

제 목

일본은행, 「금융정책 다각적 리뷰 : 지난 25년간의 경제·물가 동향과 금융정책」 워크숍 개최 결과 주요 내용*

* 일본은행 보도자료와 일본내 IB 자료, 언론 보도내용 등을 토대로 정리

1. 개요

□ 일본은행은 5.21일 과거 금융정책운영에 대한 다각적 리뷰*의 일환으로 23.12월에 이어 두 번째 워크숍**(주제 : 지난 25년간의 경제·물가 동향과 금융정책)을 개최

* 지난 25년간 실시해 온 각종 비전통적 금융정책 수단의 효과를 각 시점의 경제·물가 동향과의 상호관계 속에서 이해하고, 부작용을 포함해 금융시장이나 금융시스템에 미친 영향을 분석(23.4월 금융정책회의)

** 23.12.4일 첫 번째 워크숍(주제 : 비전통적 금융정책의 효과와 부작용)을 개최

○ 금번 워크숍은 ① 과거 25년간의 경제·물가 동향 및 ② 비전통적 금융정책과 인플레이션 기대 등 2개의 세션 발표(일본은행 담당 부서)와 전문가 토론 등이 비공개 형태로 진행됨

— 과거 정책검증의 학술적 논의 위주로 진행되었으며 향후 금융정책 운영과 관련한 내용은 포함되지 않은 것으로 파악됨

○ 일본은행은 금년 가을경까지 다각적 리뷰를 최종 완료할 예정

2. 주요 내용

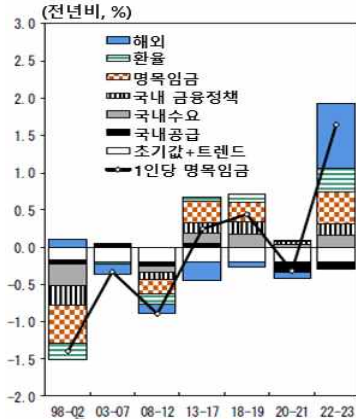
(제1세션 : 과거 25년간의 경제·물가 동향, 조사통계국)

□ 【주요 내용】 디플레이션·저인플레이션에서 이제는 2% 물가상승을 전망할 수 있는 상황이 되었으며, 물가·임금이 오르기 어렵다는 관행도 해소될 가능성이 보임

① 디플레이션기<90년대~10년대초> : 수급 양면의 여러 요인으로 경기침체와 완만한 디플레이션이 진행되는 가운데 금융정책은 명목 금리의 하한 제약에 직면하고 물가·임금이 오르기 어렵다는 것을 전제로 한 관행이 자리 잡음

- (경기침체) 생산성 저하, 노동공급 감소(주5일제)와 함께 버블 붕괴 이후 재고조정 및 신용 수축이 수요 감소를 증폭하고 제로금리 제약으로 금융완화가 부족
 - (디플레이션) 저가 수입품 증가, 유통구조 합리화, 기술혁신(공급요인)과 함께 금융위기('98년), IT버블 붕괴('01년)로 마이너스 수급갭 확대
- ② **低인플레이션기<'13년~'20년>** : 양적·질적완화(QQE) 도입이 경기 회복, 물가상승으로 이어졌으나, **장기 침체에서의 완전한 탈출에는 이르지 못하고 2%의 물가 안정목표도 실현되지 않음**
- QQE를 통해 물가가 상승하였으나 유가 하락 등으로 인플레이션 기대가 저하되면서 2% 목표달성 미실현
 - 기업 경쟁 환경의 변화, 가격 상승시 수요 대폭 감소 우려(굴절수요곡선)로 높은 가격 경직성 유지
 - 비정규직 전환에 따른 인건비 억제, 여성·고령자의 노동공급 확대, 서비스 가격에서의 강한 경직성으로 명목임금이 침체
- ③ **高인플레이션기<'21년~>** : 코로나 이후 수입물가 상승을 배경으로 **임금과 물가의 선순환이 강해져 물가안정 목표의 지속적·안정적 실현이 전망되는 상황에 이름**
- 국제 경제 환경, 노동 시장에서의 구조 변화, 기업의 가격 설정 행동 등에서 **변화의 조짐**이 보임
 - 글로벌화에 의해 해외 공급 쇼크가 물가에 미치는 영향이 증대하는 가운데 최근의 명목임금 상승도 이전과 달리 해외 요인이 크게 작용
 - 기업의 일손 부족정도가 높아지는 가운데 정규직 구인모집 임금은 코로나 이후 정규직 평균임금을 크게 상회
 - 서비스 가격의 상향 개정 빈도가 90년대에 크게 침체했지만 하향 개정 빈도는 비교적 안정(하향 경직성)적 이었다가, 최근에는 재화·서비스 가격 모두 상향 조정 빈도가 급상승

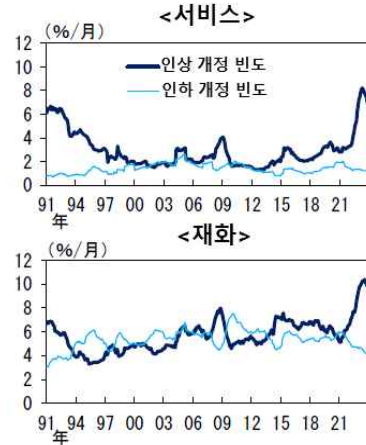
1인당 명목임금



정규직 모집 임금

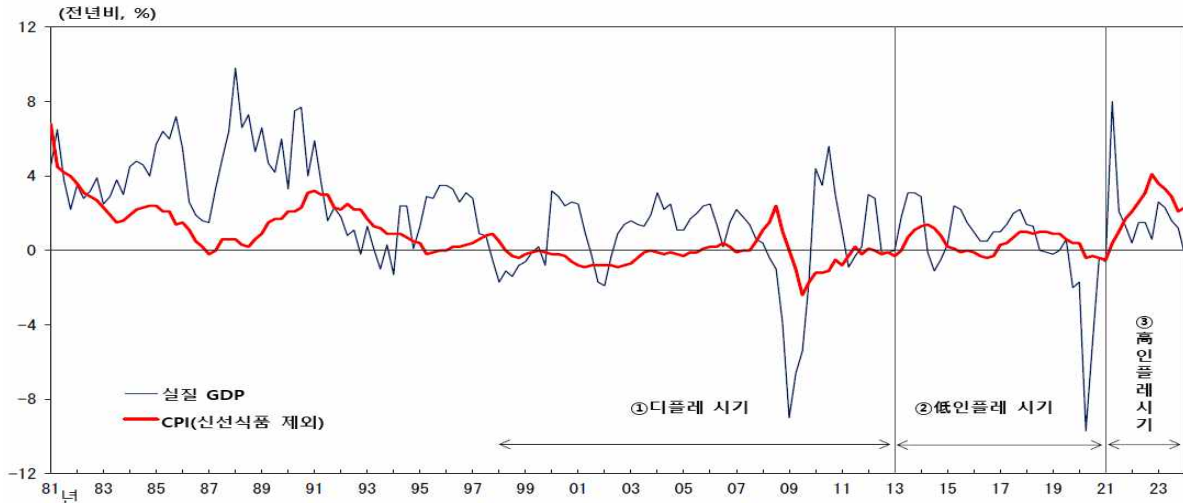


가격 개정 빈도



자료 : 일본은행

경제성장률과 물가상승률 추이



자료: 일본은행

□ **【토론 주요 내용】** 그 동안의 비전통적 금융정책의 효과에 대한 의문과 장래의 임금·물가 전망의 관계 등이 낙관적이라고 지적한 것으로 알려짐

- 비전통적 금융정책의 효과에 대한 실증적인 증거가 충분하지 않음
- 인력 부족과 장래의 임금·물가 전망의 관계 등에 대해서는 낙관적이며 가계·기업의 기대 인플레이션 형성 메커니즘에 대한 설명이 충분하지 않음
- 인플레이션 또는 개인소비*에 대한 금융완화의 효과는 작거나 단기적이며 중장기적 관점에서는 금융정책에만 의존할 것이 아니라 구조문제를 직시할 필요가 있음

* 소비가 2013년 이후 뚜렷하게 증가하지 않아 금융완화정책이 수요를 자극했다고 보기 어렵다는 의견도 제시

○ 일본은행은 구조 문제의 중요성을 인정하면서도 임금·물가 환경이 변하고 있을 가능성을 강조

— 국내의 노동력 부족 현상으로 지금까지의 임금 억제적인 움직임은 상당히 바뀔 수도 있다고 답변

(제2세션 : 비전통적 금융정책과 인플레이션 기대, 기획국)

□ 【주요 내용】 인플레이션 기대 변화가 물가변동에 큰 영향을 미쳐 왔으며, 최근 들어 인력 부족과 물가 상승 등을 배경으로 낮은 가격 지향이나 저인플레이션 기대 등 기존 사고방식과 관행에 변화 조짐이 나타나고 있음

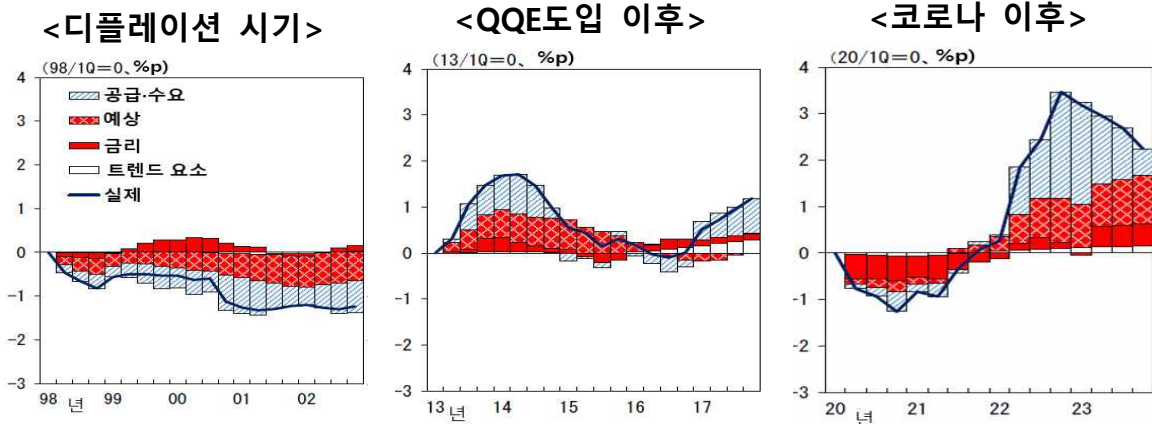
○ 인플레이션은 자원배분 효율화와 생산성에 긍정적 영향을 미치며 금리의 실효 하한을 제약할 리스크가 저하되어 금융정책의 대응 여지가 확대될 것으로 생각

① (물가변동 요인) 전체적으로 보면 물가변동에 있어 인플레이션 기대 변화가 미친 영향이 컸으며, 2013년 물가안정목표나 QQE 도입은 '98년 이후의 인플레이션 기대 하락 상황을 반전시켰다는 점에서 일정한 효과 발휘

— ①디플레이션 시기(1990년대 후반~)에는 금리요인이 상승하였으나 기대 요인은 지속적으로 하락하였으며, ② QQE 도입후(2013년~)에는 금리·기대요인이 모두 상승하였으며, ③ 코로나 이후(2020년~)에는 수입물가 상승과 노동수급 압박 등을 배경으로 기대 요인이 크게 상승

■ 특히 2015년 이후에는 원유 가격의 하락 등을 배경으로 물가가 실제 하락하는 상황에서 기대 요인의 상승 기여가 하락분을 일부 상쇄

국면별 물가변동요인



자료 : 일본은행

② (인플레이션 기대에 영향을 미친 요인) 중앙은행의 인플레이션 목표, 다양한 경제 상황(경쟁환경, 수급갭, 해외 쇼크 등) 및 과거의 경험과 관습(소비자의 저가 지향, 디플레이션 경험의 유무 등)이 인플레이션 기대 형성에 영향을 미침

— 【인플레이션 목표】 1990년대 말에는 일본의 정책금리가 실효하한에 도달하면서 금융정책 대응 여지가 저하*되고 인플레이션 목표에의 안착 정도를 낮추는 데에 기여했을 가능성

* 경제 주체가 중앙은행의 인플레이션 목표가 달성 가능하다고 믿는 경우 인플레이션 기대는 중앙은행 목표와 일치할 수 있음

— 【다양한 경제 상황】 마이너스 수요 충격, 경쟁 격화에 따른 기업들의 인건비 상승이나 가격 전가에 소극적 자세, 국제 유가 등에 따른 수입가격 변동 등이 인플레이션 기대 변화에 영향

■ 제로금리 제약 이후 마이너스 수요 충격*으로 수급갭이 음의 방향으로 확대되고 기업들의 경쟁 심화는 가격 인하 경쟁을 유발하여 경제 주체의 인플레이션 기대 저하로 이어짐

* 인구 고령화와 금융중개 기능 저하 등 다양한 요인을 수요 충격요인으로 지적

■ 여성·고령자의 탄력적인 노동 공급이 인건비 상승이나 기업의 가격 전가 압력을 완화해 온 측면도 있음

■ 최근 들어 국제 유가와 환율 등이 반영된 수입가격 변동이 인플레이션율을 변화시키고 인플레이션 기대에 영향을 미쳤을 가능성

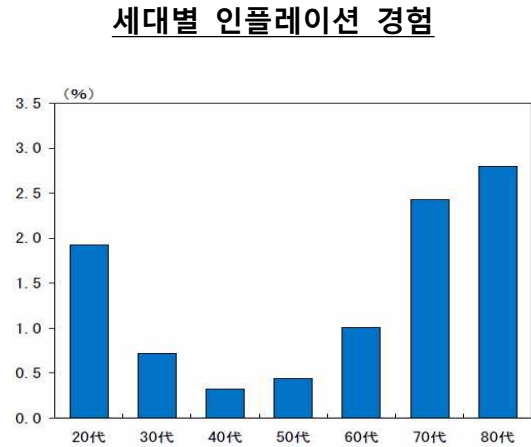
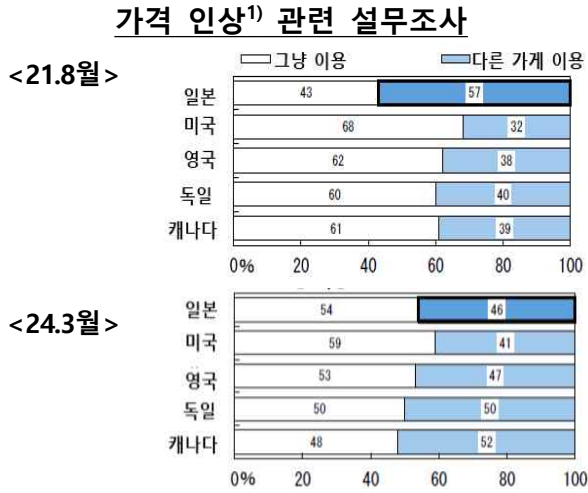


자료: 일본은행

— 【과거의 경험과 관습】 인플레이션이 낮은 수준에서 안정되면서 가계의 저가 지향의 정착되고 이는 기업의 가격 동결 태도를 강화했을 가능성

■ 인플레이션을 경험하지 않은 젊은 세대의 저인플레이션 예상 경향도 강한 것으로 지적

- 다만 최근에는 지금까지의 이러한 경향에 변화의 조짐도 보임



주 : 1) 단골가게에서 상품가격이 10% 올랐을 때

자료: 일본은행

- **【토론 주요 내용】 환율이 인플레이션 기대에 미치는 영향에 대한 논의가 부족하다는 의견이 제시**
 - 환율에서 인플레이션 기대로의 파급 논의가 결여되어 있으며, 가격 압력이 가격·임금 설정의 규범·관행이 변하고 있다고 하는데 인플레이션 기대를 2% 부근에 안착시킬수 있는지 의문
 - 비전통적 금융정책이 기대 인플레이션에 미치는 효과가 약했던 배경에는 인플레이션 기대 조정의 어려움, 유동성 함정으로 인플레이션 기대에 의 영향 감소 등을 지적
 - 일본은행은 환율이 인플레이션 기대에 미치는 영향은 크지만 중장기적인 인플레이션 기대에 영향을 미치지 않는 의문이라고 답변

(제3세션 : 패널* 토론)

* 이토 타카토시 컬럼비아대 교수, 쓰루 코타루 게이오대 교수, 후쿠다 신이치 도쿄대 교수, 우치다 신이치 일본은행 부총재가 패널로 참여

- 패널 토론에서 물가·임금이 오르기 어렵다는 사고방식이 자리잡은 배경, 과연 이런 사고방식은 변화하고 있는지 여부 및 일본은행은 수행한 정책 효과에 대해 주로 논의

- 일본 경제가 「0·0·0 균형」(인플레이션율·예상인플레이션율·임금상승률 순, 수치는 %)에서 「2·2·3 균형」으로의 이행이 문제되고 있지만, 「2·2·3 균형」에는 노동 생산성의 성장과 실질 임금의 상승이 수반될 필요
- 이러한 사고방식이 '원인'이라면 기대만 바뀌도 선순환이 이뤄졌겠지만, '결과'라면 '기대'만 억지로 바뀌도 물가 상승은 이뤄지지 않음
- 임금 인상과 물가 상승은 지속적인 경제성장을 실현하기 위한 필요조건이지 충분조건은 아니며 생산성을 향상시키는 것이 중요하고 그 실현 과정에서 금융정책 이외의 노력도 중요
- 지금 변화하고 있는 것처럼 보이는 가격설정 행동의 변화는 수입인플레이션을 비롯한 외부 충격에 의한 것이며, 노동시장이나 경쟁환경 등에서는 구조적인 변화가 없음
- 2013년 이차원 양적 완화 도입 때부터 인플레이션 환경 정착까지 10년이나 걸린 배경으로 당시 여성이나 고령자의 노동 참가가 예상 이상으로 진행되면서 발생한 공급잉여를 지적
 - 다만 인구 동태를 감안하면 향후 이와 같은 공급 잉여가 발생한다고는 예상하기 어려워 지속적인 임금 상승 가능성이 있음