

일본의 세번째 화살, 제논의 화살일까?

Economist 김승현 769-3912 economist1@daishein.com

아베노믹스에 대한 신뢰 균열이 시작

일본증시 하락, 아베노믹스에 대한 불신 증폭

연이은 일본 증시의 하락으로 아베노믹스에 대한 신뢰에 균열이 커지고 있다. 2% 물가, 2% 성장 등 강한 목표를 제시하면서 추진해왔던, 그리고 특히 주식 투자자들을 열광시켰던 정책이 실현 가능한 것인지 불확실해져 가고 있다.

물가상승 조짐. 예상대로지만 국채금리 상승 막을만큼 통화정책이 강한지에 대한 의문 커져가

계획했던대로 물가는 오를 조짐을 보이고 있고, 이에 따라 국채금리가 상승하면서 오히려 문제가 부각되었다. 국채금리 상승에 따른 금융회사들의 자산손실을 보전해 줄 수 있을만큼 충분히 BOJ가 양적완화 규모를 이어갈 수 있을지에 대한 의구심이 제기된 것이다.

국채금리 상승은 이미 높은 정부부채 비율에 대한 우려도 키움

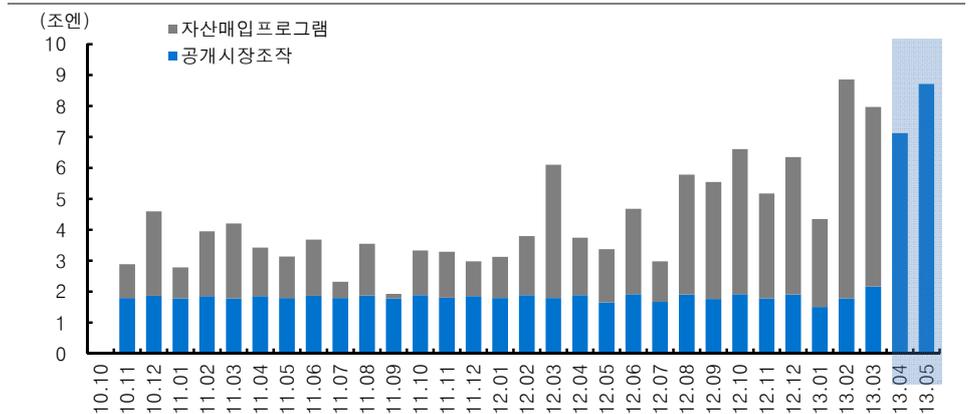
구로다 총재가 취임한 이후 4월에는 단기채 금리가 비교적 큰 폭으로 올랐다. 구로다 총재가 단기채보다는 장기채 중심으로 채권매수에 나설 것이라고 한 영향이다. 그런데 5월에는 장기채 금리가 오르면서 문제가 확산되었다. 일본은행의 매입이 집중되고 있는 장기채마저도 그 규모가 충분하지 않다는 문제가 제기된 것이다.

이제 지속 가능한 성장정책이 제시되어야 할 때

뿐만 아니라 일본 재정건전성 우려가 동시에 부각되었다. 1% 이하의 저금리에서는 240%에 달하는 높은 부채비율에도 이자부담이 크게 느껴지지 않았다. 그런데 국채금리가 한달동안 50bp 가까이 상승하면서 이 속도로는 1% 중반으로 상승할 수 있다는 그림이 그려진 것이다. 유럽 국가의 3배에 달하는 부채비율을 감안하면 일본의 1.5% 국채금리는 유럽국가들 기준으로는 4.5%에 해당한다. 이 정도 금리에 도달하기도 전에 이탈리아, 스페인 등 유럽 국가들은 재정건정성 우려로 곤혹을 치른바 있다.

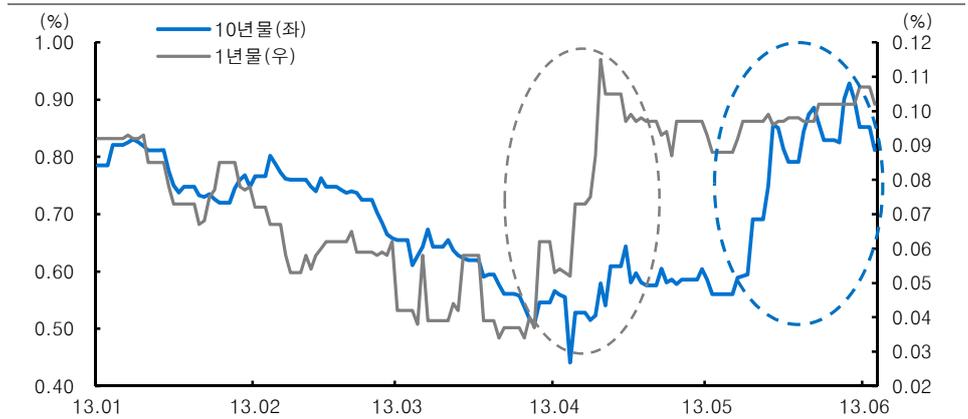
이제 일본은 “아베노믹스”만을 외칠 것이 아니라 지속성있는 정책신뢰를 보여줄 필요가 있다. 단기적으로 엔약세를 통해 경제에 활기를 불어넣는 캠페인은 효력을 다해가고 있기 때문이다.

그림 1. 구로다총재 취임(4월)이후 통합된 국채매입 프로그램, 절대규모는 늘지 않았음



자료: CEC, 대신증권 리서치센터

그림 2. 흔들리는 일본의 국채시장. 4월에는 단기채, 5월에는 장기채 금리가 빠르게 상승



자료: CIBC, 대신증권 리서치센터

세번째 화살, 성장전략에 몰리는 관심

성장을 위한 세 개의 화살.
남은건 장기 성장전략

아베 총리는 일본경제 부활을 위한 세개의 화살을 역설한바 있다. 첫번째는 자산매입 프로그램을 동원한 이전보다 강한 통화정책이고, 두번째는 추경 편성 등 확장적인 재정정책이다. 중앙은행 총재를 구로다 현총재로 변경하는 강수를 두면서 통화정책을 한 단계 업그레이드하기도 했다. 이제 남아있는 것은 세번째 화살인 장기 성장전략이다.

이 남아있는 세번째 화살에 관심이 끌리는 것은 아베노믹스에 대한 중간평가 성격이 부여되었기 때문이다. 단기적으로는 효과적이었다는 평가를 받았던 아베노믹스가 생명력을 유지하기 위해서는 이를 뒷받침할 장기전략이 필요하다.

첫 두 화살(통화, 재정)이 이
끝어낸 엔저. 엔저만으로는
부족한 성장 장기성장전략
으로 채울 수 있을까

이제 시장은 엔화 약세만으로는 일본경제를 살리는데 부족하다는 것을 인지하고 있다. 수입물가 상승을 통한 물가상승은 가계와 기업에게 더 높은 비용을 요구하고 있다. 이를 극복하기 위해서는 기업은 효율성을 개선해야 하고, (임금상승을 통해) 가계의 소득원이 보전되어야 한다. 이런 장기적인 펀더멘털이 뒷받침되지 못할 경우 세번째 화살은 과녁에 닿지 못하는 제논의 화살이 될 수 있다.

아직 공개되지 않은 장기
성장전략을 놓고 시장의 불
안은 커지고 있음

“제논의 화살”은 유명한 케번론자의 주장에서 기인한다. 공수가 화살을 쏘면 절반을 날라갔을 때 과녁까지 절반이 남는다. 다시 절반을 날라가도 다시 절반이 남고... 결국 화살은 과녁을 맞출 수 없다는 식의 주장이다. 이처럼 세번째 화살인 성장전략을 일본이 야심차게 제시하여도 시장이 품고 있는 의구심을 해소시키지 못한다면, 제논의 화살처럼 적중하지 못할 것이라는 비관적인 평이 지배할 수 있다. 급격한 조정을 받고 있는 일본 증시는 그런 징후를 보여주는 대표적인 사례이다.

신뢰회복을 위해서는 구체
적 일정, 자원, 목표 그리고
예상 효과를 제시할 필요

따라서 일본이 명확한 목표와 구체적인 일정, 그리고 자원과 예상 정책효과 등을 제시하지 못한다면 다시 시장의 신뢰를 쉽게 찾지 못할 수 있다. 그런데 지금까지 알려진 내용만으로도 본다면 성공확률이 높아보이지 않는다. 국가전략특구 신설, 이민법 개정 등 외국인 고용강화, 민영화, 그리고 대학개혁 등 글로벌 인재육성, 노동시장 유연성 제고. 이런 정책들이 그간 정부가 구상한 정책에 포함될 가능성이 높은 정책이다. 그런데 이런 정책과 궁극적으로 달성해야 하는 임금상승이 같이 동반될 수 있는지가 가장 의구심이 든다. 임금상승이 없다면 일본 가계는 높은 비용부담에 내년부터는 더 높은 소비세까지 부담하기 된다. 무엇으로 이 정책들을 엮어낼지 지켜볼 필요가 있다.

표 1. 아베노믹스의 세개의 화살

첫번째 화살: 통화정책 확장		
구로다 총재 이전(APP)		
자산매입기금 확대	2010년 10월 자산매입정책 도입(35조엔 규모) 이후 2년동안 8번 총 66조엔 자산규모 추가증액하여 2013년말까지 101조엔 매입목표	
물가안정목표 도입	단기 물가안정목표 1%에서 2%로 상향조정	
정부와의 공조 강화	내각과 함께 디플레이션 탈출과 지속가능한 경제성장을 위한 공동성명 발표	
구로다 총재 이후(QQE)		
통화정책 목표 변경	통화정책 운용목표를 콜금리에서 본원통화로 변경 연간 60~70조엔 수준으로 본원통화 증가 목표	
자산매입 규모 확대	장기국채 보유잔액이 매년 50조엔 늘어나도록 매입확대 국채 평균 잔존만기를 3년에서 7년 내외로 연장(30년물 장기국채 매입대상 포함) ETF 및 REIT 매입잔액을 각각 매년 1조엔, 300억엔 증액	
은행권률 일시정지	정부의 재정건전성 확립 노력을 바탕으로 일시정지	
두번째 화살: 재정정책 확장		
세제개편	설비투자 증가 및 급여인상분에 대해 법인세 혜택 부여	2,400억엔
정부지출 확대	4월 16일, 추경예산 포함한 92.6조엔 규모(사상최대)의 2013 회계연도 예산안 통과	
공공투자 예산 확대	2013년 회계연도 예산에 포함된 공공투자사업예산은 5.3조엔으로 전년비 15.6% 증가	
추가경정예산편성	13.1조엔 규모 정부지출. 그러나 지방정부지출 합산시 총 규모는 20.2조엔 동일본대지진 피해복구와 민간투자 활성화, 지역경제 활성화를 위한 I. 공공사업 중심의 부흥·방재대책 3.8조엔 1. 동일본 대지진 피해 복구 1.6조엔 2. 재난 예방, 감소 대책 2.2조엔 II. 성장에 의한 부 창출 3.1조엔 1. 민간투자 자극을 통한 성장 가능성 강화 1.8조엔 2. SME(중소기업 및 지역 혁신 기구), 중소기업, 농업, 임수산업에 대한 방안 0.9조엔 3. 일본 기업 해외 활동 지원 0.1조엔 4. 인적 자원 개발, 고용 방안 0.3조엔 III. 생활 안심 및 지역 활성화 3.1조엔 1. 생활 안심 0.8조엔 2. 지역 특색을 반영한 지역 활성화 0.9조엔 3. 지역 자금 조달 수요와 긴급 경제 안정 프로그램의 신속한 진행 고려 1.4조엔	
세번째 화살: 성장정책(미완성)		
투자확대	공공-민간 공동펀드 형성으로 성장산업투자 확대	
여성 경제참여 확대	2020년까지 여성 임원 최저 30% 목표 육아, 보육시설 확대	
무역확장	환태평양경제동반자협정(TPP) 참여, 아시아/유럽 등 국가와 무역협정 확대 의료기기 수출 장려, 인프라 관련 무역외교 확장	
고용확대	청년층 정부고용보조프로그램>Hello work 확대 청년들의 해외 진출 장려	

자료: 일본 내각부, 대신증권 리서치센터

정책합정에 빠진 일본. 엔/달러 다시 100엔 이하 가능성 높음

성장전략 평가는 효율성 증대와 가계소득 증대 방안의 효험이 있을지에 대한 판단

일본 정부는 6월중에 세번째 화살인 성장전략을 발표하기로 했다. 빠르면 첫주에도 발표할 수 있다는 관측이 돌고 있다. 막상 정책이 모습을 드러냈을 때 평가의 기준은 앞에서 양적완화가 만든 비용견인 인플레이션을 상쇄할 수 있는 효율성 증대와 가계소득 증대 방안이 있는지가 될 것이다. 이런 기준을 맞추기는 쉽지 않아 보인다.

일본 내부에서는 비용견인 물가상승에 대한 우려 크지 않은 듯

일본 내부에서 비용견인 인플레이션에 대한 우려가 크지 않기 때문이다. 엔저로 인한 수입물가 상승이 가계 비용증가로 이어진다는 점을 두고 일본 외부와 내부의 시각차는 크다. 최근 애플은 일본내 제품가격을 10% 가까이 인상하기로 결정했는데, 외신은 이에 대해 일본의 수입물가 상승부담이 커질 것이라는 반응이었다. 반면 일본 언론은 “강심장, 애플, 삼성 등 다른 제품과 점유율 차 커질 수 있어” 였다. 즉, 애플의 가격인상을 두고 일본 외부에서는 해외기업, 혹은 해외 생산기업들이 엔저로 인한 이익 감소를 상쇄하기 위해 제품 가격을 올리는 일반적인 현상의 일부분으로 인식한 반면, 일본 내부에서는 가격인상이 애플 혼자만의 특별한 이벤트라고 보는 것이다. 단순히 점유율 확보를 위해 해외 기업들이 엔 약세를 감수할 가능성은 낮다. 자국 기업 중 국내생산이 거의 없는 도시바의 경우도 일본내 판매 가격을 인상하고 있다.

시장의 신뢰회복이 어렵다고 판단할 경우, 성장전략 발표 지연될 수도 있음

다른 측면에서 보면 7월 참의원 선거를 앞두고 이슈를 경제정책에서 정치이슈로 전환시키려는 시도 역시 가능해 보인다. 이미 우경화를 지양하겠다는 약속과는 달리 헌법 96조 개헌 시사와 한국 및 중국을 자극하는 외교적 행보 등으로 정치적인 성향을 일찍 드러낸바 있다. 경제이슈로 승산이 약할수록 더 정치이슈가 부각될 가능성은 그만큼 높아질 수 있다. 아베에게 여하튼 가장 중요한 것은 참의원 선거의 승리와 개헌이기 때문이다. 이런 이유로 6월중 성장전략 발표가 없을 수 있다는 관측도 있다.

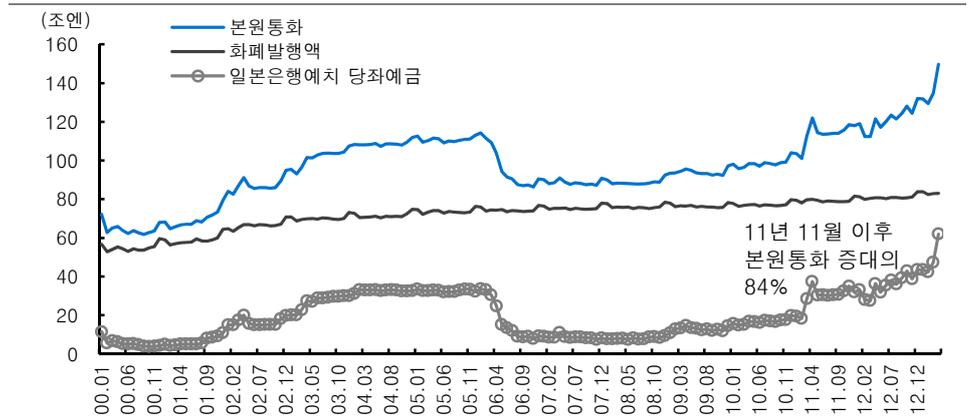
여기에 국채시장 변동성 확대는 언제든지 재발 할 수 있는 잠재적 위험

또 다른 위험은 국채시장 불안이다. 일본 장기채 금리가 1%를 찍은후 안정에 성공함으로써 일단 급한불은 껐다. 그러나 근본적인 해결책을 제시하지 못했기 때문에 금리 변동성 확대는 언제든지 재발 가능성이 있다. 성장전략 대신 만약 영험하다 믿는 통화정책 강화 카드를 꺼낼 경우 국채시장 불안은 더 심각해질 수 있을 것이다.

일본의 장기 성장전략 성공 어려워보여 엔/달러 환율 다시 100엔 이하로 떨어질 가능성 큼. 한국의 엔약세 스트레스도 해소 기대

6월은 일본 아베노믹스에 대한 검증의 시간이 될 것이다. 이 검증을 쉽게 통과하기는 이미 어려워진 것으로 보인다. 이제껏 진행해온 정책이 더 이상 효과를 보지 못할 것으로 인식되면서 엔/달러 환율은 다시 100엔 이하로 후퇴할 가능성이 높아보인다. 성장전략을 내놓아도 강한 인상을 주기 어렵고, 발표하지 않을 경우 정책의 후퇴로 인식될 것이다. 이도저도 하기 어려운 상황에서 선택은 100엔 이상의 환율은 과도한 측면이 있다는 식으로 일본 정부가 입장을 정리할 가능성이 제일 커 보인다. 한국의 엔 약세에 따른 스트레스는 6월부터 해소될 수 있을 것이다.

그림 3. 구로다 취임한 첫달 4월 본원통화 증가의 98.1%는 은행 지준증가로 채워졌음



자료: CEC, 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 주식투자의 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.