

투자포커스

일본, 여전히 기댈 곳은 정책 뿐

Economist 이하연 hylee1107@daishin.com

일본 경기 침체 우려에 대한 정부의 시각

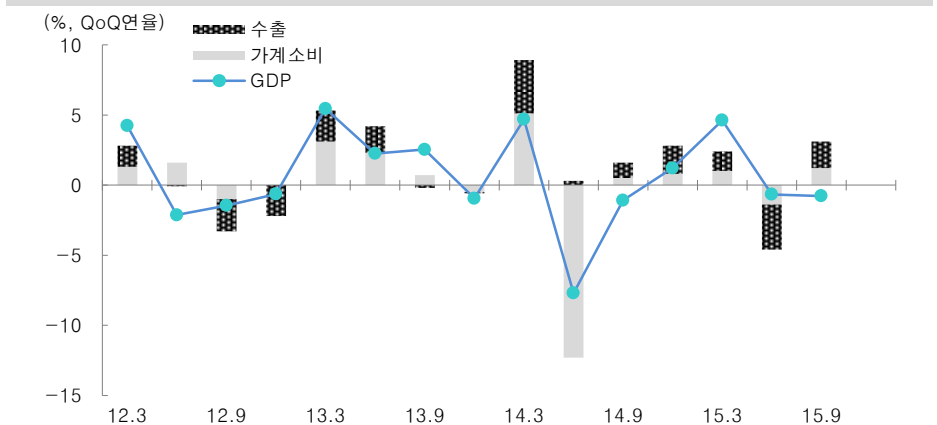
일본 경제가 2분기 연속 역성장을 기록하며 또다시 경기침체에 빠졌다. 장기간 지속된 정부의 경기부양 효과에 힘입어 기업 수익성은 역사상 최고 수준으로 개선되고 있으나 향후 경기에 대한 우려가 일본 기업 활동을 제한, GDP 감소를 견인했다.

지난 2분기(4~6월) 역성장을 이끈 민간소비와 수출은 3분기(7~9월) 모두 증가 전환했으나 설비투자는 감소세가 확대되었고 생산 위축은 재고 감소를 이끌었다. 일본 기업 심리가 상당히 위축되어 있다는 판단이다.

하지만 일본 정부나 중앙은행은 GDP 감소가 일시적 경기 위축이라며 일본 경제가 회복세를 지속하고 있다고 언급하는 등 여전히 경기에 대한 신뢰를 보이고 있다. 18~19일 열린 금정위에서 일본은행은 통화정책 동결을 발표하고 내수 회복세가 지속되고 있다는 기존의 경기 판단을 유지했다. 앞서 일본 정부 또한 마이너스 성장을 근거로 추경을 편성하지 않겠다고 밝힌 바 있다. 그리고 이러한 시각은 추가 경기부양책에 대한 시장의 기대를 낮추고 있다.

일본 정부가 경기회복에 낙관적인 이유는 그동안 엔저로 인한 기업 수익 개선이 일본 내 생산 및 투자 확대나 임금 인상으로 이어질 것으로 기대하기 때문이다. 현시점에서 경기 침체를 인정하는 것이 아베노믹스를 부정하는 것으로 보일 수 있다는 점도 일본 정부가 경기에 대한 신뢰를 지속하게 한다.

그림 1. 가계소비, 수출 증가 전환에도 일본 경제 2분기 연속 역성장



자료: 일본 내각부, OECD, 대신증권 리서치센터

민간 성장 동력 미약, 정부 경기 부양 불가피

하지만 정부 기대와는 달리 일본 기업이 적극적으로 생산 및 투자 확대나 임금 인상에 나설 가능성은 크지 않다. 수익 개선에도 일본 기업은 여전히 일본 경제 성장 및 디플레이션 탈피에 대한 신뢰가 약하기 때문이다. 아베노믹스 이후 고용 여건이 개선되었다고 하나, 여전히 노동자 현금수입은 감소하고 있어 현상황에서 민간소비 또한 빠른 회복을 기대하기 어렵다.

대외부문이 성장을 주도할 가능성 역시 크지 않다. 신흥국 경기 위축에 글로벌 교역량 또한 감소하고 있으며 엔저 효과도 빠르게 둔화되고 있다.

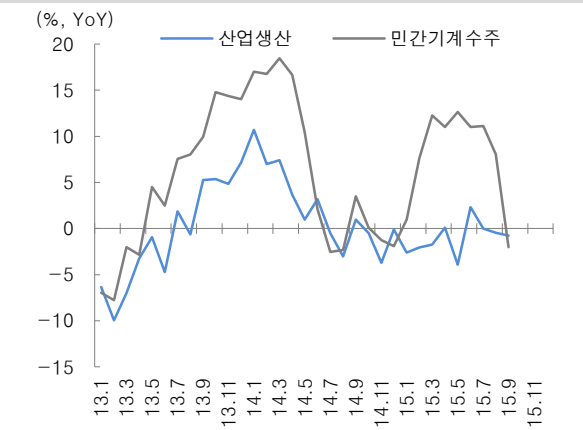
미약한 민간 부문 성장 동력을 감안하면 또다시 일본 경제가 기댈 곳은 정부 정책 뿐이다. 게다가 2016년 7월 참의원 선거 예정되어 있으며, 2017년 4월 소비세 인상을 앞두고 경기 체질 개선이 필요하다는 점 또한 정부 경기부양책 실시 가능성을 높인다.

우선 재정정책 확대가 예상된다. GDP 역성장 대응 차원이라기 보다 TPP 합의에 따른 농업 부문 대책이나 ‘1억 총 활약사회’ 실현을 위해 추경 예산을 검토중이라고 밝힌 바 있다. 물론 이번 추경이 구조개혁이나 산업경쟁력 강화에 집중되었으나, 저소득층 보조금 확대 등의 소비 증진 방안이 포함될 가능성 또한 배제할 수 없다.

추경 외에 법인세 인하 또한 거론되고 있다. 최근 일본 언론사는 경제재정자문회의에서 아베 총리가 법인 실효세율을 20%대로 조속히 낮추는 방안 마련을 지시했다고 밝혔다.

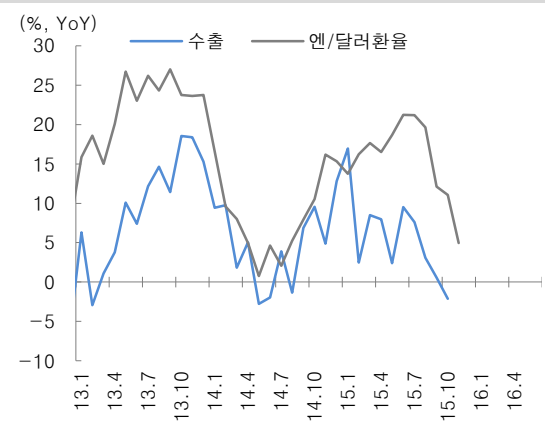
경기 부양을 위한 통화정책 확대 가능성 또한 열어둘 필요가 있다. 금정위 이후 기자회견에서 구로다 총재는 여전히 경기에 대한 신뢰를 보여주었으나 최근 들어 기업 심리 위축을 우려하는 발언이 많아지고 있다. 에너지 부문을 제외한 소비자물가상승률이 1%대의 상승세를 지속하고 있으나, 저유가 장기화로 일본 기업의 물가 상승 기대가 낮아져 일본은행의 2% 물가상승률 목표 달성이 어려워 진다면 추가 양적완화정책을 실시할 것으로 예상된다. 구로다 총재는 IMF의 우려와 다르게 현 일본은행 대규모 국채 매입이 당분간 한계에 도달하지 않을 것이라면서 QQE 지속에 별다른 문제가 없음을 피력하기도 했다.

그림 2. 생산 및 투자에 소극적인 일본 기업



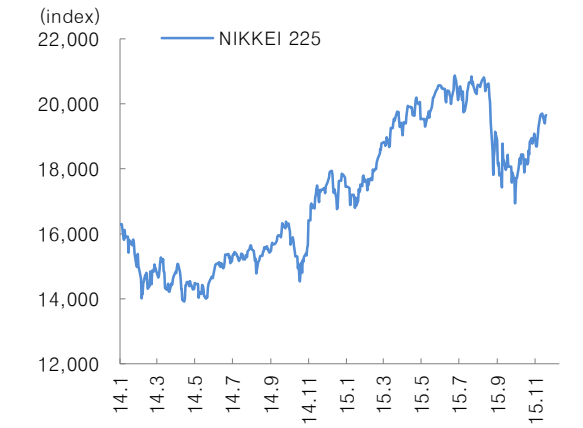
자료: 일본 경제산업성, 일본 내각부, CEIC, 대신증권 리서치센터

그림 3. 환율 효과 둔화로 대외부문 회복세도 미약



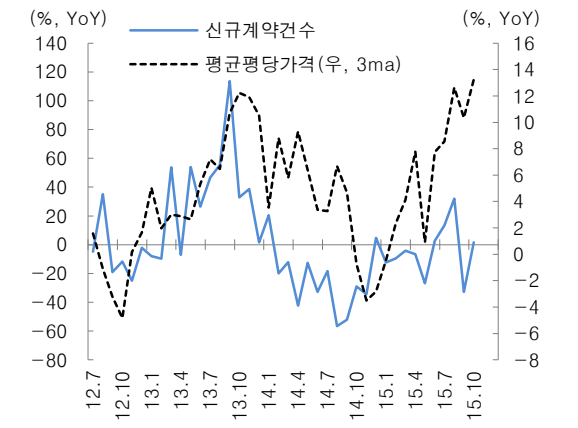
자료: 일본 재무성, CEIC, 대신증권 리서치센터

그림 4. 정부 증시 부양책 지속 기대



자료: Datastream, 대신증권 리서치센터

그림 5. 부동산 가격 상승세 지속



자료: CEIC, 대신증권 리서치센터

향후 미 통화정책 정상화나 신흥국 불안에 따른 안전자산 선호 확대 가능성 또한 추가 완화 압력으로 작용할 전망이다. 추가 통화완화 없이 안전자산 선호가 확산된다면 여타 통화대비 엔화 가치는 빠르게 강세 전환될 가능성이 크다.

2016년 상반기 내수 중심 회복 기대

정부 정책에 힘입어 일본 경제는 역성장에서 탈피, 2016년에는 완만한 회복 기조를 이어갈 전망이다. 특히 정부의 경기부양책이 상반기에 집중되며 내수 중심의 경기 회복을 시현할 것으로 기대된다.

물론 정부 정책만으로는 기업 심리 개선에 한계가 있어 임금이나 설비투자가 빠르게 개선될 가능성은 크지 않다. 예를 들어 정부 법인세 인하 등에도 일본 기업의 보수적인 태도가 기업 사내유보금만 높일 뿐 정부 정책 효과가 단기에 그칠 수도 있다.

하지만 앞서 언급했듯이 저소득층 보조금 지급 등 직접적인 재정지출 확대가 소비를 촉진할 것으로 예상된다. 그 외에 아베노믹스의 가장 대표적인 업적이라 할 수 있는 증시 부양을 현 일본 정부가 포기할 수 없을 것이다. 참의원 선거를 앞두고 증시부양책이 지속될 전망이며, 금융자산 외에 부동산 가격 또한 상승세가 꾸준히 확대되고 있다. 가계의 자산가격 상승 및 자산 소득 증가 또한 소비 증진으로 이어질 전망이다.

물가(근원소비자물가 기준)는 저유가 효과가 소멸되며 하락세에서 탈피할 것으로 예상된다. 하지만 낮은 수준의 유가 안정과 엔저 효과 둔화 등으로 0%대의 완만한 상승세가 유지되며 일본은행 통화정책을 압박할 것으로 전망하고 있다.

한편, 내년 상반기에는 엔화 약세가 다시 재개될 전망이다. 미 연준 통화정책 정상화 이슈가 달러 강세 압력으로 작용하고 있는 가운데 일본 통화정책 확대 가능성도 열려 있기 때문이다. 물론 QQE 초기와 같이 엔화 가치만 독보적인 약세 흐름을 나타내며 일본 기업 수출 경쟁력 개선으로 이어질 가능성은 크지 않다. 하반기에는 글로벌 유동성 축소가 크레딧 이슈로 확산되며 글로벌 금융시장 변동성이 확대, 안전자산인 엔화 강세 압력이 우세할 가능성도 배제할 수 없다.

▶ 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.