

보도자료	보도일시	2014년 11월 26일(수) 조간
	담당자	이재준 KDI 연구위원 KDI 공공투자관리센터 공공투자정책실장 (044-550-4079, jjoonlee@kdi.re.kr)
	배포일시	2014년 11월 24일(월) 09:00
	배포부서	KDI 홍보팀(044-550-4030, press@kdi.re.kr)

일본의 90년대 통화정책과 시사점

이재준 KDI 연구위원

본고는 11월 25일(화) 발간 예정인 2014년 하반기 『KDI 경제전망』
에 수록될 예정입니다.

일본의 1990년대 통화정책과 시사점

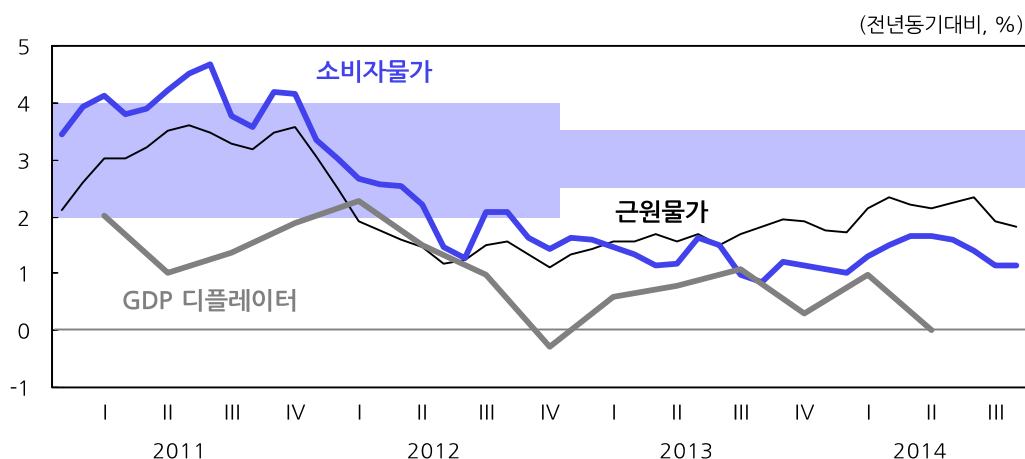
연구위원 이재준

1. 문제제기

■ 우리 경제는 최근 수요부진 및 低인플레이션 상황이 오랜 기간 지속되고 있어 **디플레이션 가능성에 대한 우려**가 제기

- 최근 우리 경제의 인플레이션은 1%대에 머물면서 중앙은행의 물가안정목표 범위를 지속적으로 하회하고 있어, 디플레이션 발생 가능성 및 이에 대응한 정책운용이 관심

우리나라의 물가상승률과 물가안정목표



주: 파란색 음영은 물가안정목표 범위를 의미함.

■ 따라서 본고에서는 일본의 소위 ‘잃어버린 10년’에 대한 거시경제 상황을 통화정책 환경을 중심으로 살펴봄으로써 우리 경제에 대한 시사점을 도출하고자 함.

- 일본은 1990년대 초반의 버블 붕괴 이후 적절한 정책대응에 실패하면서 디플레이션을 초래한 것으로 평가되고 있으며, 통화정책 운용상에 많은 교훈을 남김.
 - 특히 미국이 2008년 금융위기 시 비전통적 수단까지 동원하여 과감한 정책대응을 했던 배경에는 1990년대 일본 사례의 교훈이 있었던 것으로 알려짐.

2. 일본의 1990년대 거시경제 상황

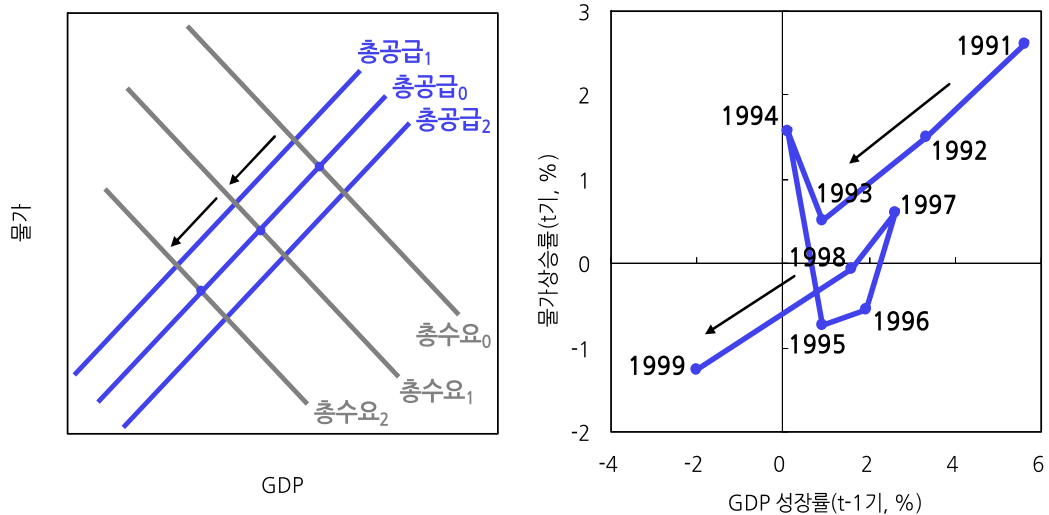
■ 일본경제는 1991년 경기침체를 시작으로 10여 년 이상 장기침체 및 디플레이션에 빠지면서 이에 대해 ‘잃어버린 10년(lost decade)’이라는 평가를 받고 있음.

- 1980년대 후반부터 진행되었던 경기과열이 버블로 이어지면서 1990년 부동산 및 주식시장의 폭락을 기점으로 경기침체가 시작
- 심각한 경기침체가 일상적인 경기순환의 주기를 넘어서면서 1990년대 중반 이후 디플레이션이 발생되고 다시 침체가 심화되는 악순환에 진입
 - 디플레이션이 시작되면서 실질금리 상승으로 소비 및 투자가 위축되고 부채의 실질부담이 증가하는 디플레이션 악순환(debt-deflation)에 빠짐.

■ 일본이 1990년대에 경험한 디플레이션은 기본적으로 수요부진에서 촉발되었으며, 이후 적절한 총수요관리 정책의 실패로 인해 회복의 기회를 놓친 것으로 평가됨.

- 1990년대에 인플레이션이 지속적으로 하락하면서 경제성장률이 낮아졌다는 사실은 총수요의 부족이 경기침체의 주원인이었음을 시사(그림 참고)
- 한편, 1991년 버블 붕괴 이후 정책당국의 소극적인 정책대응이 초기 경기회복의 기회를 무산시킨 것으로 평가

총수요 · 총공급의 변동 및 90년대 일본의 인플레이션 · 성장률의 관계



3. 일본의 1990년대와 최근 우리나라의 거시경제 여건 비교

가. 소비자물가지수와 GDP 디플레이터

■ 일본경제는 침체가 지속되면서 1990년대 중반 이후 디플레이션이 이미 진행되었으나, 통화당국은 디플레이션 가능성 및 위험을 조기에 인식하지 못하였던 것으로 평가

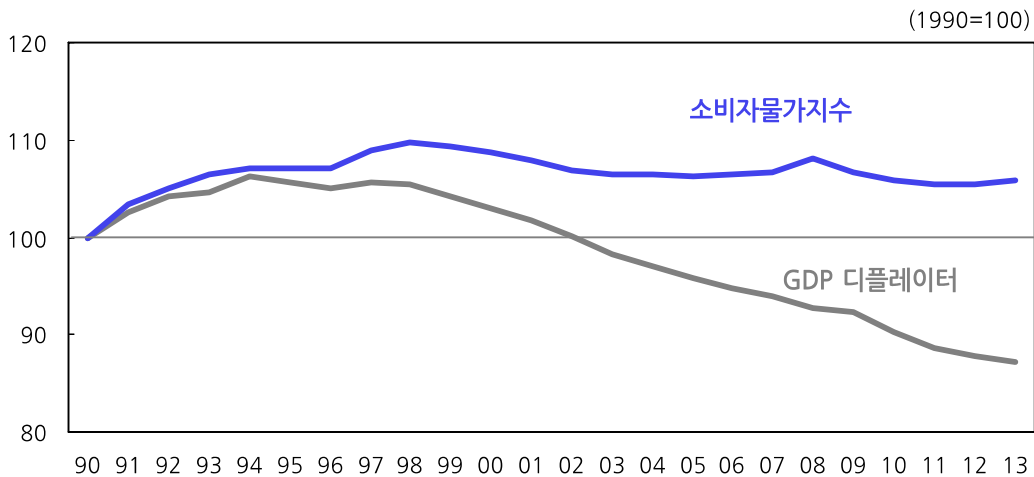
● 일본의 디플레이션 현상은 소비자물가지수(이하 CPI) 기준으로 1998년 이후 발생하였으나, GDP 디플레이터 기준으로는 1993~94년경에 이미 발생하여 지속적으로 확대되었던 것으로 나타남.

- 1990년대 초반 이후 부동산가격의 추세적 하락 → GDP 디플레이터 하락 → CPI 하락이라는 현상을 보임.

● 그러나 당시 일본 정책당국은 정보통신부문의 기술진보 효과, 수입재 가격 하락 등 공급 측 하락요인의 영향에 주목하면서 디플레이션 문제의 심각성을 간과

- 당시 통화당국은 물가하락이 가계의 실질임금을 상승시키는 효과가 있으며 높은 물가수준을 감안하면 물가가 하향 조정될 필요가 있으므로, '좋은 디플레이션(good deflation)'일 수 있다는 견해를 표명하기도 함.¹⁾

일본의 소비자물가지수(CPI)와 GDP 디플레이터



1) Takatoshi Ito and Frederic Mishkin, "Monetary Policy in Japan: Problems and Solutions," *Reviving Japan's Economy*, MIT, 2005.

■ 우리 경제에서도 2011년 이후 GDP 디플레이터 상승률이 CPI 상승률을 상당 폭 하회하면서 지속적으로 하락하여 금년에는 0~1% 수준을 보이고 있음.

● CPI는 소비자가격만을 측정하는 반면 GDP 디플레이터는 경제 전체의 생산물가격을 측정하는 지표라는 점을 감안할 때, CPI뿐 아니라 GDP 디플레이터의 상황도 관찰할 필요가 있음.

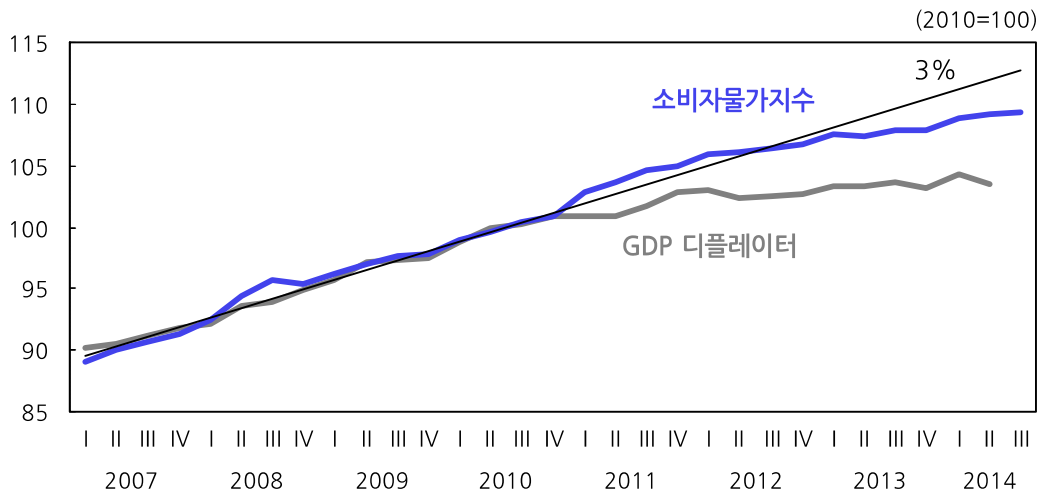
- 기업의 매출액 혹은 정부의 세수와 직접적으로 연관되어 있는 경제규모는 GDP 디플레이터를 사용하는 경상GDP라는 점에서 GDP 디플레이터의 하락은 경제규모의 축소를 유발하는 요인으로 작용

● 특히 과거 우리나라의 GDP 디플레이터 변동이 CPI 변동에 선행하는 경향이 있는 것으로 나타나, 최근 GDP 디플레이터 증가율이 크게 낮아지고 있는 현상이 향후 CPI 상승률 둔화를 예고하고 있을 가능성에 주목할 필요(Box 1 참조).

● 한편, CPI로 측정된 인플레이션은 어느 정도의 상향편의가 있는 것으로 알려져 있다는 점²⁾을 감안할 때, 1% 미만의 CPI 인플레이션은 실제 디플레이션 상황을 의미할 수도 있음.

- CPI의 상향편의는 신제품 및 품질향상 효과, 가격변화에 따른 대체효과 등을 충분히 반영하지 못한 것에 기인

우리나라의 소비자물가지수와 GDP 디플레이터



2) David Lebow and Jeremy Rudd, "Measurement Error in the Consumer Price Index: Where Do We Stand?," *Journal of Economic Literature*, 41(1), 2003.

Box 1: GDP 디플레이터와 CPI 상호관계 분석

- 90년대 이후 우리나라의 CPI와 GDP 디플레이터 간의 선후행 관계를 분석한 결과, GDP 디플레이터가 선행하는 것으로 나타남.
 - 양 변수의 선후행 관계를 시사하는 그랜저-인과검정(Granger-Causality Test)의 결과, 과거의 디플레이터 변동은 현재의 CPI 변동에 유의한 영향을 주지만, 반대의 경우는 유의하지 않음.

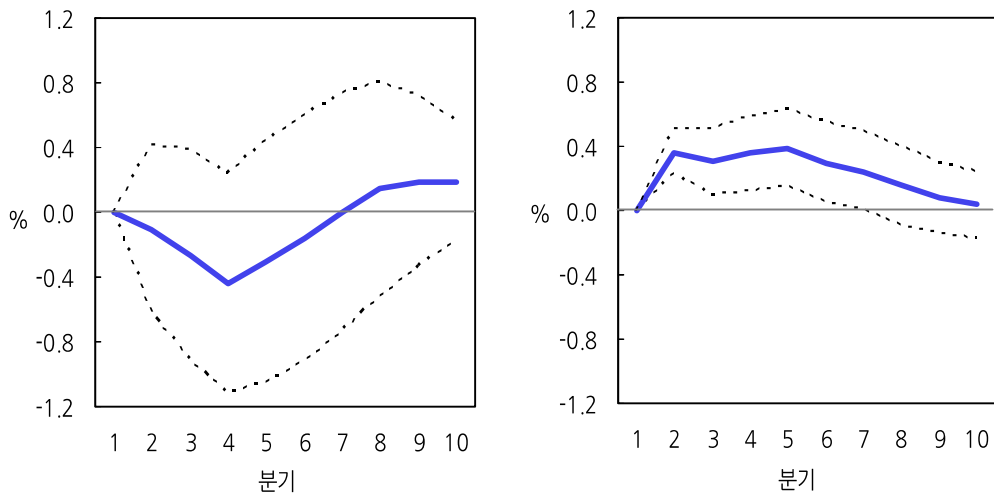
그랜저 인과검정 결과

분석기간	유의성	
	CPI(과거) → 디플레이터(현재)	디플레이터(과거) → CPI(현재)
1993.1/4~2014.2/4	X	O

주: 분기자료를 전년동기대비 증감으로 변환하여 4차 벡터자기회귀(VAR(4))를 추정한 후 검정을 실시함.

- 한편 충격반응분석 결과, CPI는 디플레이터 변동에 대해 정(正)의 반응을 보이는 것으로 나타나며, GDP 디플레이터의 CPI 변동에 대한 반응은 유의하지 않음.

CPI 변동에 대한 GDP 디플레이터의 반응 GDP 디플레이터 변동에 대한 CPI의 반응



주: 점선은 추정된 충격반응함수에 대한 95% 확률의 신뢰구간을 표시한 것임.

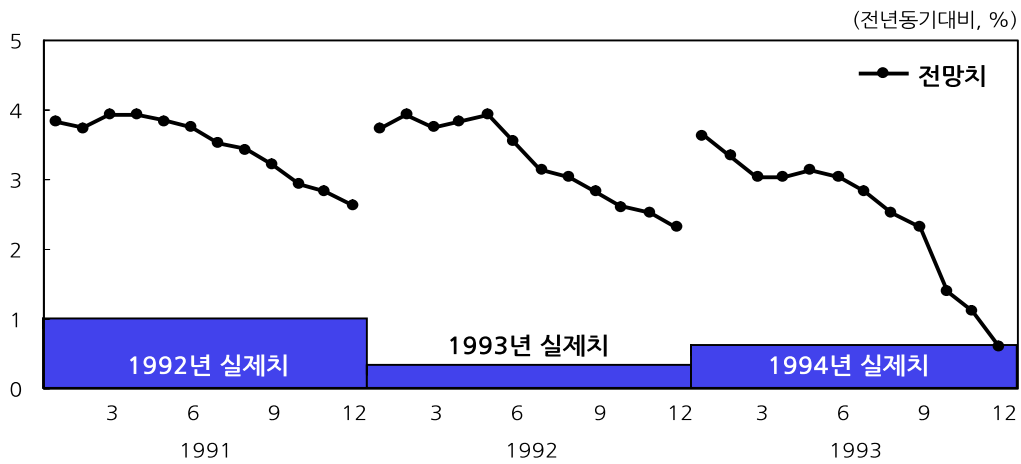
나. 경제상황에 대한 인식

■ 경제상황에 대한 정확한 판단과 객관적 전망이 정책대응의 기본적인 관건이나, **일본은 1990년대 초반에 경제여건을 낙관적으로 판단했던 것으로 나타남.**

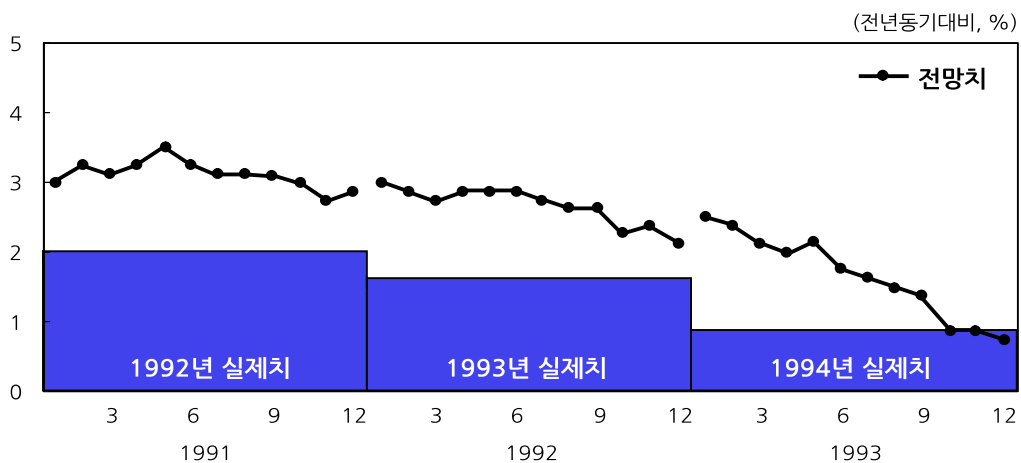
● 1990년대 초반 일본은행 및 기타 기관의 경제전망에는 큰 폭의 상향편의가 수년간 지속되었던 것으로 나타나며, 이는 결과적으로 불충분한 정책대응으로 귀결

- 당시 경제성장률 및 인플레이션에 대한 전망치는 경기침체가 시작된 지 3년이 지난 1993년 말에 이르러서야 실제치에 근접해졌던 것으로 나타남.

일본의 GDP 성장률에 대한 전망치(1년 후)와 실제치



일본의 인플레이션에 대한 전망치(1년 후)와 실제치



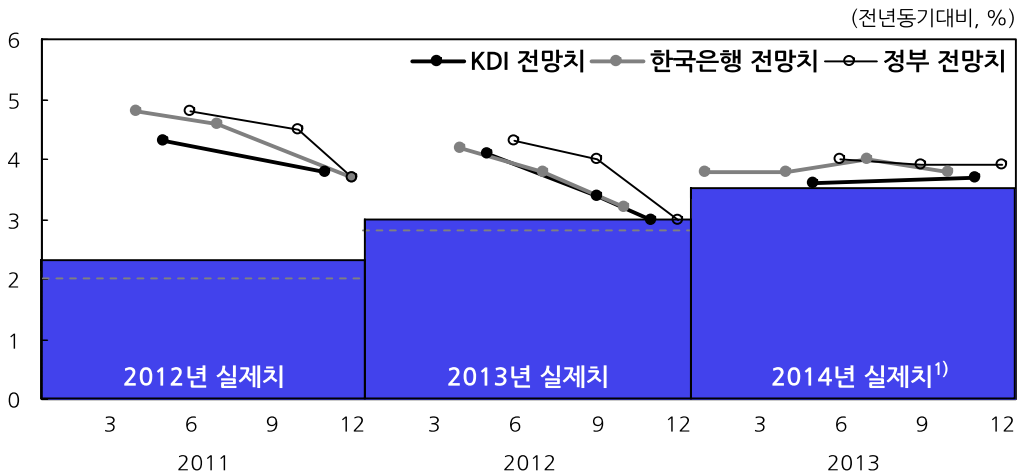
주: 1) 실선은 1년 후 경제성장률과 인플레이션에 대한 전망치를 나타내며, 하단의 막대그래프는 실제치임.
2) 가로축은 전망시점을 나타냄.

자료: Harrigan and Kuttner(2004)에서 재인용.

■ 최근 우리나라의 경우에도 성장률 전망에는 소폭의, 인플레이션 전망에는 비교적 큰 폭의 상향편의가 있었던 것으로 나타남.

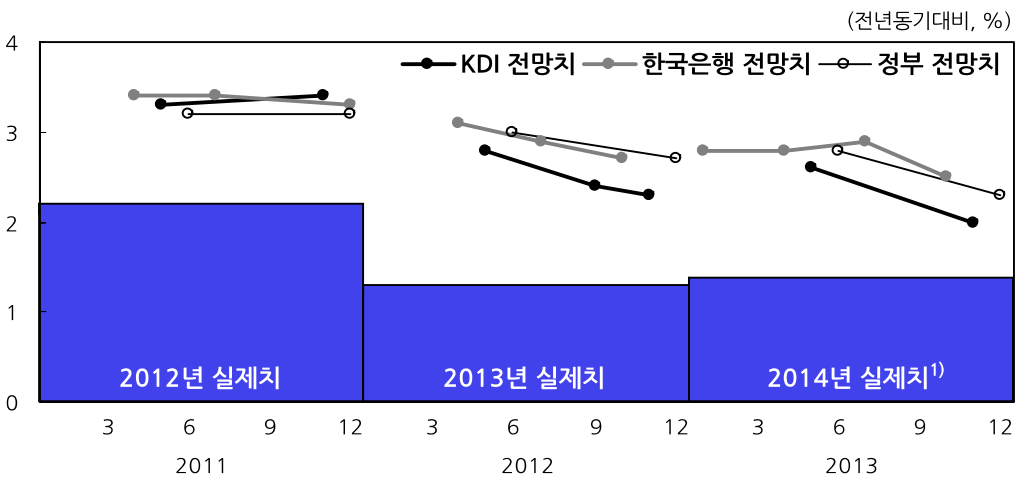
- 경제성장률 전망은 2012년에 대해서는 큰 폭의 예측오차가 있었으나, 2013년 이후에는 실제치에 근접하면서 전망오차가 축소됨.
- 그러나 인플레이션에 대한 전망에는 최근까지도 상당한 예측오차가 발생하고 있어, 선제적 통화정책을 수행하는 데 장애요인으로 작용할 가능성

우리나라의 GDP 성장률에 대한 전망치(1년 후)와 실제치



주: 1) 2014년 실제치는 2014년 1/4~3/4분기 실적치에 대한 전년동기대비 성장률임.
 2) 회색 점선은 2005년 기준 국민계정상의 GDP 성장률임.

우리나라의 인플레이션에 대한 전망치(1년 후)와 실제치



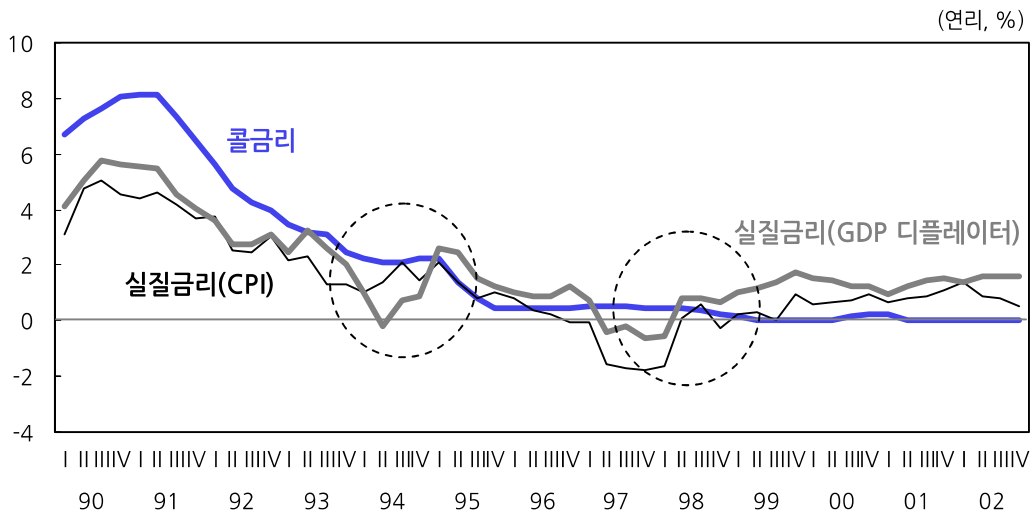
주: 2014년 실제치는 2014년 1/4~3/4분기 실적치에 대한 전년동기대비 상승률임.

다. 실질금리와 인플레이션 기대

■ 일본은행은 1990년대의 경기침체에 대응하여 (명목)금리를 인하하였으나, 인플레이션의 하락에 따른 실질금리의 상승으로 인해 완화적 효과가 제한됨.

- 1991년 경기침체가 시작된 이후 일본은행은 정책금리(공정할인율)를 수차례에 걸쳐 하향조정하였으나, 인플레이션의 하락(disinflation)으로 인해 실질금리는 충분히 조정되지 못한 것으로 나타남.
 - 일본은행은 1993년 9월부터 1995년 3월까지 공정할인율을 1.75%에서 유지하였으나, 동 기간 중 인플레이션이 하락(CPI 기준 1.74% → 0.3%, GDP 디플레이터 기준 0.51% → -0.38%)함에 따라 실질금리가 상승
 - 공정할인율은 1995년 9월 0.5%로 대폭 인하된 이후 매우 낮은 수준에서 상당 기간 유지되었으나, 1998년 이후 디플레이션이 확대되면서 실질금리는 오히려 상당 폭 상승
- 특히 1990년대 중반 이후에는 시장참가자들의 低인플레이션에 대한 기대가 형성³⁾되어 명목금리 인하에 의한 완화정책의 효과가 거의 없었던 것으로 평가됨(Box 2 참조).
 - 시장참가자들의 미래 인플레이션에 대한 기대가 하락할 경우 사전적 실질금리가 상승하면서 완화적 통화정책의 영향을 초기에 상쇄

일본 단기금리(콜금리)와 실질금리



3) James Harrigan and Kenneth Kuttner, "Lost Decade in Translation: Did the US Learn from Japan's Post-bubble Mistake?," *NBER Working Paper* 10938, 2004.

- 한편, 1990년대 일본의 통화당국은 물가안정에 대한 기준과 정책의지가 분명치 않았으며, 인플레이션 기대를 형성하여 사전적 의미의 실질금리를 낮추는 데 실패한 것으로 평가⁴⁾
 - 경제주체의 디플레이션 기대가 형성될 경우 사전적 실질금리는 명목금리보다 높아지게 되면서 통화당국의 금리인하는 완화적 효과가 제약됨.
 - 일본 통화당국은 디플레이션이 진행되는 상황에서도 ‘물가안정’이란 ‘인플레이션도 디플레이션도 없는 상태’라는 모호한 기준을 취함으로써 인플레이션이 발생할 것이라는 기대를 형성시키지 못함.

Box 2: 실질금리

- 실질금리는 명목금리에서 인플레이션을 차감한 것으로서, 통상 이미 실현된 인플레이션율을 차감하여 측정된다는 점에서 ‘사후적 실질금리’임.

$$\text{사후적 실질금리} : r_{m,t}^{post} = i_{m,t} - \pi_{t+m}$$

- $i_{m,t}$ 은 t 시점에서 만기 m기의 명목금리이며, π_t 는 t기의 인플레이션

- 실제 기업의 투자 및 가계의 소비 의사결정에 적용되는 실질금리는 미래의 인플레이션에 대한 기대치로 산정된 것이며, 이를 사전적 실질금리라고 함.

$$\text{사전적 실질금리} : r_{m,t}^{ante} = i_{m,t} - E_t[\pi_{t+m}]$$

- $E_t[\cdot]$ 는 기대치를 의미하며, 명목금리가 하락하거나 미래 인플레이션 기대가 상승하게 되면 사전적 실질금리가 낮아짐.

- 인플레이션 기대는 일반적으로 관측 불가능하므로 시장참가자를 대상으로 예측조사를 통해 구하거나, 인플레이션 예측모형을 통해 추정함.

- 시장에서 결정되는 사전적 실질금리가 균형수준의 실질금리보다 낮을 경우 투자 및 소비 지출의 유인이 증가하여 경기를 확장시키는 효과를 나타냄.

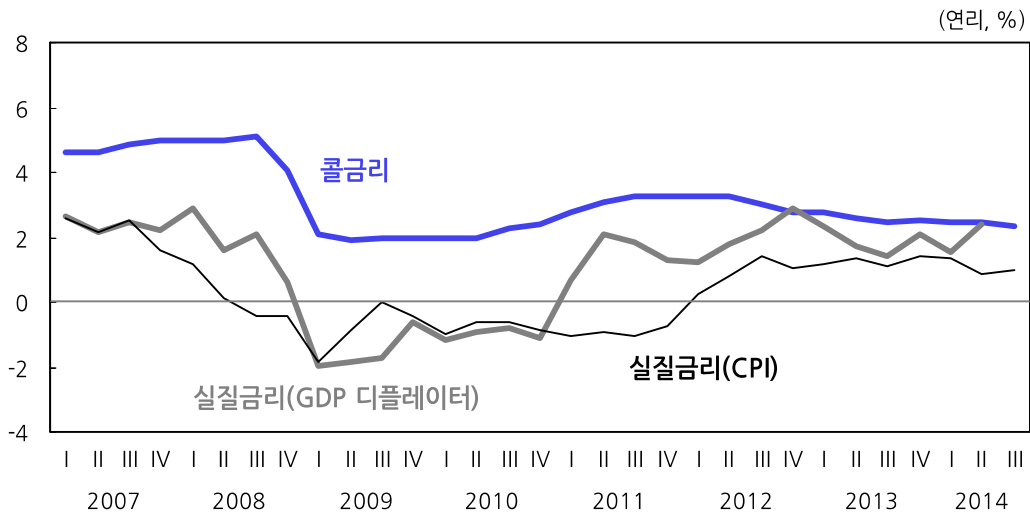
- 균형수준의 실질금리는 경기안정(실제성장률=잠재성장률)과 물가안정(실제 인플레이션=목표 인플레이션)을 유도할 수 있는 금리를 의미하며, 자연실질금리(natural real rate of interest)라고도 함.

4) Takatoshi Ito, "Inflation Targeting and Japan," *NBER Working Paper 10818*, 2004.

■ 우리 경제에서도 최근 **低인플레이션이 지속되면서 기준금리 하향 조정의 완화적 효과가 상쇄되고 있을 가능성**

- 2011년 이후 경기회복이 지연되는 가운데 인플레이션이 지속적으로 하락(disinflation) 하였으나, 통화정책은 기준금리의 완만한 하향 조정으로 대응
 - 인플레이션(CPI 기준)은 2011년 3/4분기 4.3%를 기록한 후 최근까지 약 3%p 하락하였으나, 동 기간 기준금리는 1.25%p 인하
- 이에 따라 실질금리는 2012년 이후 오히려 상승하였으며, GDP 디플레이터로 계산한 실질금리는 보다 큰 폭으로 상승

우리나라 단기금리(콜금리)와 실질금리



- 한편, 향후 인플레이션 예상치도 1% 중반대인 것으로 나타나, 시장참가자들의 인플레이션 기대가 점차 낮아지고 있을 위험에 대비할 필요
 - 최근 한국은행의 전문가 서베이 조사 결과, 향후 2분기에 대한 인플레이션 예상치는 각각 1.6% 및 1.8%로 나타나고 있으며, 내년에도 인플레이션이 1%대 중반(일시적 요인인 담뱃값 인상 기여분 제외 시)에 머무를 것으로 예상(KDI 경제전망 참조)되는 등 인플레이션 기대가 낮아질 가능성
 - 인플레이션 기대는 상당한 지속성을 지니고 있어, 일단 고착화될 경우 단기간에 조정하기 어려우므로 신속하고 선제적인 조치가 필요

4. 요약 및 시사점

■ 1990년대 일본경제의 장기침체 및 디플레이션은 기본적으로 수요부진에 대한 적절한 정책대응에 실패한 데서 촉발된 것으로 평가

- 경기침체 초기 경제여건에 대한 낙관적 인식을 바탕으로 소극적 정책대응을 지속함으로써 경기침체의 장기화 및 디플레이션을 예방하지 못했던 것으로 나타남.
 - 정책당국은 디플레이션의 징후를 조기에 파악하지 못하였으며, 디플레이션에 대한 판단오류가 초래할 위험성을 경시
- 특히 통화당국은 경기 및 물가 안정에 소극적이었던 것으로 평가되며, 경제주체들의 인플레이션 기대 하락이 초래할 수 있는 영향을 간과하는 경향이 있었음.
 - 당시 일본은행은 통화정책의 핵심목표에 대한 인식이 분명치 않았으며, 결과적으로 물가안정에 대한 명확한 기준 및 운용체계를 마련하지 못했던 것으로 평가됨.

■ 우리나라의 경우에도 수요부진에 따른 성장세 둔화와 인플레이션 하락이 상당 기간 지속됨에 따라 디플레이션이 발생할 가능성을 완전히 배제할 수는 없는 상황

- 최근 수년간 인플레이션이 물가안정 범위를 크게 하회하여 1%대에 머물고 있으며, GDP 디플레이터 상승률은 최근 0%에 근접할 정도로 하락

■ 따라서 低인플레이션의 지속으로 시장참가자들의 인플레이션 기대가 하향 고착화되지 않도록 물가안정목표의 준수를 위한 통화당국의 적극적인 의지 표명과 대응이 필요

- 인플레이션 기대가 하락할 경우 명목금리 인하의 부양효과가 희석될 수 있다는 점에서, 물가안정목표 준수에 대한 통화당국의 명확한 의지 표명이 필요
- 일단 디플레이션이 고착화될 경우, 금융부채나 재정 등에 심대한 부정적 영향을 미칠 뿐 아니라 정책대응 수단도 제한되므로 디플레이션 가능성을 배제할 수 있는 정책수단을 선제적으로 마련하여 대비할 필요
 - 일본으로부터의 중요한 교훈은 인플레이션과 디플레이션의 비대칭적 위험에 대비할 필요가 있다는 점이며, 디플레이션 위험에 대해서는 신속한 통화완화정책이 필요하다는 점임.
 - 특히 통화당국이 잠재성장률 하락에 따른 자연실질금리의 하락 추세를 반영하지 못하거나, 기대 인플레이션의 하락을 감지하지 못하고 금리정책을 수행할 때, 디플레이션의 위험이 커질 수 있음을 감안할 필요