

자료: OEC 대시보드 리서치센터

아베노믹스의 목표는 개헌

강한 경기부양정책 시사가 자민당 집권의 일등공신

일본이 다소 무리한 정책을 강행하는 이유는 정치에서 찾을 수 있다. 이전 민주당의 실각 이유는 경제변수였다. 소비세인상을 주장하면서 반발에 직면했고, 의회해산이라는 강수를 두면서 재정 건전화와 소비세 인상을 관철시켰다. 이후 중의원 선거에서 민주당은 실각했고, 개헌과 재정확장을 통한 경기부양을 내건 자민당이 집권에 성공했다.

그러나 경기부양책은 개헌 을 위한 도구일 뿐

아베정부에게 부양 정책을 통한 경기회복은 선거 승리를 위한 수단의 성격이 더 강하다. 그간 아베 신조 총리의 정치적 성향에 미루어 볼 때 자민당의 궁극적 목표는 개헌에 있다. 이미 중의원에서는 개헌파 정당들이 80% 이상 의석을 확보했다. 여당을 형성하고 있는 자민, 공명 양당만으로도 개헌을 발의할 수 있는 67.7% 의석이다.

문제는 참의원이다. 현재 개헌파 정당의 참의원 의석 비율은 48.3%에 불과하다. 따라서 이번 참의원 선거에서 개헌파들이 개헌의석 확보를 위해서는 94석을 확보해야 한다. 이번 임기가 만료되는 참의원 의석은 총 122석이기 때문에, 77%의 높은 지지율이 필요하다. 122석중에서 48명은 비례대표 의석으로 비례대표 비율이 높아져 중의원 선거보다는 좀 더 높은 지지율이 필요하다. 이런 높은 지지를 이끌어내기 위해서는 강한 수단이 필요한데 그것이 아베노믹스라고 할 수 있다.

당명	참의원 의석	참의원 비율	임기만료의석	임기유지의석	선거전 비율	중의원 의석	중의원 비율
자민당	83	34.3	35	48	40.0	294	61.3
공명당	19	7.9	10	9	7.5	31	6.5
여당합계	102	42.1	45	57	47.5	325	67.7
일본유신회	3	1.2	2	1	0.8	54	11.3
다함께	12	5.0	2	10	8.3	18	3.8
개헌파 합	117	48.3	49	68	56.6	397	82.8
민주당	87	36.0	45	42	35.0	57	11.9
국민신당	2	0.8	1	1	0.8	1	0.2
일본 공산당	6	2.5	3	3	2.5	8	1.7
기타	30	12.4	24	6	5.0	17	3.5
총 계	242	100.0	122	120	100.0	480	100.0

자료: 대신증권 리서치센터

아베 신조 총리는 개헌에 대한 주장을 강하게 펼쳐왔다. 현재 드러난 개헌 시나리오는 우선 헌법 96조의 변경이다. 좀 더 쉽게 개헌을 할 수 있도록 우선 개헌안을 발의하고 이를 통해 현재 2/3이상으로 되어 있는 개헌 발의 요건을 과반수로 바꾸는 것이다.

이후 좀 더 민감한 헌법 1~8조(일왕에 대한 규정)와 9조(전쟁 포기 및 교전권의 부정)을 변경해 가는 것이다. 일본 자위대를 국방군으로 변경하고, 일왕을 다시 국가원수로 지위를 격상시키며, 4월 28일을 국가주권회복일로 지정하겠다는 계획을 밝힌바 있다. 이런 개헌에 대한 자민당의 주장이 폭 넓은 지지를 받고 있는 것은 아니다. 따라서 개헌안 자체로만 선거에서 승부를 가리기에는 위험이 따른다. 따라서 경제성과를 바탕으로 지지율을 높여 참의원에서 개헌의석을 확보한 이후 개헌을 추진하는 것이 의도하는 방향이라 할 수 있다.

일본 헌법 및 재정법의 주요 관련 내용

일본 헌법

제96조 : 개헌에 대한 사항

중의원 및 참의원 2/3의 찬성으로 발의하고, 특정한 국민투표에서 과반수가 찬성해야 한다.

제9조 “전쟁의 포기, 군비 및 교전권의 부정”

제1항

일본국민은 정의와 질서를 기조로 하는 국제평화를 성실히 확고하며 국권의 발동인 전쟁과 무력에 의한 위협 또는 무력의 행사는, 국제분쟁을 해결하는 수단으로서는 영구히 포기한다

제2항

전항의 목적을 달성하기 위해 육해공군 그외의 전력을 보유하지 않으며, 국가의 교전권은 인정하지 않는다

제1조

천황은 일본국의 상징이고, 일본 국민 통합의 상징이며, 이 지위는 주권을 가진 일본 국민의 총의에 기한다.

이후 8조까지가 일본 왕의 지위 권한 등에 대한 사항

재정법

제4조 국가의 세출은 공채 또는 차입금 이외의 세입에 기초해 재원을 마련해야 한다. 다만 ‘공공사업비, 출자금 및 대부금의 재원에 대해서는 국회 의결을 거쳐 공채발행이 가능하다.

- 이에 근거해 발행되는 채권을 그래서 ‘건설국채’, 혹은 ‘4조국채’ 라 명명

제5조 일본은행 인수에 의한 국채발행은 원칙적으로 금지한다. 특별한 사유가 있는 경우 국회의 의결을 거친 금액의 범위 내에선 그렇지 않다.

긴 그림에서 경제의 안정성 해칠 위험에도 재정정책을 통한 단기적인 경기부양에 집중

아베 정부가 진정한 일본경제 부활보다는 개헌에 주력하고 있음을 의미하는 또 다른 정황은 정책 운용 방식이다. 재정보다는 통화정책에 대한 의존도가 지나치게 높다. 한편 통화정책 측면에서도 양적완화를 강화할 것임을 강조해왔지만 이에 따라서 엔화가 반응하는 동안에 실제 양적완화 한도가 증가한 규모는 크지 않다. 이 보다는 단기채 중심으로 집중적으로 국채를 매입하는 방식을 통해 영향을 주고 있다.

이런 단기 성과에 집중하는 정책은 좀 더 긴 그림으로 보면 일본경제의 안정성을 해칠 가능성이 높다. 악성적인 비용견인 인플레이션, 혹은 재정악화에 대한 우려 같은 것이다. 이런 중장기 운용방안에 대한 고려가 지나치게 부족하며, 오직 단기적인 성과를 내는데 지나치게 집중하고 있다는 느낌이다.

아베 총리는 필요하면 이미 양원을 통과해 2013년부터 시행이 예정된 소비세 인상 계획도 철회할 수 있다고 언급한바 있다. 일본 재정수지 개선을 위한 매우 어려운 결정이었음에도, 이를 포기할 수 있다고 언급한 것은 아베 정권에게 지금 당장 필요한 것이 집중된 지지도임을 다시 확인해주는 것이다.

실각한 민주당이 장기집권하던 자민당을 꺾고 어렵게 잡은 내각을 해산하면서까지 재정 개선을 위한 소비세 인상에 집착했던 것과는 매우 대조적이라고 할 수 있다. 결국 자민당이 더 강한 정책을 끌고갈 수 있게 만드는 동인은 개헌이라는 목표에 있음이 분명해 보인다. 문제는 개헌이라는 목표를 달성한 이후 사냥개인 경제를 어떻게 처리할 것인가이다.

BOJ, 양적완화 한계가 있음. 100엔 이상 환율 어려움

새로운 BOJ총재단 비둘기파와 매파 균형. 현재 양적완화 정책유지 기대 높음

14일 신임 BOJ총재단 비준안이 중의원에서 통과되었다. 15일에는 참의원의 비준을 거쳐야 하는데, 민주당은 부총재로 인선된 이와타 기쿠오에 대해서 반대 입장을 표명했다. 민주당의 반대에서 불구하고 최근 여론을 반영해 이들 3명의 총재 및 부총재는 참의원의 비준도 통과가 유력할 것으로 예견되고 있다.

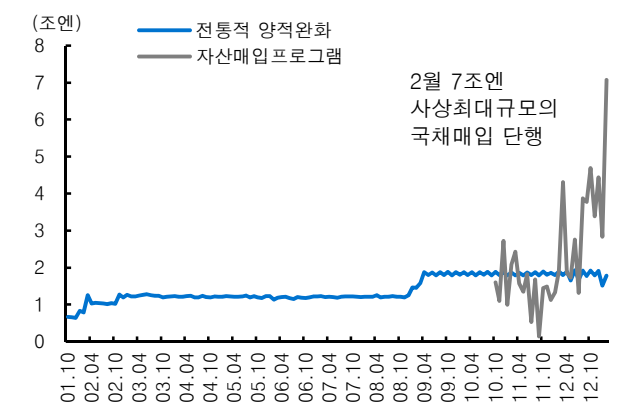
이렇게 총재단에 대한 인선이 끝나게 되면 통화정책을 결정하는 일본은행의 금정위원 9명은 5명의 비둘기파(금융완화 정책을 선호)와 4명의 매파(물가안정을 선호)로 나누어지게 된다. 이들 중에서 현재는 비둘기파로 구분되지만 이시다 고지의 경우 국채직매입 정책을 반대한 바 있으며, 최근 2%의 물가 상승률 목표는 과도하다는 입장을 표명한 바 있어 매파로 기우는 듯하다.

한편 현재는 매파로 분류되지만 금융시장 이코노미스트 출신인 사토, 기우치 두위원의 경우 시장 친화적인 정책을 선호하는 성향으로 언제든지 비둘기파로 전환될 수 있는 가능성이 있다. 전반적으로 보면 비둘기파적인 성향이 우위에 있다. 때문에 일본은행이 현재 진행하고 있는 양적완화 정책이 유지될 것이라는 기대가 높다.

일본 중앙은행 9명의 금정위원들과 그의 성향				
이름	직위	주요 경력	성향	주요 발언, 선호 정책
구로다 하루히코	총재	ADB 총재	비둘기파	물가타케팅, 국채매입+회사채,ETF 매입(신용완화 정책)
이와타 기쿠오	부총재	가쿠슈인대 교수	비둘기파	적극적인 디플레 타개(디플레 탈피는 의무), 장기국채매입 선호
미야오 류조	위원	고베대 교수	비둘기파	적극적 통화완화
시라이 사유리	위원	IMF 이코노미스트	비둘기파	적극적인 디플레 타개
이시다 고지	위원	스미토모 파이낸스 사장	비둘기파	12월, ECB LTRO와 같은 유동성 공급과 초과지준부리 0%로 인하주장 2011년 6월 국채직매입 반대
나카소 히로시	부총재	BOJ 국제담당이사	매파	이전 BOJ 정책기조 지지. 청문회에서는 강한 완화정책 기조 지지
모리모토 요시히사	위원	도쿄전력 사장	매파	신중한 통화정책 지지(채권 대규모 매입의 역효과 경고)
사토 다케히로	위원	모건스탠리 수석 이코노미스트	매파(중도)	1월 통화정책 회의에서 인플레이 목표치 상향 반대
기우치 다카히데	위원	노무라 수석 이코노미스트	매파(중도)	1월 통화정책 회의에서 인플레이 목표치 상향 반대

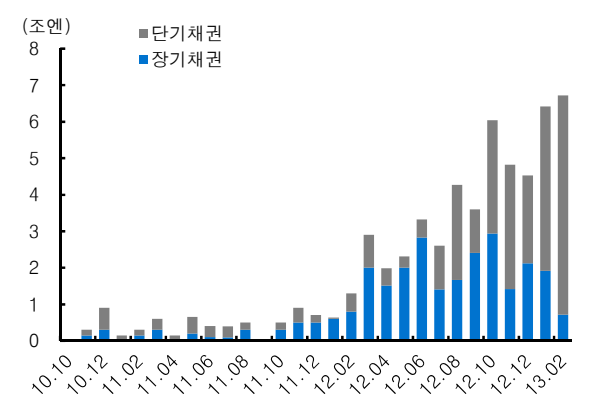
자료: 대신증권 리서치센터

그림 2. 2014년 자산매입 한도 35조엔 이상 추가되어야 균형



자료: CIBC 대신증권 리서치센터

그림 3. 1~2월 BOJ는 단기채를 집중적으로 매입



자료: CIBC, 대신증권 리서치센터

단기채 중심의 자산매입은 물가상승을 유도하기 위함

실제 일본은행의 국채매입 과정을 보면 양적완화 규모 확대가능성이 높아보이지는 않는다. 지난 2월 일본은행은 사상 최대규모인 7조엔의 국채 매입에 나섰다. 그런데 이중 6조엔이 단기채였다. 경기부양과 정책 안정성 측면에서 보면 더 효과적인 장기채를 사는 것이 당연하다.

그럼에도 단기채 매입에 집중한 것은 장단기 금리차를 벌려 놓아서 물가상승 심리를 만들겠다는 점에 더 주력하고 있다고 볼 수 있다.

단기채 중심의 자산매입으 로는 경기부양 효과 크지 않아

이런 상황에서 구로다 새 총재의 고민은 시작될 것이다. 단기채 중심의 집중적 매입이라는 현 정책에 양적완화 한도를 더 확대하면서 장기채, 혹은 그의 주장대로 주식 등 다른 자산의 매입이라는 정책이 효과를 내기 어렵다는 것이다. 또다른 고민은 내년이후의 정책의 공백이다.

현재까지의 정책만으로도 올해 발행되는 건설국채는 일본은행이 다 사줄 수 있는 규모이다. 그런데 내년에는 정부의 국채발행과 일본은행의 국채매입 한도 사이에 괴리가 발생한다. 물론 국채매입 한도 확대를 통해 괴리를 줄일 수 있겠지만, 이미 일본은 화폐발행액의 230%에 달하는 국채를 사고 있다. 단연 세계최고 수준이다.

소비세 인상, 국방비 확대는 재정악화 요인

여기에 만약 소비세 인상도 철회하고, 개헌을 통해 자위대를 국방군으로 격상하면서 군비 확대까지 가세한다면 일본의 재정 수지는 더욱 악화될 수 밖에 없다. 이미 GDP의 200%가 넘는 부채비율로 재정위기를 겪는 유로존 국가의 2배의 부채비율을 가지고 있는 나라에서 부채위기가 확산될 가능성이 매우 높아진다.

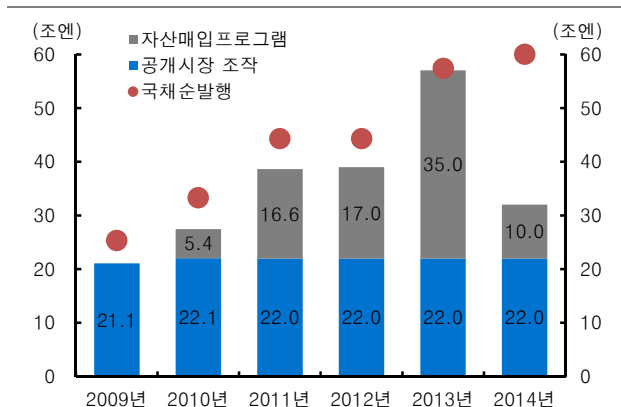
물가상승과 엔화가치하락은 일본국채에 대한 수요 감소 로 이어져 안전자산으로서 의 지위 위협

높은 부채비율에도 불구하고 일본 국채가 안전자산으로 대우를 계속 받을 수 있었던 이유는 낮은 국채 금리와 안정적인 국채에 대한 수요였다. 그런데 이런 상황이 이어진다면 물가상승은 국채금리를 끌어올리고, 이에따른 수익률 감소는 일본 국채의 80% 가까이 보유하고 있는 일본 금융기관들의 국채수요를 감소시킬 것이다. 한편 엔화 가치 하락은 외국인 투자자들이 일본국채를 외면하게 만들 것이다.

결국 일본의 강한 정책은 과시용 이상을 넘지 않을 것

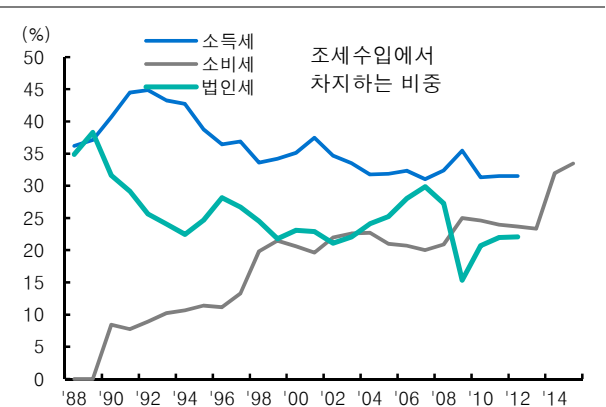
이런 위험성 때문에 일본 정부의 강해보이는 정책은 선거용으로 상반기에 과시용 이상을 넘지 않을 것으로 예상된다. 따라서 엔/달러 환율은 100엔을 넘기 어렵다. 만약 100엔 이상의 환율을 떠올린다면, 그것은 일본이 유럽식의 부채위기로 빠져드는 경우일 것이다.

그림 4. 이미 올해 발행국채는 BOJ가 선취매. 내년이 문제



자료: CBC, 대신증권 리서치센터

그림 5. 14년 소비세 인상 예정. 이를 철회할 경우 재정악화



자료: CBC, 대신증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.