 김세중 2008.2
- 2008-2 노인장기요양보험 제도 도입에 대응한 장기간병보험 운영 방안 / 오영수 2008.3
- 2008-3 2008년 보험소비자 설문조사 / 안철경, 기승도, 이상우 2008.4
- 2008-4 주요국의 보험상품 판매권유 규제 / 이상우 2008.3
- 2009-1 2009년 보험소비자 설문조사 / 안철경, 이상우, 권오경 2009.3
- 2009-2 Solvency II의 리스크평가모형 및 측정방법 연구 / 장동식 2009.3
- 2009-3 이슬람 보험시장 진출방안 / 이진면, 이정환, 최이섭, 정중영, 최태영 2009.3
- 2009-4 미국 생명보험 정산거래의 현황과 시사점 / 김해식 2009.3
- 2009-5 헤지펀드 운용전략 활용방안 / 진익, 김상수, 김종훈, 변귀영, 유시용 2009.3
- 2009-6 복합금융 그룹의 리스크와 감독 / 이민환, 전선애, 최원 2009.4
- 2009-7 보험산업 글로벌화를 위한 정책적 지원방안 / 서대교, 오영수, 김영진 2009.4
- 2009-8 구조화금융 관점에서 본 금융위기 분석 및 시사점 / 임준환, 이민환, 윤건용, 최원 2009.7
- 2009-9 보험리스크 측정 및 평가 방법에 관한 연구 / 조용운, 김세환, 김세중 2009.7
- 2009-10 생명보험계약의 효력상실 · 해약분석 / 류건식, 장동식 2009.8
- 2010-1 과거 금융위기 사례분석을 통한 최근 글로벌 금융위기 전망 / 신종협,

- 최형선, 최원 2010.3
- 2010-2 금융산업의 영업행위규제 개선방안 / 서대교, 김미화 2010.3
- 2010-3 주요국의 민영건강보험의 운영체제와 시사점 / 이창우, 이상우 2010.4
- 2010-4 2010년 보험소비자 설문조사 / 변혜원, 박정희 2010.4
- 2010-5 산재보험의 운영체제에 대한 연구 / 송윤아 2010.5
- 2010-6 보험산업 내 공정거래규제 조화방안 / 이승준, 이종욱 2010.5
- 2010-7 보험종류별 진료수가 차등적용 개선방안 / 조용운, 서대교, 김미화 2010.4
- 2010-8 보험회사의 금리위험 대응전략 / 진익, 김해식, 유진아, 김동겸 2011.1
- 2010-9 퇴직연금 규제체계 및 정책방향 / 류건식, 이창우, 이상우 2010.7
- 2011-1 생명보험설계사 활동실태 및 만족도 분석 / 안철경, 황진태, 서성민 2011.6
- 2011-2 2011년 보험소비자 설문조사 / 김대환, 최원 2011.5
- 2011-3 보험회사 녹색금융 참여방안 / 진익, 김해식, 김혜란 2011.7
- 2011-4 의료시장변화에 따른 민영실손의료보험의 대응 / 이창우, 이기형 2011.8
- 2011-5 아세안 주요국의 보험시장 규제제도 연구 / 조용운, 변혜원, 이승준, 김경환, 오병국 2011.11
- 2012-1 2012년 보험소비자 설문조사 / 황진태, 전용식, 윤상호, 기승도, 이상우, 최원 2012. 6
- 2012-2 일본의 퇴직연금제도 운영체제 특징과 시사점 / 이상우, 오병국 2012.12
- 2012-3 솔벤시 II 의 보고 및 공시 체계와 시사점 / 장동식, 김경환 2012.12
- 2013-1 2013년 보험소비자 설문조사 / 전용식, 황진태, 변혜원, 정원석, 박선영, 이상우, 최원 2013. 8
- 2013-2 건강보험 진료비 전망 및 활용방안 / 조용운, 황진태, 조재린 2013.9
- 2013-3 소비자 신뢰 제고와 보험상품 정보공시 개선방안 / 김해식, 변혜원, 황진태 2013.12
- 2013-4 보험회사의 사회적 책임 이행에 관한 연구 / 변혜원, 조영현 2013.12
- 2014-1 주택연금 연계 간병보험제도 도입방안 / 박선영, 권오경 2014.3
- 2014-2 소득수준을 고려한 개인연금 세제 효율화방안: 보험료 납입단계의 세제방식 중심으로 / 정원석, 강성호, 이상우 2014.4
- 2014-3 보험규제에 관한 주요국의 법제연구: 모집채널, 행위규제 등을 중심으로/ 한기정, 최준규 2014.4
- 2014-4 보험산업 환경변화와 판매채널 전략 연구/ 황진태, 박선영, 권오경

2014.4

2014-5 거시경제 환경변화의 보험산업 파급효과 분석/전성주, 전용식 2014.5

■ 연차보고서

- 제1호 2008년 연차보고서 / 보험연구원 2009.4
- 제2호 2009년 연차보고서 / 보험연구원 2010.3
- 제3호 2010년 연차보고서 / 보험연구원 2011.3
- 제4호 2011년 연차보고서 / 보험연구원 2012.3
- 제5호 2012년 연차보고서 / 보험연구원 2013.3
- 제6호 2013년 연차보고서 / 보험연구원 2013.12

■ 영문발간물

- 제7호 Korean Insurance Industry 2008 / KIRI, 2008.9
- 제8호 Korean Insurance Industry 2009 / KIRI, 2009.9
- 제9호 Korean Insurance Industry 2010 / KIRI, 2010.8
- 제10호 Korean Insurance Industry 2011 / KIRI, 2011.10
- 제11호 Korean Insurance Industry 2012 / KIRI, 2012.11
- 제12호 Korean Insurance Industry 2013 / KIRI, 2013.12

- 제1호 Korean Insurance Industry Trend 4Q FY2011 / KIRI, 2012.8
- 제2호 Korean Insurance Industry Trend 1Q FY2012 / KIRI, 2012.10
- 제3호 Korean Insurance Industry Trend 2Q FY2012 / KIRI, 2012.12
- 제4호 Korean Insurance Industry Trend 3Q FY2012 / KIRI, 2013.4
- 제5호 Korean Insurance Industry Trend 1Q FY2013 / KIRI, 2013.11
- 제6호 Korean Insurance Industry Trend 2Q FY2013 / KIRI, 2014.2

■ CEO Report

- 2008-1 자동차보험 물적담보 손해율 관리 방안 / 기승도 2008.6
- 2008-2 보험산업 소액지급결제시스템 참여 관련 주요 이슈 / 이태열 2008.6
- 2008-3 FY2008 수입보험료 전망 / 동향분석실 2008.8
- 2008-4 퇴직급여보장법 개정안의 영향과 보험회사 대응과제 / 류건식, 서성민 2008.12

- 2009-1 FY2009 보험산업 수정전망과 대응과제 / 동향분석실 2009.2
- 2009-2 퇴직연금 예금보험료율 적용의 타당성 검토 / 류건식, 김동겸 2009.3
- 2009-3 퇴직연금 사업자 관련규제의 적정성 검토 / 류건식, 이상우 2009.6
- 2009-4 퇴직연금 가입 및 인식실태 조사 / 류건식, 이상우 2009.10
- 2010-1 복수사용자 퇴직연금제도의 도입 및 보험회사의 대응과제 / 김대환, 이상우, 김혜란 2010.4
- 2010-2 FY2010 수입보험료 전망 / 동향분석실 2010.6
- 2010-3 보험소비자 보호의 경영전략적 접근 / 오영수 2010.7
- 2010-4 장기손해보험 보험사기 방지를 위한 보험금 지급심사제도 개선 / 김대환, 이기형 2010.9
- 2010-5 퇴직금 중간정산의 문제점과 개선과제 / 류건식, 이상우 2010.9
- 2010-6 우리나라 신용카드시장의 특징 및 개선논의 / 최형선 2010.11
- 2011-1 G20 정상회의의 금융규제 논의 내용 및 보험산업에 대한 시사점 / 김동겸 2011.2
- 2011-2 영국의 공동계정 운영체계 / 최형선, 김동겸 2011.3
- 2011-3 FY2011 수입보험료 전망 / 동향분석실 2011.7
- 2011-4 근퇴법 개정에 따른 퇴직연금 운영방안과 과제 / 김대환, 류건식 2011.8
- 2012-1 FY2012 수입보험료 전망 / 동향분석실 2012.8
- 2012-2 건강생활서비스법 제정(안)에 대한 검토 / 조용운, 이상우 2012.11
- 2012-3 보험연구원 명사초청 보험발전 간담회 토론 내용 / 윤성훈, 전용식, 전성주, 채원영 2012.12
- 2012-4 새정부의 보험산업 정책(Ⅰ): 정책공약집을 중심으로 / 이기형, 정인영 2012.12
- 2013-1 새정부의 보험산업 정책(Ⅱ): 국민건강보험 본인부담경감제 정책에 대한 평가 / 김대환, 이상우 2013.1
- 2013-2 새정부의 보험산업 정책(Ⅲ): 제18대 대통령직인수위원회 제안 국정과제를 중심으로 / 이승준 2013.3
- 2013-3 FY2013 수입보험료 수정 전망 / 동향분석실 2013.7
- 2013-4 유럽 복합금융그룹의 보험사업 매각 원인과 시사점 / 전용식, 윤성훈 2013.7

■ Insurance Business Report

26호 퇴직연금 중심의 근로자 노후소득보장 과제 / 류건식, 김동겸 2008.2

- 27호 보험부채의 리스크마진 측정 및 적용 사례 / 이경희 2008.6
 28호 일본 금융상품판매법의 주요내용과 보험산업에 대한 영향 / 이기형 2008.6
 29호 보험회사의 노인장기요양 사업 진출 방안 / 오영수 2008.6
 30호 교차모집제도의 활용의향 분석 / 안철경, 권오경 2008.7
 31호 퇴직연금 국제회계기준의 도입영향과 대응과제 / 류건식, 김동겸 2008.7
 32호 보험회사의 헤지펀드 활용방안 / 진익 2008.7
 33호 연금보험의 확대와 보험회사의 대응과제 / 이경희, 서성민 2008.9

※ 2008년 이전 발간물은 보험연구원 홈페이지(<http://www.kiri.or.kr>)에서 확인하시기 바랍니다.

정기간행물

■ 간행물

- 보험동향 / 계간
- 고령화리뷰 / 연 1회
- 보험금융연구 / 연 4회

『도서회원 가입안내』

회원 및 제공자료

	법인회원	특별회원	개인회원
연회비	₩ 300,000원	₩ 150,000원	₩ 150,000원
제공자료	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서 - 정기간행물 · 보험동향 · 고령화 리뷰 · 보험금융연구	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서 - 정기간행물 · 보험동향 · 고령화 리뷰 · 보험금융연구	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서 - 정기간행물 · 보험동향 · 고령화 리뷰 · 보험금융연구
	- 본원 주최 각종 세미나 및 공청회 자료(PDF) - 영문보고서	-	-

※ 특별회원 가입대상 : 도서관 및 독서진흥법에 의하여 설립된 공공도서관 및 대학도서관

가입문의

보험연구원 도서회원 담당

전화 : (02)3775-9113, 9080 팩스 : (02)3775-9102

회비납입방법

- 무통장입금 : 국민은행 (400401-01-125198)

예금주 : 보험연구원

가입절차

보험연구원 홈페이지(www.kiri.or.kr)에 접속 후 도서회원가입신청서를 작성·등록 후 회비입금을 하시면 확인 후 1년간 회원자격이 주어집니다.

자료구입처

서울 : 보험연구원 보험자료실, 교보문고, 영풍문고, 반디앤루니스

부산 : 영광도서

저 자 약 력

전 용 식

Iowa State University 경제학 박사
보험연구원 연구위원
(E-mail : yongsik.jeon@kiri.or.kr)

윤 성 훈

Michigan University 경제학 박사
보험연구원 선임연구위원
(E-mail : shyun@kiri.or.kr)

채 원 영

이화여자대학교 통계학 석사
보험연구원 연구원
(E-mail : wychae@kiri.or.kr)

조사보고서 2014-6

국내경제의 일본식 장기부진 가능성 검토

발행일 2014년 5월

발행인 강 호

발행처 보 험 연 구 원
서울특별시 영등포구 국제금융로 6길 38
화재보험협회빌딩
대표전화 : (02) 3775-9000

조 판 및
인 쇄 고려씨엔피

ISBN 979-11-85691-08-4

정가 10,000원