

# kiri Weekly

2014.7.28 제293호

## 포커스

일본 경제 장기부진의 시사점과 새 경제팀의 경제정책방향  
고령층 보험시장의 성장 가능성과 판매채널의 역할

## 글로벌 이슈

IFRS4 2단계 도입 관련 주요 이슈  
미국의 금융규제 개혁 추진 현황

## 금융시장 주요지표

**kiri** 보험연구원  
Korea Insurance Research Institute

이슈와 포커스는 연구자 개인의 의견이며, 보험연구원의 공식 견해가 아님을 밝힙니다.  
서울시 영등포구 국제금융로 6길 38 (여의도동 35-4) 8층 보험연구원(문의 : 변철성 수석담당역 / 02-3775-9115)



# 일본 경제 장기부진의 시사점과 새 경제팀의 경제정책방향

윤성훈 선임연구위원

## 요약

■ 일본 경제 장기부진에 관한 연구에서는 대부분 거시정책의 실패와 미흡한 구조조정 등을 장기부진의 원인으로 지적함. 이러한 연구의 시사점은 경제의 장기부진을 방지하기 위해 거시정책과 미시정책이 모두 중요하며 병행되어야 한다는 것임. 새 경제팀의 경제정책방향은 일본 경제 장기부진의 원인으로 지적되고 제안된 정책들이 대부분 반영된 종합적인 정책으로 평가되며 방향성 측면에서 바람직해 보임. 그러나 가계부채와 기업부채가 위험수위에 달한 상황에서의 경제정책은 “지도에 없는 길”을 가는 것과 마찬가지로 때에 향후 나타날 정책 효과가 예상과 부합하는 지를 예의주시하며 면밀히 분석해야 할 것임.

■ 정부는 저성장, 저물가, 과도한 경상수지 흑자 및 이로 인한 통화 강세, 자산시장 부진 등 우리 경제가 일본의 경험과 유사한 장기부진에 빠질 수 있다는 우려가 높아짐에 따라 경제 활성화를 위한 새 경제팀의 경제정책방향<sup>1)</sup>을 지난 7월 24일 발표함.

● 경제정책방향은 크게 ① 내수 활성화, ② 민생 안정, ③ 경제 혁신 등임.

- 내수 활성화를 위해 거시정책을 확장적으로 유지하는 한편, 가계소득과 기업소득 선순환을 통한 소비 및 투자여건 개선, 주택시장 정상화, 리스크 관리 강화 정책을 제시
- 민생 안정을 위해 비정규직 등 처우 개선, 청년·여성 일자리 창출, 노·사·정 대화 복원 추진, 소상공인 지원, 서민생활 안정 등을 제안
- 경제 혁신을 위해 강도 높은 공공부문 개혁, 규제 개혁, 유망 서비스업 육성, 창조경제 성과 가시화, 경제 민주화 추진 등을 열거

1) 보다 자세한 내용은 관계부처 합동, “새 경제팀의 경제정책방향”, 2014. 7. 24 참조.

■ 본고는 일본 경제 장기부진의 원인에 대한 기존 연구 결과를 바탕으로 이번 새 경제팀의 경제정책방향을 평가해보고자 함.

- 우리 경제가 일본식 장기부진에 빠질 수 있다는 우려에 따라 새 경제팀의 경제정책방향이 발표되었기 때문에 일본 경제의 장기부진 원인을 살펴보고 이로부터 경제정책방향을 평가해보는 것은 의미가 있다고 생각됨.

■ 먼저 1990년대 초반 부동산 및 주식시장 거품 붕괴 이후 소위 일본 경제의 잃어버린 20년간 주요 경제 추이를 살펴보면 다음과 같음(전용식·윤성훈·채원영 2014).<sup>2)</sup>

- (1991년~1995년) 부동산 및 주식시장 거품 붕괴 이후 일본 GDP의 3배에 달하는 자산가격 손실이 발생하였음에도 불구하고 일본 정부가 재정지출을 대규모로 확대함에 따라 일본 경제는 0% 내외의 저성장이나마 유지될 수 있었음.
  - 이는 1929년 미국 대공황 발생 이후 소극적인 정책 대응으로 미국의 실질 GDP가 4년간에 걸쳐 50% 축소된 것과 극명하게 대비됨.
  - 부실대출에 대한 기준이 낮아 거품 붕괴가 은행 도산으로 이어지지 않았으며, 정부와 가계, 기업은 부동산 가격이 다시 반등할 것으로 예상하여 부실대출 처리 및 구조조정에 소극적·구조조정을 위한 관련 법안 마련도 지연됨.
  - 이 당시 가계는 자산가격이 반등할 것으로 예상하여 일시적으로 저축을 줄이고 거품 붕괴 이전의 소비 수준을 유지하였으나 기업은 불확실성 확대로 투자를 큰 폭으로 줄임.
  - 한편, 재정지출 확대로 GDP 대비 정부부채 규모는 빠른 속도로 늘어났음.
- (1996년~2001년) 1996년 경제 성장률이 3% 수준으로 개선되자 일본 정부는 이를 일본 경제의 본격적인 회복으로 잘못 판단하여 재정 건전화 대책을 발표하고 재정지출을 축소하였는데, 이후 경제 성장률이 마이너스로 전환되고 이에 따라 은행 도산 등 금융위기가 본격화됨.
  - 1996년 일본 경제 회복은 소비세 인상(1997년 시행)에 앞선 소비 증가와 관서 대지진으로 인한 건설경기 호조에 따른 일시적인 현상이었으나 당시 일본 정부는 일본 경제가 거품 붕괴 충격에서 벗어났다고 판단함.
  - 부실대출에 대한 기준이 강화되고 경기가 침체로 전환되자 잠재해 있던 은행 부실대출 문제가 현실화됨.

2) 전용식·윤성훈·채원영(2014), 『국내경제의 일본식 장기부진 가능성 검토』, 조사보고서 2014-6, 보험연구원.

- 일본 정부는 막대한 공적자금 투입 등을 통해 은행 시스템 붕괴를 막는 한편 경기부양을 위해 재정지출을 다시 확대함.
- 2000년 일본 경제가 IT 거품과 기저효과 등으로 반등하자 일본 정부는 또 다시 2001년 국채발행 규모를 제한하는 등 재정적자를 줄이기 위한 재정 건전화<sup>3)</sup> 정책을 실시하였는데, 소비와 투자 등 민간 부문의 자생력이 회복되지 않아 경제 성장세는 이전과 같이 다시 소멸됨.
- 기업이 투자를 축소하는 한편 임금을 인상하지 않음에 따라 가계도 소비를 줄임.
- 재정건전화 정책은 경기침체와 세수 감소를 야기하여 실패함.
- (2002년~아베노믹스 이전) 정부는 다시 정부지출을 늘리기 위해 국채발행 한도를 폐지할 수밖에 없었고, 일본 경제는 소비와 투자가 회복되지 못함에 따라 적자 재정으로 저성장이나마 유지되어 왔음.
  - 소비와 투자 등 내수 부진으로 인한 경상수지 흑자로 엔화 가치는 절상되었고 엔화 가치 상승과 내수부진은 디플레이션을 유발하였음.
  - 경기침체를 방지하기 위한 적자재정 지속으로 일본 정부의 부채규모는 GDP 대비 200%<sup>4)</sup>를 초과하는 등 세계에서 가장 높은 수준으로 증가

■ 일본 경제의 장기 부진에 대한 연구는 2000년대 초반과 2008년 글로벌 금융위기 이후 활발하게 이루어졌는데, 이를 정리하면 다음과 같음.

- Greenspan(2003)<sup>5)</sup>과 Lincoln(2005)<sup>6)</sup> 등은 일본에서 부실기업이 구조조정 되지 않았고 규제 완화도 이루어지지 않아 통화정책과 재정정책 등 경기부양정책 효과가 제대로 나타날 수 없었다고 주장함.
  - Hayashi and Prescott(2001)<sup>7)</sup>, 왕윤중·이형근(2002)<sup>8)</sup> 등은 일본 노동시장의 경직성과 경쟁 제한 정책이 생산성을 하락시켜 일본 경제의 장기부진에 일조한 것으로 평가

3) 거품 붕괴 이후 일본 기업과 가계는 자금수요를 줄임. 이에 따라 은행은 자산으로 국채를 대규모 보유할 수밖에 없었음. 그런데 경기침체 방지를 위한 재정지출 확대로 누적된 일본 정부부채 규모가 위험수위에 도달하였고 일각에서 재정적자의 지속 가능성 문제를 제기함. 일본 정부는 재정 건전성 문제가 현실화될 경우 은행이 보유한 국채가치가 하락하게 되고 이는 가뜩이나 어려운 은행 부실을 심화시켜 은행 시스템 붕괴로 이어질 수 있다고 판단하여 재정 건전성을 중시하였음.

4) BIS의 연구 결과에 따르면 GDP 대비 정부부채 수준이 80%를 초과할 경우 재정위험이 발생할 가능성이 높아지는 것으로 나타났으며, 남유럽 재정위기국의 경우 위기 발생 시 GDP 대비 정부부채 수준이 100% 내외였음.

5) Alan Greenspan(2003), "The Economic Outlook", Testimony of the Chairman of the Federal Reserve Board.

6) Edward Lincoln(2005), "Japan: Long-term Budget Challenge, 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.

7) Fumio Hayashi and Edward Prescott(2001), "The 1990s in Japan: A Lost Decade", *Journal of Economic Dynamics*, Vol.5, No.3.

8) 왕윤중·이형근(2002), 『일본 경제위기의 정치경제학』, 일본경제의 장기침체와 한국경제, 종합심층연구, 대외경제정책연구원.

- 이들은 미국과 영국의 경제를 회복시킨 레이건 미 대통령과 대처 영국 수상의 정책과 같은 강력한 구조조정과 규제완화, 혁신정책 필요성을 제기
- Bernanke(2003)<sup>9)</sup>, Ito(2001)<sup>10)</sup> 등은 적극적이지 못한 통화정책과 일관성이 없었던 재정정책 등 정책실패를 일본 경제의 장기부진 원인으로 지목
  - 1999년에 시행된 제로금리 정책도 너무 낮은 감이 있으며, 제로금리 정책에 추가적으로 양적완화정책까지 실시했어야 했다고 주장
  - 앞에서 살펴본 바와 같이 민간부문이 자생력을 갖추지 못한 상태에서 일시적인 경기 회복을 본격적인 회복으로 잘못 판단한 일본 정부가 재정지출을 축소한 것이 두 차례의 경기 침체와 금융위기를 야기하였고 장기 부진의 원인으로 작용
  - 일본 경제 장기 부진의 교훈은 자산가격 거품 붕괴 이후 경기침체를 막기 위해 경기부양정책이 적극적이고 대규모로 실행되어야 한다는 것이며(Nanto 2009), 2008년 글로벌 금융위기 이후 미국과 유럽 등 주요국 정부는 이러한 교훈을 받아들임.
- 최근 연구인 Koo(2008)<sup>11)</sup>, Nanto(2009)<sup>12)</sup>, Brunnermeier and Sanikov(2011)<sup>13)</sup> 등은 일본 경제 장기 부진은 투자와 소비 등 내수가 장기간 부진했기 때문인데, 이는 거품 붕괴 이후 훼손된 기업과 가계의 대차대조표 정상화, 즉 부채조정에 오랜 시간이 걸렸기 때문이라는 견해를 피력
  - 거품 붕괴로 가계와 기업의 순자산이 크게 감소함에 따라 순자산을 적정 수준으로 늘리기까지 투자와 소비를 줄여 부채를 축소하는 부채조정이 불가피<sup>14)</sup>하였으며, 거품 붕괴 충격이 컸던 만큼 이러한 부채조정이 장기간 지속되었다는 주장임.
  - 이들은 일관성은 없었지만 가계와 기업이 부채를 조정하는 기간 중 정부가 재정지출을 확대함으로써 경제가 저성장이나마 유지할 수 있었다며 재정정책이 완전히 실패하지는 않았다고 평가함.
  - 오히려 가계와 기업이 부채를 조정하는 시기에는 금리를 아무리 낮추어도 가계와 기업이 자금을 수요하지 않기 때문에 적극적인 통화정책도 효과가 미미했을 것이라고 주장함.

9) Ben Bernanke(2003), "Some Thoughts on Monetary Policy in Japan", Remarks before the Japan Society of Monetary Economics, Tokyo, Japan.

10) Takatoshi Ito(2001), "Long-term Stagnation in Japan and Its Policy Implications", presented at the KIDC International Financial Symposium.

11) Richard Koo(2008), The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession, John Wiley and Sons.

12) Dick Nanto(2009), "The Global Financial Crisis: Lessons from Japan's Lost Decade of 1990s", CRS Report for Congress.

13) Markus Brunnermeier and Yuliy Sannikov(2011), "A Macroeconomic Model with a Financial Sector", Princeton University Working Paper.

14) 2008년 글로벌 금융위기 이후에도 미국을 포함하여 주요 선진국에서는 가계와 기업의 부채조정이 본격적으로 진행 중에 있으나 우리나라의 경우 부채조정이 아직까지 본격화되지 않았음.

■ 일본 경제의 장기부진에 대해서 통화정책 효과 등 학자마다 견해가 다소 일치하지 않는 부분이 있으나 기본적인 시사점은 경제의 장기부진을 막기 위해서는 거시정책(수요) 뿐만 아니라 미시정책(공급)도 중요하며 병행되어야 한다(Nanto 2009)는 것임.

- 경제의 수요 측면에서는 적극적인 거시정책을 통해 경기를 부양하여 가계와 기업의 부채조정을 원활히 할 수 있게끔 하고,
- 공급 측면에서는 구조조정과 규제완화를 병행하여 경제의 효율성을 높임으로써 경기부양정책의 효과를 극대화할 필요가 있다는 것임.
- 궁극적으로는 이를 통해 내수 활성화로 경제의 자생력을 높여야 함.

■ 이번에 발표된 새 경제팀의 경제정책방향은 적극적인 거시(재정)정책, 구조조정과 혁신, 일자리 창출 및 가계의 소득 증대, 규제 완화 등 일본의 장기부진 원인으로 지적되고 제안된 정책<sup>15)</sup>들이 대부분 반영된 종합적인 정책으로 평가되며 방향성 측면에서 바람직하다고 판단됨.

- 일본 경제의 장기 부진 연구 결과에 따르면 재정정책이 일관되게 추진될 경우 경기부양에 가장 효과적일 수 있다는 점에서 새 경제팀의 적극적인 재정정책은 이러한 연구 결과와 부합하는 것으로 보임.
  - 또한 경기 회복 여부를 선불리 판단한 일본의 경험에 비추어 볼 때 향후 재정정책 기조 변화에 앞서 경기 회복 여부를 신중히 판단해야 할 것임.
  - 상당기간 재정이 경제 회복에 중요한 역할을 수행해야 하는 만큼 정부부채 수준과 복지 수요 등을 고려할 때 여력이 많지 않은 재정이 보다 효율적으로 운용될 필요가 있으며, 이러한 측면에서 공공부문 개혁이 불가피하다고 하겠음.
- 부채 조정기에는 금리 조정 등 통화정책이 기대만큼 효과를 보이지 않을 가능성이 높기 때문에 통화 및 금융정책의 경우 유연한 접근이 필요함.
  - 경제정책방향에서 제시한 금융 및 외환정책, 그리고 주택시장 정상화 정책 등 미시적 통화정책이 오히려 거시적 통화정책 보다 효과적일 수 있음.
- 1990년대 중반 이후 일본의 실질임금이 지속적으로 감소하여 소비 회복이 어려웠던 점에 비추어 볼 때 가계 소득증대를 위한 정책도 매우 긍정적임.
  - 아베노믹스가 엔화 약세를 유도한 것도 수출 기업의 수익성을 제고하여 궁극적으로는 기업이 임금을 인상할 수 있는 여지를 주기 위한 것임.

15) 새 경제팀의 경제정책방향에는 경제 민주화 내용과 민생안정에 대한 내용이 포함되어 있는데 이는 일본 경제 장기부진 연구에서 제시된 시사점과는 다소 무관하여 이에 대한 평가는 생략함.

- 일본에서 경기부양정책의 효과가 크지 않았던 원인으로 구조조정 및 규제완화 미흡이 거론된 만큼 구조조정과 규제개혁이 획기적으로 추진되어야 할 것임.
  - 생산성을 제고하기 위한 유망 서비스업 육성과 창조경제 구현도 이와 맥락을 같이 한다고 볼 수 있음.

■ 그러나 가계와 기업의 부채 수준이 위험수위에 달한 상황에서의 경제정책은 신임 경제부총리의 표현과 같이 지도에 없는 길(Uncharted Territory)을 가는 것과 같기 때문에 향후 나타날 정책의 효과가 예상과 부합하는지를 상시 모니터링하고 면밀히 분석해야 할 것임.

- 특히, 전용식·윤성훈·채원영(2014)에 따르면 우리나라의 경우 가계부채 조정이 기업부채 조정에 비해 경제성장률 감소로 나타나는 충격이 더 크고 장기간 지속되는 것으로 분석되어, LTV·DTI 조정을 통한 주택시장 정상화 정책의 경우 부작용이 크지 않도록 예의 주시할 필요가 있음. [kiri](#)