

# 일본의 장기침체와 회생과정 : 한국경제에 대한 시사점

박종규

---

2007. 9.



한국금융연구원

KOREA INSTITUTE OF FINANCE



## 머 리 말

역사적으로 日本은 우리에게, 得이 되는 방향이건 失이 되는 방향이건, 독특한 방식으로 영향을 끼쳐왔다. 경제적 측면의 경우, 해방 직후와 경제개발 초기단계의 우리경제는 다양한 법규와 제도, 그리고 여러 가지 관행들을 수립하고 정착시키는 과정에서 일본을 모델로 삼는 경우가 많았다. 그렇게 만들어진 소위 “일본 모델”은 압축성장 시기의 우리경제가 효과적으로 성장해 나가는 데에 적지 않게 유용했다는 평가를 받는다. 그러나 세계경제가 급속한 글로벌화를 겪기 시작한 1990년대 들어, 일본경제는 새로운 세계적 흐름에 적응하지 못하고 10년간의 장기침체에 접어들었다. 되돌아보면, 당시 일본경제의 좌절은 줄곧 일본을 따라하던 우리에게 새 모델이 필요하다는 경고음이 아니었나 생각된다. 일본경제가 시대의 흐름에 적응을 하지 못하자 장기침체에 빠진 것처럼, 적합한 새 모델을 찾지 못한 우리경제도 일본의 장기침체 이후 얼마 지나지 않아 외환위기 및 금융위기를 겪었다고 할 수 있다.

지금 우리경제는 과거 우리경제 특유의 역동성을 되살려내지 못하고 있다. 이것이 과연 우리경제의 발전 단계로 보아 자연스럽게 받아들여야 할 저성장인지, 또는 모종의 애로요인으로 인하여, 당연히 할 수 있는 고도성장을 하지 못하고 있는 것인지에 대한 설득력 있는 진단도 아직 분명하게 내려지지 않고 있다. 이런 상황에서, 지난 17년 동안 커다란 浮沈을 겪어 본 일본의 경험은 우리에게 매우 유익한 간접경험이 될 수 있다. 일본경제가 왜 침체에 빠져야만 했으며 왜 오랫동안 거기서 벗어날 수 없었는지, 그리고 무슨 이유 때문에 회생을 할 수 있었는지, 그 과정과 연유를 자세히 살펴본다면 우리에게 유익한 시사점을 상당히 많이 얻을 수 있을 것이다.

물론, 장기침체 이후의 일본경제에 대한 연구는 국내에서도 많이 이루어져 왔었고, 이는 언론을 통해 널리 알려지기도 하였다. 그 결과, 우리 대부분은 일본의 경험에 대해 단편적인 지식을 꽤 많이 갖게 되었다. 그런데 이런 지식의 대부분은 ‘일본이 이렇게 하다가 이런 어려움에 빠졌으니 우리는 그렇게 하지 말아야 한다’ 든지, ‘일본이 이렇게 해서 어려움을 이겨냈으니 우리도 이렇게 하자’ 는 식의 결론을 내리고 있을 뿐이다. 그러나 외국의 경험으로부터 우리에게 유익한 지침을 도출해 내려면 대단히 신중한 자세가 필요하다고 생각한다. 해외사례에 대한 깊이 있는 이해 없이 그저 ‘외국이 이렇게 했으니 우리도 이렇게 해야 한다’ 는 식의 단선적인 정책제안은 경우에 따라 심각한 부작용을 초래할 수도 있기 때문이다. 그러므로 외국이 경험했던 사건들과 그에 대한 외국의 반응을 고찰할 때에는 그것들을 우리

경제의 입장에 비추어 평가하고 판단해 보려는 자세가 매우 중요하다.

이번에 본 연구원의 선임연구위원인 박종규 박사는 지난 17년 동안 진행되었던 일본경제의 장기침체와 회생에 대해 그 흐름을 정리하고 우리경제가 참고해야 할 시사점이 무엇인지를 가려보는 역작을 냈다. 한국경제의 입장에서 일본경제의 경험을 바라보려 했다는 점이 다른 연구와 차별되는 점이 아닐까 생각한다. 한국경제가 꼭 참고해야 할 시사점들을 설득력 있게 도출해 냈다는 점도 후한 평가를 주지 않을 수 없는 부분이라고 생각한다. 게다가 전문가는 물론 일반 독자들도 흥미롭게 읽어 나갈 수 있도록, 딱딱하지 않고 박진감 있게 서술되어 있는 점도 이 보고서의 장점이라고 생각한다.

저자는 이 연구를 진행하는 지난 1년 여 동안 본 보고서에 대해 많은 관심과 격려를 아끼지 않으셨던 최홍식 전 원장님, 조운제 주영 대사님, 그리고 일본 출장 시 인터뷰에 응해 주셨던 일본 내각부 다카야스 유이치(高安雄一) 서기관을 비롯한 여러 관계자 분들, 그리고 일본 관련 자료검색과 정리에 도움을 준 최정아 연구원, 원고정리에 수고하신 김혜진 연구비서에게 특별한 감사의 말씀을 전하고 있다. 아무쪼록 이 보고서가 우리경제의 회생을 위해 유익한 참고자료 역할을 할 수 있기를 기대하는 바이다.

2007년 9월  
한국금융연구원  
원장 이 동 결

# 목 차

## 요 약

I. 서 론 .....	1
II. 일본경제의 장기침체 과정 및 원인분석 .....	4
1. 1990년대 일본경제의 장기침체 진행과정 .....	10
2. 일본경제의 장기침체의 원인분석 .....	90
III. 일본경제의 희생과정 .....	113
1. 경제개혁의 가속화 .....	117
2. 외부여건의 호전과 경제 선순환 .....	126
3. 정부의 규제완화와 기업의 자발적 구조조정 .....	134
4. 고비용구조의 해소 .....	139
5. 일본경제의 향후 과제 : 재정건전화 .....	154
IV. 우리 경제에 대한 시사점 .....	164
1. 외환위기 이후 우리경제의 현황 .....	164
2. 국제적 불균형이 미래 우리경제에 미칠 영향 .....	191
3. 일본경제 희생과정으로부터의 교훈 .....	200
V. 맺음말 .....	235
참고문헌 .....	239
Abstract .....	248

## 표 목 차

〈표 1〉	연간 제조업 생산지수 추이(1913~1938) .....	4
〈표 2〉	일본 경제의 경기변동 주기 .....	9
〈표 3〉	자산기준 세계 5대 은행 순위 .....	24
〈표 4〉	미·일 은행의 경영효율성 비교 .....	24
〈표 5〉	일본의 은행 관련 주요 지표 .....	77
〈표 6〉	일본 은행의 손익관련 통계 추이 .....	78
〈표 7〉	일본 은행의 부실채권 현황 .....	79
〈표 8〉	일본 연도별 법인세 세율 .....	82
〈표 9〉	일본의 국가신용등급 추이 .....	84
〈표 10〉	일본기업의 도산 건수 추이 .....	89
〈표 11〉	일본 노동생산성 증가율 구성 추이(전 산업) .....	96
〈표 12〉	요소시장 왜곡의 GDP 성장에 대한 효과분석 .....	105
〈표 13〉	일본의 국가별 수출 비중 추이 .....	127
〈표 14〉	일본의 불변가격 기준 지출 부문별 GDP 기여도 추이 .....	128
〈표 15〉	일본의 은행권 부실채권비율의 반기별 추이 .....	136
〈표 16〉	Global Market Rents .....	141
〈표 17〉	자국화폐기준 사무실 임대료 국제비교 .....	142
〈표 18〉	일본의 산업별 임금지수 추이 .....	145
〈표 19〉	일본 명목임금의 기간별 연평균 상승률 .....	146
〈표 20〉	국가별 GDP 대비 공공부채 비율 순위 .....	155
〈표 21〉	일본의 GDP 대비 국가부채 및 재정수지 추이 .....	158
〈표 22〉	경상 GNI, 처분가능소득 증가율의 기간별 평균 및 표준편차 .....	169
〈표 23〉	GNI 성장률 및 항목별 처분가능소득 증가율의 상관계수 추이 .....	169
〈표 24〉	도시근로 가계의 소득 분위별 상대적 소득수준 연도별 추이 .....	176

〈표 25〉 도시근로가계의 소득분위별 상대적 소비지출 추이 .....	178
〈표 26〉 Cost-of-Living Survey - Worldwide Rankings 2006 .....	190
〈표 27〉 국가 및 지역별 2002년 대비 실질 대미환율 절상폭(%) .....	194
〈표 28〉 대미 무역수지 흑자국 순위 .....	199
〈표 29〉 기간별 임금 결정식 추정결과 .....	219
〈표 30〉 정규직 및 비정규직 근로자 추이 .....	220
〈표 31〉 1990년대 이후 달러당 엔화환율 하락 기간 중 평균 하락속도 .....	225
〈표 32〉 제조업 매출액 대비 영업이익률과 영업외손익의 추이 .....	231

## 그림 목 차

〈그림 1〉 일본 주가 및 부동산 가격 추이 .....	6
〈그림 2〉 일본의 분기별 실질 GDP 성장률 추이 .....	7
〈그림 3〉 달러당 엔화환율 추이 .....	11
〈그림 4〉 일본의 실물 거시경제지표 추이 .....	12
〈그림 5〉 일본의 통관기준 상품수지의 추이 .....	13
〈그림 6〉 일본의 제조업 매출액 영업이익률 및 매출액 경상이익률 추이 .....	15
〈그림 7〉 일본의 소비자 및 생산자물가, 수입물가 상승률 추이 .....	16
〈그림 8〉 일본의 재할인금리 및 콜금리의 월별 추이 .....	17
〈그림 9〉 일본의 GDP 대비 경상수지 및 상품수지의 연도별 추이 .....	19
〈그림 10〉 한·미·일의 1인당 \$기준 GDP 추이 .....	20
〈그림 11〉 Nikkei 225 지수 월 평균추이 .....	32
〈그림 12〉 일본의 부동산 가격지수 증가율 추이 .....	33
〈그림 13〉 일본의 대외투자 포지션의 추이 .....	41
〈그림 14〉 일본의 통관기준 수출입의 추이 .....	43
〈그림 15〉 일본의 은행권 대출 잔액 추이 .....	46

〈그림 16〉 일본의 은행권 대출 증가율 추이 .....	48
〈그림 17〉 OECD 국가들의 정부소비/GDP 비중(경상가격) 연도별 추이 .....	52
〈그림 18〉 일본의 중앙정부 총지출, 조세수입 국채발행액 추이 .....	55
〈그림 19〉 일본의 경상 및 실질 GDP 성장률 추이 .....	56
〈그림 20〉 일본의 실업률 추이 .....	62
〈그림 21〉 일본의 피용자보수 및 가계의 재산소득 증가율(경상) 추이 .....	62
〈그림 22〉 일본의 주요 물가지표 증가율 추이 .....	67
〈그림 23〉 일본의 가계부문 순 저축률 추이 .....	69
〈그림 24〉 일본의 개인 부문 자금 과부족 추이 .....	70
〈그림 25〉 일본의 성별 및 연령별 인구분포(2006년 현재) .....	70
〈그림 26〉 일본의 설비투자 증가율 추이 .....	73
〈그림 27〉 엔화환율 변동률과 일본 CPI 및 GDP 디플레이터 상승률 추이 .....	75
〈그림 28〉 일본의 실질 GDP 성장률과 부문별 기여도 추이 .....	84
〈그림 29〉 일본의 달러기준 통관수출 증가율 추이 .....	86
〈그림 30〉 일본 장기국채금리(10년) 추이 .....	94
〈그림 31〉 일본의 주간 평균 근로시간수 및 취업자수 추이 .....	98
〈그림 32〉 일본 제조업의 총자산 경상이익률의 추이 .....	99
〈그림 33〉 일본의 상품 및 서비스 가격지수의 전년대비 증가율 추이 .....	100
〈그림 34〉 일본의 제조업과 비제조업의 매출액영업이익률 추이 .....	102
〈그림 35〉 일본의 전년동기대비 전 산업 임금 분기별 상승률 추이 .....	108
〈그림 36〉 일본의 전 산업 실질임금 연도별 상승률 추이 .....	109
〈그림 37〉 일본의 개인 순처분가능소득 증가율 및 구성항목 기여도 추이 .....	109
〈그림 38〉 일본 가계의 자산소득 구성 추이 .....	110
〈그림 39〉 일본 실업률 및 취업수요/공급 비율 추이 .....	111
〈그림 40〉 일본의 가계처분가능소득 대비 은행권 가계부채 추이 .....	112
〈그림 41〉 일본의 총처분가능소득 대비 부채 변화분의 연도별 추이 .....	112
〈그림 42〉 일본의 GDP 대비 무역수지, 경상수지 및 외환보유고 추이 .....	114

〈그림 43〉 선진국의 재정수지차/GDP 비중 추이 .....	119
〈그림 44〉 선진국의 일반정부 총부채/GDP 비중 추이 .....	120
〈그림 45〉 일본의 수출 및 순수출의 GDP 대비 비중 .....	129
〈그림 46〉 우리나라의 대중 및 대일 상품수지 추이 .....	131
〈그림 47〉 한국과 일본 기업의 매출액 대비 인건비 추이 .....	137
〈그림 48〉 일본의 주요 물가지수 추이 .....	143
〈그림 49〉 일본의 전 산업 및 제조업 임금 추이 .....	144
〈그림 50〉 일본의 주요 장단기 금리 월별 추이 .....	147
〈그림 51〉 한국·미국·일본·EU의 정책금리 추이 .....	152
〈그림 52〉 연도별 실질 GDP 성장률 추이 .....	164
〈그림 53〉 개인 순처분가능소득 및 경상 GNI의 연도별 증가율 추이 .....	168
〈그림 54〉 개인부문 재산소득 및 이자소득 추이 .....	171
〈그림 55〉 개인부문 순영업잉여 추이 .....	172
〈그림 56〉 개인부문 순조정처분가능소득의 항목별 기여도 .....	172
〈그림 57〉 최하위 10% 소득계층의 평균 소비성향 연도별 추이 .....	174
〈그림 58〉 최하위 10% 소득계층의 상대적 소득 및 소비 추이 .....	175
〈그림 59〉 도시근로가계 최저소득 10%계층의 소비지출 비중(1) .....	180
〈그림 60〉 도시근로가계 최저소득 10%계층의 소비지출 비중(2) .....	180
〈그림 61〉 하위 10% 최저소득계층의 부채증가/처분가능소득 추이 .....	181
〈그림 62〉 일본 최저소득 10%계층의 평균소비성향 추이 .....	183
〈그림 63〉 총투자율 및 총투자수익률 추이(경상가격) .....	186
〈그림 64〉 전국 주거용 부동산 월별 가격지수 추이 .....	187
〈그림 65〉 국제수지 중 유학연수 수지 추이 .....	189
〈그림 66〉 미국 경상수지 연도별 추이 .....	192
〈그림 67〉 실질가격 기준 지출부문별 GDP 비중 추이 .....	193
〈그림 68〉 각국 환율조정(〈표 27〉)의 우리나라 경상수지에 대한 효과 .....	196
〈그림 69〉 각국 환율조정(〈표 27〉)의 국내 실물경제에 대한 효과 .....	197

〈그림 70〉 2002년 대비 주요국 실질 대미환율의 월별 추이 .....	198
〈그림 71〉 한·일간 전국 지가지수의 상대적 추이 비교 .....	209
〈그림 72〉 한·일간 각종 물가지수의 상대적 추이 비교 .....	210
〈그림 73〉 주요 단기 시장금리 일별 추이 .....	214
〈그림 74〉 일본의 연도별 지가지수 추이 .....	214
〈그림 75〉 우리나라 설비투자율 추이 .....	217
〈그림 76〉 임금근로자 중 임시일용직 비중 추이 .....	220
〈그림 77〉 주요 지역의 아파트 매매가격지수 추이 .....	222
〈그림 78〉 통화안정증권 발행잔액 추이 .....	224
〈그림 79〉 우리나라 국제형 펀드 추이 .....	226
〈그림 80〉 우리나라 주요 산업별 매출액경상이익률 추이 .....	229
〈그림 81〉 우리나라 주요 산업별 총자산경상이익률 추이 .....	229
〈그림 82〉 은행의 기업대출 및 가계대출 비중 추이 .....	230
〈그림 83〉 제조업 매출액 경상이익률 및 매출액 영업이익률 추이 .....	231
〈그림 84〉 제조업 노무비, 경비, 재료비의 매출액 대비 비중 추이 .....	232
〈그림 85〉 2006년 현재 우리나라 연령별 인구분포 .....	234

## 요 약

### I. 서 론

- 2002년 이후 일본경제는 “잃어버린 10년”을 마감하고 회복을 시작했다.
  - 일본의 경기확장세는 2007년 6월 현재 66개월째 이어지고 있어 戰後 최장기 호황이던 이자나기 경기의 57개월보다 훨씬 오래 지속중임.
- 우리경제와 유사한 점이 많은 일본경제의 장기침체 과정과 회생과정을 자세히 복기(復基)해 봄으로써 우리경제를 위해 유용한 시사점을 찾고자 함.
- 일본경제는 19세기 중반의 개항 이래 장기침체 전까지 약 한 세기 반 동안 활발한 역동성으로 끊임없이 성장을 이어간 저력을 가지고 있었음을 상기해 두는 것이 일본경제의 회생을 이해하는 데에 도움이 될 것임.

### II. 일본경제의 장기침체 과정 및 원인분석

- 장기침체 기간 동안 있었던 세 차례의 경기순환은 침체의 골이 매우 깊었고 회복 속도는 매우 느려, 내려갈 때 깊게 내려가고 올라갈 때 조금씩밖에 못 올라가는 무기력한 순환을 세 번 반복하다가 10년이 지났음.
  - 일본의 장기침체는 자산 버블 붕괴나 대규모 금융부실 같은 한두 가지 사건에 기인한다기보다는 “일련의 사건”들이 복합적으로 작용한 결과로 이해하는 것이 합리적임.

## 1. 1990년대 일본경제의 장기침체 진행과정

- 일본경제가 장기불황으로 접어든 최초의 계기는 1985년 플라자 합의에 따른 엔화 가치 폭등으로 거슬러 올라갈 수 있음.
  - 엔高 때마다 산업구조를 변화시키고 경쟁력을 강화해 온 일본 기업들은 원가절감, 연구개발 강화, 생산거점 해외이전 등으로 대응했지만, 수입이 크게 늘면서 일본의 순수출은 크게 둔화되었음.
  
- 이와 같은 환율하락에 따른 경기위축 효과를 상쇄하기 위해 1986년부터 일본은행은 내수부양을 위한 공격적인 금리인하를 시도
  - 성장률 상승, 활발한 실물투자, 국제수지 흑자기조 정착, 물가 안정세 등 일본의 거시경제는 환상적이라 할 만큼의 눈부신 성과를 거두었으며 엔화 가치가 급등하면서 일본경제의 대외적 위상도 한층 높아졌음.
  
- 그러나 이 과정에서 자산 버블이 발생하여 4년여 동안 확장되었음.
  - 거시경제의 호황, 일본경제에 대한 강한 자신감, 미래를 위한 투자증가, 통화팽창, 세계적인 자산가격 동반 상승추세, 금융기관과 기업의 규율 메커니즘의 취약, 공격적인 은행 대출 확대, 부동산가격 상승에 유리한 조세제도나 토지관련 규제 등 여러 요인들이 연쇄반응을 통해 버블을 만들어내고 붕괴 일보직전까지 키웠다고 평가할 수 있음.
  - 버블이 발생하는 동안에도 이들 요인들 가운데 어느 하나도 특별한 위험요인으로는 인식되지 않았던 것으로 보임.
  
- 버블이 상당 수준까지 확장되자 일본은행은 금리인상을 역설했지만 물가가 극도로 안정되어 설득력을 얻지 못했으며 결국은 버블억제에 실패함.
  - 부동산 버블이 있는지에 대한 합의가 도출되지 않았으므로 감독기관도 부동산 관련 대출에 개입할 명분을 찾기 어려웠을 것으로 보임.

- 누가 보아도 버블이 명백해지고 버블문제가 사회문제로까지 번지고 나서야 비로소 일본은행과 감독당국은 금리인상과 부동산 관련 대출억제를 할 수 있었는데, 이러한 뒤늦은 정책대응은 버블팽창 억제보다는 버블붕괴를 초래하는 결과를 빚고 말았음.
  - 버블붕괴는 그 자체로서 수요를 위축시켰을 뿐 아니라, 버블기에 형성된 과잉 투자와 과잉고용이 해소되는 데에 오랜 시간이 걸림으로써 장기침체 동안 신규 설비투자와 인력고용이 계속 부진하여 경제의 공급능력을 크게 위축시킴.
- 버블 붕괴로 금융부실이 누적되자 일본정부는 경기가 회복되면 부실채권문제도 자연히 해결될 수 있다는 기대로 미온적으로 대응함.
- 부실처리 방식이 투명하지 못하자 공적자금에 대한 국민들의 인식이 부정적으로 변했고, 그러자 정부도 공적자금을 사용하는 적극적인 대응을 제대로 하지 못하여 부실처리는 계속 지연되고 문제해결비용도 점점 늘어났음.
- 경기침체와 동시에 4차 엔고가 나타나면서 일본경기의 확장세가 무기력해져 L자형 침체가 지속되었음.
- 환율이 10년 전의 1/3 수준으로 떨어지자 일본 기업들은 원가절감을 넘는 근본 대책이 필요하여 해외직접투자를 가속화함.
  - 기업의 해외탈출 러시는 국내 투자활동을 더더욱 부진하게 만들어 만성적 수요 부족을 초래하는 한편 내수기반을 약화시켜 금리인하, 대규모 재정팽창 등 경기 부양 정책의 효과를 희석시키는 역할을 하였음.
- 금융위기가 발생한 1997년말이 되기까지 일본경제는 자신이 장기침체의 한 가운데 놓여있음을 인식하지 못하고 있었던 것으로 보임.
- 경제가 비록 L자형으로 부진했지만 재앙적이지도 않았으므로 위기를 체감하기 보다는 머지않아 경기가 정상 회복된다고 예상하는 경향이 있었으며 고통스러운 경제체질 고치기에도 나서지 않았음.
  - 일반회계 세입이 1990년의 60조 1천억엔에서 50조엔으로 줄어든 1995년, 일본 정부는 사상 최대의 공공지출 예산을 통과시켰는데, 이는 조만간 성장이 본 궤도

에 올라가고 稅收가 자연스럽게 확대되리라는 확신 같은 것이 없었다면 납득하기 어려운 일이었음.

- 저금리에도 경기가 못 살아나자, 부실채권 문제가 자금중개기능을 약화시켜 침체를 증폭시켰으므로 회복이 지연되었다는 주장이 공감을 얻음.
  - 주식과 부동산 가격의 하락은 은행보유 자산가치의 하락으로 나타나 자본경색을 초래하는 한편, 담보가치의 하락을 통해 기업의 차입능력도 그만큼 줄여 버림.
- 그러나 금융위기 발생을 전후한 일시적 신용경색 기간을 제외하면 자금중개기능의 마비가 실물경제의 성장을 가로막지는 않았다는 반론도 있음.
  - 자금중개기능의 취약성보다는 일본 기업들의 투자수요 및 자금수요가 미약했던 것이 장기침체의 주된 원인이었을 것이라는 주장임.
  - 일본정부가 금융부실 청산을 등한시하여 자금중개기능을 살려내지 못한 것이 금융위기 이전까지의 실물경제에 별다른 악영향을 미치지 않았을 것이라는 의미임.
- 그러나 금융부실의 누적으로 금융위기가 발생하고, 그와 더불어 실물경제도 크게 위축되었다는 점에서 정부의 미온적 대처방식이 결국은 경제에 커다란 악영향을 끼치고야 말았다고 평가할 수 있음.
- 사상 초유의 초저금리가 유지되는 가운데서도 경기가 살아나지 못하자 일본정부는 경기부양의 수단으로서 재정정책에 크게 의존하였음.
  - 1980년대까지만 해도 일본의 재정여건은 선진국 중 가장 건전하였으므로 이를 토대로 공격적 재정책확대를 시도할 여력이 있었음.
  - 일본 소비자들은 엄청난 규모의 금융저축을 가지고 있었을 뿐 아니라 home-bias도 강했으므로 재정책확대가 민간소비를 촉진시킨다면 상당히 효과적인 경기부양 정책이 될 것으로 기대되었음.
  - 그러나 재정책확대가 주로 자본지출 중심이어서 소비를 직접 촉진시키지 못했던 데다, 비효율적인 곳에 사용되는 경우가 많아, 거의 매년 막대한 재정지출을 집행했음에도 경제는 침체에서 벗어나지 못했음.

- 조세수입이 매년 감소하는 와중에 대규모 재정지출을 연속적으로 집행한 결과, 선진국 중 가장 건전한 재정을 자랑하던 일본은 불과 10년이 지나지 않아 세계에서 재정여건이 가장 열악한 나라로 바뀌었음.
- 경제가 장기침체의 과정을 겪고 있었음에도 불구하고 일시적이고 반복적인 재정 팽창에만 너무 의존하였던 점이 뼈아픈 실책이었음.

■ “잃어버린 10년”의 마지막 1/3이 시작되던 1997년 말부터 실업률이 크게 올라가자 일본국민과 정책당국자들은 문제의 심각성을 깨달아 다양한 제도개편에 착수하였음.

- 금융위기 관리위원회의 구성, 적기시정조치의 도입, 금융청 설립, ‘금융 2법(금융재생법과 금융기능조기건전화법)’ 제정, 공적자금의 투입 등 금융구조조정을 가속화하는 여러 가지 노력을 기울임.
- 그러나 개혁과정에서의 규율은 그다지 엄격하지 못하여, 구조조정 과정이 과거보다 진전되기는 했지만 공공부문이 문제해결을 주도하였던 적은 사실상 한 번도 없었다는 비판을 받기도 했음.

■ 1998년 마이너스 성장과 함께 1999년부터 디플레이션이 찾아와 일본경제의 전통적인 이중구조에 치명적인 타격을 주었음.

- 실업률이 급등하면서 소득전망에 대한 불안감으로 소비가 둔화됨.
- 기업들은 기존대출을 회수당할지 모른다는 막연한 불안감으로 차입을 통한 신규 투자 확대보다는 채무상환을 우선시하는 방어위주의 전략을 택하여 경제 전반에 걸쳐 투자부진이 초래됨.
- 디플레이션은 기업과 금융기관에 산적해 있던 부채의 실질부담을 증가시킴으로써 구조조정을 어렵게 했을 뿐 아니라 디플레이션 기대심리로 내구재의 구입이 미루어져 경기회복에도 방해가 되었음.
- 구조조정을 가속화하는 것도 좋지만 디플레이션이 진행되는 가운데에서는 아무 진전을 보일 수 없었으므로 시간이 지나면서 경제정책의 최우선순위는 디플레이션의 퇴치에 맞추어졌음.

- 전후 최악의 경기침체를 겪는 동안 민간 금융기관 중심으로 약간의 자발적인 금융 구조조정이 이루어졌는데, 이는 정부주도의 대대적 구조조정은 아니었지만 상당히 중요한 의미를 부여할 만한 성과였음.
  - 1999년 봄부터 2001년까지 은행들은 자발적으로 통폐합하였으며 이러한 금융기관 스스로의 변화를 계기로 일본의 전통적인 경제의 방식 자체도 정부와 주거래 은행, 대기업 중심의 하드웨어 경제에서부터 이노베이션과 경쟁이 주도하는 경제로 바뀌었다는 평가
  - 정부 주도가 아닌 민간 스스로의 개혁이다 보니 속도가 너무 느리다는 불만도 있었지만 일본경제가 정부의 지시에서부터 시장의 신호에 민감하게 반응하는 쪽으로 이동하고 있다는 큰 흐름만큼은 분명했음.
  - 그러나 2001년 당시 일본경제는 점점 나빠지고 있었고, 장기침체의 구조적 원인으로 지목되던 요인들은 점점 더 악화되어가고 있었음.
  
- 1998년의 마이너스 성장과 디플레이션 가운데 대규모 재정적자가 지속되자 국제 신용평가 기관들은 일본의 국가신용등급을 낮추기 시작하였고, 일본의 국가적 지위마저 의심받는 불명예를 얻기에 이르렀음.
  
- 2000년 하반기부터 IT산업 붕괴로 인한 전 세계적 경기불황이 찾아오자 수출이 침체되면서 일본경제는 또 한 번의 경기침체를 맞았고, 이로써 드디어 “잃어버린 10년”의 헛수를 채움.
  - 버블 붕괴 이후 세 번의 경기회복이 모두 반짝 회복이었음이 확인되는 한편, 무기력한 경기침체가 10년째로 접어들자 일본사람 스스로도 이제는 커다란 방향 전환이 필요하다는 점을 절감하기 시작했음.
  - 일본의 “잃어버린 10년”은 태평양 전쟁에 이은 제2의 패전이라고 이름 붙이는 것이 가능하다는 자조의 목소리가 나오고 있었음.

## 2. 일본경제의 장기침체의 원인분석

- 일본의 “잃어버린 10년”을 수요와 공급이라는 단순한 분석틀에 맞추어 이해하려는 것은 성공하기 어려운 시도일지도 모름.
  - 일본경제가 공급측면의 생산성 하락으로 장기간의 침체에서 벗어날 수 없었다면 왜 디플레이션이 생겼는지를 설명할 수 있어야 함.
  - 수요부진이 장기침체의 원인이었다는 견해는 디플레이션을 자연스럽게 설명한다는 장점이 있으나 왜 그렇게 오랫동안 수요가 회복되지 못하였는지를 설명할 수 있어야 함.
  - 수요 및 공급측면의 문제들이 복합적으로 나타났거나, 아니면 두 가지를 貫流하는 모종의 근본적인 원인 때문으로 보아야 할 것임.
  
- 일본경제의 장기침체에 대한 원인으로 가장 널리 알려진 설명은 버블붕괴에 따른 금융부실을 지목하는 견해로서, 버블붕괴로 누적된 부실채권이 경기침체를 증폭시켰다는 주장임.
  - 이에 대한 반론도 많이 나왔는데, 금융부실이 정말 장기침체의 가장 중요한 원인이었는지 아닌지를 떠나, 어떤 문제에 대한 대응이 오랜 동안 지연되면서 문제가 더 커지고 급기야 경제 전체적인 악영향을 미치기에 이르렀다면 우리는 그것을 반면교사로 삼을 필요가 있음.
  - 2002년 초까지 금융 부실채권은 악화일로에 있었으므로 금융부실이 장기침체의 진정한 원인이었다면 당시의 일본경제는 회생 가능성은커녕 더 나빠질 가능성만 눈에 띄는 상태였음.
  - 부실채권 문제는 일본경제의 회복을 가로 막은 핵심원인 중 하나로 꾸준히 거론되어 왔었지만 부실채권 문제가 해결되었기 때문에 일본경제가 회생했던 것은 아니었다고 판단됨.
  
- 일본경제의 회복을 지연시킨 원인으로 유동성 함정을 지목하는 견해는 수요부진을 지적하는 대표적인 주장으로서 재정지출을 대폭 확대해야만 침체에서 벗어날 수 있다는 정책 시사점을 가지고 있었음.

- 유동성 함정 탈출을 위해 일본은행이 국채를 매입하기 시작한다면 정부부문 본원 통화를 얼마든지 증발시킬 수 있을 것이므로 디플레이션 해소와 엔화절하에 도움이 될 것이라는 의견이 제시되었으며, 이는 2001년 이후의 양적팽창 정책의 이론적 배경이 되었다고 생각됨.

■ 생산성의 지속적인 하락을 장기침체의 원인으로 꼽는 견해는 공급측면의 문제를 지적하는 입장으로, 10년 이상의 장기침체를 설명하려면 수요측면의 문제들보다 훨씬 뿌리 깊은 구조적인 원인이 있어야 한다는 주장임.

- 부실채권 문제도 경기가 좋아지면 자연스럽게 해결될 단기적인 현상이므로 장기침체 해결의 실마리는 금융보다는 실물부문에서 찾아야 하며 무엇보다 구조변화를 통한 공급측면의 개선을 역설함.
- 실제로 일본의 중요소생산성 증가율은 1991년부터 갑자기 감소하였을 뿐만 아니라 주5일 근무제 도입으로 1989년 이후 5년 동안 주당 근로시간 수는 5시간 정도 줄어들어 성장궤적의 하향이동을 초래했음.

■ 이 외에도, 비제조업의 비효율적 기업들이 도태되지 않도록 경쟁을 억제해 주던 고질적 이중구조 때문에 전체적 생산성이 낮아졌다는 설명도 있음.

- 글로벌 경쟁시대에서도 내수산업에 활발한 경쟁을 도입하지 못하여 이중구조를 해소시키지 못한 결과, 경제 전체적인 잠재 성장률 하락을 막지 못한 것이 가장 중요한 장기침체의 요인이었다는 주장임.
- 제조업의 생산성은 문제가 별로 없었지만 비제조업 특히 도소매업의 생산성은 경기가 좋았던 1990년대 초에도 미국의 44%에 불과하였음.
- 이중구조의 부작용은 활발하게 성장을 거듭하던 1980년대 말까지만 해도 표면에 드러나지 않았으나 장기침체가 시작된 이후에는 경제에 대해 가시적인 악영향을 미치기 시작하였음.
- 1990년대의 경기회복이 반짝 회복에 그쳤던 원인도 비제조업의 부진과 관련이 있다는 분석도 있음.
- 반면, 1990년대 내내 기술성장은 거의 변함이 없었고 장기침체를 겪다보니 생산성이 하락한 것처럼 보였을 뿐이라는 반론도 있음.

- 한편, 장기침체 기간 중 총투자의 GDP 비중은 하락추세가 뚜렷했던 반면 민간소비의 비중은 1980년대 후반에 비해 약간 상승하는 경향을 보였음.
  - 장기침체 동안 임금상승률은 버블기에 비해 대폭 둔화되었고, 1998년부터는 명목임금이 무려 7년간 감소세를 지속하는 등 일본 소비자들의 소득여건은 활발한 소비증가를 뒷받침하기에 충분치 못했음.
  - 실업률이 5%대에서 4%대로 내려가면서 고용전망이 개선되자 2004년부터 임금소득, 자산소득의 감소에도 불구하고 소비심리가 개선됨.
  - 실업률이 올라가던 2000년에서 2003년까지의 기간에는 소득이 줄어들면서 고용불안도 있었지만 일본 소비자들은 부채를 늘여 소비를 증가시키기보다 부채를 끊임없이 줄여 흑자를 유지해 왔음.

### III. 일본경제의 회생과정

- 일본국민들이 장기침체의 고통을 깨닫기 시작한 뒤에도 대략 2001년까지 정부의 대응전략은 결국 시간이 지나기를 기다리는 것이었다고 정리됨.
  - 경기침체의 와중에 구조조정의 고통을 가중시키기보다는 좀더 나은 경제여건 속에서 좀더 수월하게 구조조정을 치르기를 원했었고, 사실 일본경제는 그렇게 할 만큼의 여유도 가지고 있었다고 판단됨.
  - 기업들의 기술력을 바탕으로 일본경제는 끊임없이 경상수지 흑자를 냄으로써 장기침체 기간 동안에도 외환수급의 문제가 전혀 없었음.
  - 이는 외환위기와 금융위기를 동시에 겪으며 서둘러 구조조정을 추진해야 했던 우리나라와는 완전히 다른 여건이었음.
- 일본정부는 경기의 자연스러운 회복을 기다렸으나 엔화 급락, 아시아 외환위기, IT 버블 붕괴 등 외부로부터의 사건들 그리고 해결을 미루다가 더 심각해진 문제들로 인해 경기는 다시 나빠지곤 하였음.

- 난제에 부딪혔을 때, 경기가 나아질 때를 기다려 보는 전략이 과연 현명한지에 대해 심각하게 고민해 보아야 한다는 교훈을 주고 있음.
- 불운이 연속될 가능성도 얼마든지 있고, 문제해결의 기회는 오지 않을 수도 있으며, 해결이 미루어질수록 문제는 점점 더 어려워진다는 점도 일본의 경험으로부터 참고해야 할 부분임.

## 1. 경제개혁의 가속화

- 일본경제가 침체에서부터 회생을 시작한 것에 대해 일본정부는 다음의 세 가지를 경제회생의 요인으로 꼽고 있음.
  - 세 가지 과잉, 즉 과잉고용, 과잉설비, 과잉부채가 대부분 제거됨.
  - 노동소득 분배율이 장기균형수준으로 돌아왔음.
  - 전후 첫 번째 베이비 붐 세대인 “단카이(團塊)” 세대의 은퇴를 앞두고 고용과 소득 여건이 개선되고 있음.
- 이 외에도, 외환위기 직후의 우리나라처럼 떠들썩한 경제개혁은 하지 못했지만 그럼에도 불구하고 고이즈미 내각이 등장하던 시기를 전후하여 나름대로의 경제개혁이 가속화되었다는 점을 꼽지 않을 수 없음.
- 경제 활력을 영원히 되찾지 못하는 상황을 피하려면 일본경제의 운영방식에 변화가 필요하다는 경고의 목소리가 여러 곳에서 나왔고 변화를 바라는 일본국민들의 생각은 2001년 총선결과에 반영되어 나타남.
  - 새 내각은 재정정책 방향을 경기부양에서 재정 건전화로 환원시키는 한편, 부실채권 청산도 가속화하여 은행의 건전성 개선과 함께 은행에 기대어 연명하던 비효율 부문을 도태시키는 효과를 도모하였음.
  - 경기가 나빠질 때마다 정부가 경기부양을 하던 관행적 대응방식에서 벗어나, 고통이 따르더라도 구조조정을 할 필요가 있다며 일반인들의 기대와 인식을 바꾸려고 노력하였음.

- IMF 이후 우리정부가 지나칠 만큼 快刀亂麻式의 구조조정을 했던 것에 비해 고이즈미 내각 이후 일본의 구조조정은 별로 그다지 신속하고 적극적이지는 못했었다고 판단됨.
  - 취임 1년 만에 특수 법인의 1/3 이상에 대해 폐지 또는 민영화 결정을 내리는 등 적지 않은 성과가 있었으나 우정사업 민영화가 제대로 진행되지 못하자 내각의 신임을 묻는 총선을 실시하기까지 하였음.
  - 위기상황 타개를 명분으로 개혁을 내세워 압도적인 승리를 얻었던 새 정부가 3년이 지나도록 산하 공기업 하나를 민영화시키지 못하여 총선을 다시 해야 했던 것은 우리로서는 이해가 쉽지 않은 일이었음.

## 2. 외부여건의 호전과 경제 선순환

- 일본경제는 수출증가에 힘입어 2002년 1월부터 드디어 회복을 再開하기 시작하였으며 하반기부터는 경제성장률도 미약하나마 플러스로 전환됨.
  - IT 산업 붕괴로 침체를 겪던 세계경기가 회복을 시작하면서 일본경제도 이와 동반하여 상승하기 시작하였음.
  - 對中輸出 증가가 수출증가를 선도하였는데, 중국을 비롯한 아시아 국가들의 IT 산업이 빠르게 성장하면서 일본이 이들에 대한 중간재와 자본재의 공급처로서의 새로운 역할을 찾아냈기 때문으로 평가됨.
  - 일본경제는 IT 산업 자체에 있어서는 그다지 성공적이지 못했으나 IT 관련 상품의 제작에 필요한 중간재 및 자본재를 중심으로 일본 제품이 다시 각광을 받게 된 것임.
- 수출경기에 이어 일본의 내수경기도 시차를 두고 살아나기 시작하였음.
  - 중국진출이 반드시 유리하지만은 않다는 인식과 반성이 확산되었으며 중국과 동남아 국가들과의 아웃소싱도 인소싱으로 바뀌는 등 해외로 탈출하였던 일본기업들이 국내로 회귀하는 현상이 나타났음.

- 장기침체와 디플레이션을 거치면서 투자활성화를 위한 많은 제도개선이 이루어지는 한편, 생산관련 주요 가격들이 크게 하락하는 등 국내 투자여건이 과거에 비해 상당부분 개선되었기 때문으로 평가됨.

■ 이로써 일본경제는 1992년부터 10년간 지속되던 “잃어버린 10년”을 마감하고 새로운 성장을 재개하였음.

- 수출증가에 이어 설비투자과 민간소비가 동반성장하면서 정부의 기여 없이도 내수가 성장을 이끄는 “자생적” 성장세가 나타남.

### 3. 정부의 규제완화와 기업의 자발적 구조조정

■ 대외적 여건호전이 일본 경기회복의 계기였지만 기회를 활용하기 위한 일본 내부에서의 준비도 중요한 역할을 했음.

- 재정 및 금융개혁의 가속화는 물론 “중소기업 무담보 용자 촉진제도”를 통해 기업 자금조달 환경을 개선하여 설비투자를 촉진시켰음.
- 유한책임사업조합 제도로 출자액만 책임을 지도록 하는 한편, 출자자의 이익 배분을 비과세하여 신규회사 설립 및 투자를 용이하게 함.
- 임시직 고용요건 완화, 직업소개 규제완화로 노동 유연성을 제고함.
- 反競爭的 행동에 대한 벌칙강화로 경쟁을 촉진하고, 구조개혁 특구를 설치하여 적극적인 규제완화 노력을 기울임.
- 수도권집중 규제제도인 工業等制限法과 工場再配置促進法을 폐지하는 등 기업 구조조정과 투자 활성화를 위해 각종 규제를 철폐하였음.

■ ‘생산성 향상을 위한 구조개혁이 필요 불가결하다’는 메시지를 민간에게 끊임없이 전달하여 민간 부문에게 스스로의 개혁을 촉구하였음.

- “일본 21세기 비전”이라는 장기 청사진을 통해 일본경제의 새로운 비전을 제시하여 경제주체들이 각자 어떤 비전을 갖고 미래를 준비할 것인지에 대해 지침을 제시하였음.

- 민간 기업들 스스로 노동비용을 줄이고 과잉시설 및 과잉부채를 줄이는 노력을 지속함으로써 2004년과 2005년에는 제조업 및 비제조업의 매출액 경상이익률이 버블 절정기 수준까지 근접할 수 있었음.
  - 수익성이 크게 개선되면서 기업의 부채상환도 2002년부터 지속적으로 빠르게 이루어져 부채/판매 비율이 장기침체 이전의 수준으로 하락함.
  - 아울러 은행의 부실채권도 2002년부터 대폭 줄어들기 시작하였음.
  
- 먼저, 수출관련 제조업 대기업들이 인원감축, 경비삭감, 수익체질 강화 등으로 자발적 구조개선을 급속하게 이루었음.
  - 수익성 향상의 주요 수단은 신규고용 억제를 통한 인건비 절감으로써 이런 노력이 1997년 하반기 이후 더욱 강화되자 1998년부터 실업률이 경기침체와 더불어 매우 빠르게 상승하기도 함.
  - 2002년 이후 사업매각, 사업통폐합 등의 구조조정 요인도 중요해졌지만 수익성 향상의 대부분은 역시 인건비 감축에 의해 이루어졌음.
  - 구조개혁의 성과가 각 부문으로 고루 확산되지는 않았으나 미래에 대해 상당히 밝은 희망을 갖도록 하기에는 충분하였다고 판단됨.
  
- 일본경제가 더 이상 정부가 아닌 민간의 주도로 움직여야 했다는 관점에서, 정부가 아닌 민간에 의해 경제가 희생된 것은 하나의 근본적인 변화였으며 신속하지는 않았지만 더 효율적인 과정이었다고 평가할 수 있음.
  - 이러한 일본경제의 희생과정은 경제주체의 관행을 바꾸는 개혁이란 기본적으로 민간 스스로의 몫이라는 점을 우리에게 시사하고 있음.

#### 4. 고비용구조의 해소

- “잃어버린 10년” 동안 꾸준히 그리고 천천히 진행됨으로써 아무도 잘 알아차릴 수 없었던 변화, 그러나 다른 무엇보다 경제적으로 가장 의미 있는 변화로 지적되어야 할 점은 바로 장기침체와 디플레이션을 거치면서 일본의 가격수준이 전반적으로 하향조정되었다는 사실이었음.

- 현재 일본의 가격체제는 일본경제가 고속성장을 하며 세계시장을 점유해 나가던 기간의 수준으로 맞추어져 있음.
  - 2005년 현재 부동산 가격은 30년 전인 1976년 이후 가장 낮은 수준이며 소비자 물가 수준은 13년 전인 1992년 이후 가장 낮은 수준, GDP 디플레이터는 1986년 이후 가장 낮은 수준, 생산자물가는 27년 전인 1978년 이후 가장 낮은 수준임.
  - 2005년 현재 명목 및 실질임금도 1995년 이후 가장 낮은 수준이며, 장단기 금리는 아직도 지나치게 낮은 상태임.
  - 美·日의 금리차를 노린 “엔-캐리 트레이드”와 일본 가계의 home-bias 해소 등으로 엔화환율은 예상 밖의 약세를 유지하고 있음.
  - 이런 가운데 중국특수가 찾아오자, 일본경제는 이를 활용하여 수출확대와 내수의 동반성장이라는 경제 선순환에 성공한 것임.
  
- 버블붕괴, 장기침체 및 디플레이션은 고통스러운 조정과정이었지만 이것이 마무리되고 난 뒤에야 비로소 경제회생의 여건이 조성될 수 있었음.
  - 만약 일본의 가격체제가 버블붕괴 직전 수준이었다면 과연 지금같은 회생이 가능했겠는지를 상상해 본다면 고비용구조의 청산이 경제회생의 가장 근원적인 배경이었음을 어렵지 않게 추측할 수 있음.
  - 일본의 장기침체 및 회생과정은 일정한 비용을 지불함 없이 저절로 발전의 기회가 찾아오지는 않는다는 교훈을 다시 한 번 확인시켜 줌.

## 5. 일본경제의 향후 과제 : 재정건전화

- 일본경제의 장애요인으로 지목되던 여러 가지 구조적 문제점들이 경기회복과 함께 水面 아래로 사라졌지만 아직 일본경제는 노령화를 비롯해 해결이 쉽지 않은 과제들을 안고 있음.
  
- 인구 노령화보다 좀더 흥미롭게 지켜볼 만한 부분은 일본경제가 날로 악화되어 가고 있는 재정적자를 어떻게 해결해 나갈 것인가 하는 문제임.

- 결국 디플레이션 탈출 이후 일본에게 다가온 도전은 재정건전화임.

■ 고이즈미 내각이 집권기간 동안 많은 의욕을 보였으나, 실제의 재정수지는 그러한 의욕이 무색할 정도로 거의 개선되지 못하였음.

- 일본 정부는 2010년대 초까지 기초재정수지의 균형을 달성하겠다는 계획을 가지고 있으나 이를 달성하기 위해 삭감해야 하는 재정지출 또는 늘여야 하는 세수의 규모는 현재로서는 엄청나보이는 크기임.
- 거시경제 회복세가 보다 뚜렷해짐은 물론, 어느 정도의 인플레이션이 정착될 뿐 아니라 税源도 상당부분 확대되어야 할 것으로 보임.
- 노령화가 본격적으로 진행 중인 일본이 앞으로 어떻게 국민의 뜻을 모아 재정을 건전화시킬지 우리로서는 흥미롭게 관찰해 볼 만한 일임.

## IV. 우리경제에 대한 시사점

### 1. 외환위기 이후 우리경제의 현황

■ 외환위기 이후 우리경제에 새롭게 나타난 가장 두드러진 특징은 경제 성장률이 과거에 비해 눈에 띄게 낮아졌다는 사실임.

- 우리경제의 성장세는 일본처럼 1%대의 극도의 침체는 아니지만, 지금의 4% 성장도 우리로서는 명백히 저성장이라고 하지 않을 수 없음.

■ 일본의 경험에 따르면, 장기침체 기간 중에 있었던 침체기에는 하강속도가 매우 빨랐을 뿐 아니라 회복기의 상승속도는 극히 부진하였음.

- 한번 내려갈 때 깊게 내려가고 올라갈 때에는 조금씩밖에 올라가지 못하는 무력한 경기 순환이 반복되고 있다면, 이는 그 경제가 장기침체를 겪고 있을 가능성을 의미한다고 할 수 있음.
- 이렇게 볼 때, 외환위기 이후 우리경제도 “한국식 장기침체”를 겪고 있다고 평가할 수 있음.

- “한국식 장기침체”는 개인부분 소득증가의 대폭적 둔화, 저소득층 가계의 재무상태 악화, 고비용구조의 정착 등 세가지 요인 때문에 외부로부터 유리한 상황이 찾아와도 경제의 선순환을 만들어내지 못한 채 지지부진한 저성장에서부터 벗어나지 못하고 있음.
- 먼저, 외환위기 이후 작년까지 개인 순처분가능소득 증가율은 외환위기 이전의 1/3에 불과한 수준에 그치고 있으며 표준편차도 대폭 축소되어 처분가능소득 증가율은 경기변동에 상관없이 옆으로 橫步하고 있음.
  - 개인의 처분가능소득이 전체 국민소득과 서로 무관하게 움직여 경제가 성장해도 경제 전체적 소득증가가 개인부분에까지 확산되지 못한다는 점에서 경제의 순환이 어딘가에서 막혀있음을 시사함.
- 경제성장과 개인소득 사이의 연결고리 단절 현상으로, 개인소득 증가가 부진해지면서 민간소비를 비롯한 내수경제의 부진으로 나타났을 뿐만 아니라 가계부채 확대의 배경이 되기도 하였음.
  - 가계부채가 크게 늘어난 것은 우리경제에 부정적인 외부충격이 찾아왔을 때 이를 내부로부터 완충시킬 여지가 그만큼 없어졌음을 의미하므로 거시경제의 안정을 위해 매우 불리한 현상이라고 할 수 있음.
- 저소득층 가계의 재무상태 악화도 우리경제의 본격적인 회복을 어렵게 만드는, 해결이 쉽지 않은 구조적인 요인이라고 봄.
  - 최근 최저소득층 가계의 적자율은 40~50%로 정상적 소비활동이 불가능해 보이며, 그러한 계층이 전체의 10% 이상 존재하는 한, 그 경제의 내수가 원활해지기를 기대하는 것은 어렵다고 봄.
- 외환위기와 내수침체 때 최저소득층의 소득은 커다란 타격을 받았으나 그에 상응하는 만큼의 소비억제가 없어 가계수지가 크게 악화됨.

- 많은 빚을 내고 다른 지출들은 줄이면서도 교통·통신 지출만큼은 상대적으로 대폭 늘어왔는데, 이에 비해 일본 최저소득층은 경기불황 때 소비를 억제하여 가계 흑자율을 높이는 정반대의 대응을 보였음.
- 최저소득층의 가계안정을 위해 경제성장을 통한 소득증가가 매우 중요하지만, 저소득층 자신도 내핍과 절약보다 부채에 너무 의존하지는 않았었는지 되돌아볼 필요가 있음.

■ 우리경제는 외환위기를 거치면서 고비용구조가 일거에 해소되는 듯했으나 얼마 지나지 않아 부동산 가격이 급등하고 임금 상승률이 높아지면서 고비용구조가 새로이 정착되어가고 있는 것으로 우려됨.

- 기업 채산성 개선의 절반을 설명하던 환율 및 금리요인이 점차 사라지는 반면, 부동산 가격, 물류비, 임금, 임대료 등은 꾸준히 악화되고 있어, 만약 기업들이 팔목할 만한 생산성 향상에 성공하지 못한다면 1990년대에 못지않게 불리한 경제적 환경에 놓일 것으로 우려됨.
- 고비용경제의 폐해는 기업 부실을 통해 금융위기를 몰고 온 1990년대의 형태보다는, 기업의 해외탈출을 통해 무기력하고 지지부진한 경제의 모습이 끝없이 이어지는 형태로 나타날 가능성이 높다고 예상됨.

## 2. 국제적 불균형이 미래 우리경제에 미칠 영향

■ 현재로서는 국제적 불균형 문제가 국제금융시장의 불안을 통해 우리경제에도 부정적 영향을 미칠 것으로 우려되고 있으나, 어떤 해소과정을 밟느냐에 따라 매우 유리한 상황이 될 가능성도 있다고 분석됨.

- 달러투매로 미국 금리가 급격하게 올라가 심각한 세계적 경기침체가 일어난다는 비관적인 시나리오가 현실화된다면 수출비중이 크게 높아져 있는 우리경제에게는 재앙에 가까운 충격이 아닐 수 없을 것임.

- 반면, 심각한 세계적 경기침체 없이 각국의 환율이 불균형을 시정할 수 있는 수준으로 조정된다면 우리경제는 1980년대 중반의 3저호황에 버금가는 유리한 기회를 얻을 것으로 분석되는데, 이는 원화환율이 그동안 다른 나라 환율에 비해 매우 빠르게 하락해 왔기 때문임.

■ 유리한 외부충격이 발생한다 하더라도 경제가 선순환을 해야 그런 기회를 활용할 수 있을 것이므로 이를 위해 많은 사전 준비가 필요함.

- 각국 환율이 본격적으로 조정될 때 원화환율의 동반절상을 방지할 수 있느냐는 향후 가장 중요한 거시경제적 정책이슈일 것으로 판단됨.

### 3. 일본경제 회생과정으로부터의 교훈

■ “잃어버린 10년”을 지나면서 일본국민들이 ‘지금 이대로는 안 되겠다’는 인식을 가진 뒤에 비로소 경제에 전반적인 변화가 일어날 수 있었음.

- 경제의 미래를 결정함에 있어서 일반인들이 현재의 상황에 대해 어떤 인식을 가지고 있느냐 하는 문제는 너무나 중요함.

■ 팽창적 재정정책이나 통화신용정책으로 우리경제의 문제가 해결될 가능성은 매우 적다고 판단되며, 우리경제에 유익한 변화란, 일본경제가 그랬던 것처럼, 정부가 아닌 민간 스스로 이루어내는 변화라고 생각됨.

- 문제가 발생할 때마다 정부가 나서주기를 바라는 우리나라 일반국민들의 정서는 뿌리 깊고 광범위해 보이며 정부 스스로도 그러한 역할을 自任하는 듯한 인상을 주곤 함.

■ 지구촌화 시대가 요구하는 이노베이션은 이해상충을 수반하기 마련이며 정부의 역할은 그에 따른 갈등을 조정하는 데에 도움을 주는 것임.

- 적극적이라기보다는 미온적에 가까웠던 고이즈미 내각의 개혁정책 가운데 우리가 중요하게 보아야 할 부분은 경제회생의 주체를 정부가 아닌 민간으로 설정하고 정부가 문제해결의 주역을 담당하는 것이 아니라 민간에게 스스로의 개혁을 요청하였던 점이었다고 생각됨.
  - 정부가 전면에 나서서 이것 저것 일을 벌이는 것이 아니라 하지 말아야 할 일을 하지 않는 전략이었음.
  - 행정 축소, 작은 정부를 지향하며 규제 완화, 민영화를 통해 민간 활력을 활용하는 방식을 택함으로써 정부가 나서야 모든 게 해결되는 사회에서 국민이 스스로 할 수 있는 사회로 바뀌었다는 평가를 얻음.
  - 구조적인 문제에 당면하여 금리나 재정과 같은 총량적인 정책에 의존하기만 한다면 많은 부작용을 낳게 된다는 점도 매우 중요하게 받아들여야 할 교훈이라고 생각됨.
- 부동산 가격뿐 아니라 다른 주요 물가지표의 추이를 볼 때 최근 우리나라의 고비용구조는 매우 빠른 속도로 고착화되고 있다는 우려를 줌.
- 특히, 일본과 비교한 우리나라의 전 산업 임금의 상대적 수준은 소비자물가나 GDP 디플레이터보다 훨씬 극적으로 빠르게 상승하여 왔음.
- 부동산 가격, 임금, 환율, 그리고 각종의 물가수준이 경제의 펀더멘털에 비해 지나치게 높아진다면 언젠가는 다시 하락할 수밖에 없으며, 내려와야 할 수준까지 충분히 내려와야 고비용구조의 해소 및 경제회생이 비로소 가능해진다는 점이 일본의 부동산 버블붕괴 및 디플레이션의 교훈임.
- 현재의 부동산 버블은 사업용 부동산 중심이던 일본의 경우와 달리 주거용 부동산, 특히 아파트 중심이므로 버블이 붕괴되더라도 가격의 하락세는 일본의 버블 붕괴 당시보다 상당히 완만할 것으로 예상됨.
- 우리경제에는 과잉투자나 과잉고용이 누적되지 않았기 때문에, 부동산가격 하락으로 경기침체가 오더라도 장기화되지는 않을 것으로 봄.

- 지금 정도의 고비용구조로는 우리경제에 미래가 없어 보이므로 부동산 가격이나 물가에 대해 정부는 좀더 엄격한 태도를 취할 필요가 있음.
- 다른 나라 환율과 원화환율의 동반하락을 방지해야 하나, 통화안정증권의 이자부담이 한국은행의 수지를 위협할 정도이므로 지금까지 의존해 오던 환율조정의 주요 수단이 사실상 可用되지 않은 상태라고 할 수 있음.
  - 최근 엔화가 상승하여온 이유 중 하나는 일본가계가 home-bias에서 벗어나 국내외 금융기관을 통한 해외 투자에 적극 나서고 있기 때문임.
  - 우리나라도 최근 소비자들의 해외증권투자가 폭발적으로 늘어나고 있는데, 앞으로 해외증권투자가 소비자들에게 안정적인 투자대안으로 정착하기 위해서는 국내 금융기관들의 역량이 충분히 갖추어져야 함.
- 최근 몇 년간 우리나라에서 기업들의 성과는 눈부시게 좋아졌지만 적극적으로 추진했어야 했던 새로운 투자에 대해서 놀랄 만큼 소극적이었음.
  - 기업들의 성과가 개인부문으로 확산되는 연결고리가 단절되어 경제선순환이 이루어지지 못하고 있음.
  - 저금리시대가 막을 내렸고 환율도 앞으로 하락 가능성이 당분간 높은 상황임을 감안할 때 앞으로 기업들은 새로운 이노베이션을 이루거나 노무비, 경비를 비롯한 원가절감 노력에 적극 나서지 않는 한 지난 몇 년과 같은 기록적인 수익성 달성은 어려워질 전망이다.
  - 중국이나 일본의 기업들은 공격적으로 투자를 하고 있는 상황에서 우리나라 기업들만 투자할 곳을 찾지 못한다면 그 자체로서 심각한 문제가 아닐 수 없음.

## V. 맺음말

- 일본경제가 지나온 과정을 보면, 변화를 선택하기에 가장 적절했던 시점에서의 경제 상황은 언제나 미묘하였음.

- 그런 시점에서는 언제나 변화가 왜 필요한지를 구체적 근거를 가지고 설득하기 곤란했고 현상유지의 부작용은 구체화되지 않았었음.
  - 그 와중에 문제는 악화되어 관련 이해당사자들은 점점 많아지고 이해상충의 대립도 점점 격화되어 문제해결이 더욱 더 어려워졌음.
- 이것이 곧 “일본경제가 왜 침체에 빠지게 되었는가, 왜 그렇게 오랫동안 침체에 서 벗어날 수 없었는가”에 대한 본 보고서의 결론임.
- 일본경제였기 때문에 장기침체가 일어났다기보다는 어느 경제이든 정부와 민간인들이 일본과 같은 대응을 한다면 장기침체의 위험에서부터 자유로울 수 없다고 생각함.
- 최근 몇 년 동안 우리경제에는 부동산 버블이 초래하는 고비용구조의 재가동, 가계 대출의 급증, 저소득층의 적자율 확대, 30년 이래 가장 낮은 설비투자율, 개인가처분소득 증가율의 급격한 둔화, 자영업 부문 소득증가를 정체, 재정적자폭 확대 및 인구노령화의 진전 등 해결이 쉽지 않은 난제들이 연이어 등장하고 있음.
- 이런 난제들로 인해 우리경제의 펀더멘털이 상당히 약화되었고, 이와 더불어 우리 경제는 낮은 성장률에서 벗어나지 못하고 있음.
  - 위기랄 것도 없고 “일본식 장기침체”라고까지 할 것도 없지만, 경제가 활력을 잃고 지지부진한 “한국식 장기침체”라고 보아야 할 것임.
- 아무리 정부주도의 제도개혁을 가속화하고 재정지출을 확대시키며 낮은 금리수준을 유지한다 해도 고비용구조를 해소하지 못한다면 우리경제의 근원적인 회복이 어렵다고 봄.
- 장기침체나 디플레이션 없이 고비용구조를 해소시키려면 무엇보다 우리경제에서 항상 고비용구조의 발단이 되어왔던 부동산 버블을 축소시켜야 하며, 이를 위해 할 수 있는 일이 있다면 하는 것이 좋다고 생각함.
- 뿐만 아니라 경쟁을 확대하고 이노베이션을 활성화시켜 제조업은 물론 서비스산업의 생산성을 한층 높여야 함.

- 노동 생산성이 향상되어 임금이 올라가는 것은 당연하지만 노동시장의 경직성으로 생산성과 무관하게 임금이 올라가는 것은 피해야 함.
- 원화환율이 주변국가의 환율과 동반하여 하락하지 않도록 금융 산업의 역할을 확대하는 데에도 힘써야 할 것임.

■ 2007년 상반기 현재, 우리경제는 성장률이 예상보다 다소 높아지고 투자와 소비가 나아지는 모습을 보여주고 있으나, 거둬드는 잔물결같은 의미 없는 등락이 아니라 선순환의 시작으로 평가받으려면 기업투자가 역동적으로 증가하고 기업 활동이 활발해져야 함.

- 개인의 소득이 뚜렷하게 증가하여 가계부채의 부담이 한층 완화되며 저소득층의 가계수지도 가시적으로 개선되는 단계까지 이르러야 함.
- 아울러 부동산 가격이 전반적으로 완만하게 하향 안정화되면서 우리경제의 고비용구조가 서서히 해소되는 길로 들어서야 할 것임.
- 원화환율의 하락세가 지금보다 훨씬 완만하게 유지될 수 있어야 함.

■ 정부는 재정정책이나 금리정책 등 거시경제 정책 수단에만 의존할 것이 아니라 경제회생의 주체를 정부가 아닌 민간으로 설정하고, 분명하고 일관된 메시지를 주며 변화를 도와주는 보조역할을 잘 해내야 함.

- 일반인들이 현재의 상황을 자연스럽고 불가피한 저성장이라고 인식할 것인지, 외환위기 이후 지금까지를 한국판 ‘잃어버린 10년’으로 인식하고 여기에서 벗어나려는 절박감을 가질 것인지에 따라 향후 우리경제의 진로는 질적으로 달라질 수밖에 없음.

## I. 서론

1991년 부동산 버블이 붕괴한 이후 10여 년에 걸친 장기침체에 빠졌던 일본경제는 지난 2002년부터 “잃어버린 10년”을 마감하고 서서히 회복을 시작하였다. 장기침체 기간 동안에도 몇 번의 ‘반짝 회복’이 있긴 했었지만 현재의 회복세는 더 이상 ‘반짝 회복’이 아니라 전후 최장기간의 호황기록을 갱신하였을 정도로 꾸준히 이어지는 저력을 보이고 있다.

이러한 일본경제의 장기침체와 회생과정을 보면서, 세계에서 두 번째로 규모가 큰 일본경제가 무엇 때문에 10년이라는 오랜 세월 동안 연평균 성장률이 0.9%밖에 안 되는 지루한 침체<sup>1)</sup>를 겪었는지, 그리고 어떤 이유로, 또는 무슨 계기로 거기에서부터 탈출할 수 있었는지는 우리경제의 앞날을 위해서도 궁금한 문제가 아닐 수 없다. 일본경제가, 우리가 참고해야 할 선진국 경제 가운데 하나이기 때문만이 아니라 우리경제와 일본경제가 여러 가지 측면에서 유사한 점이 많기 때문이다.<sup>2)</sup>

외환위기 이전의 우리경제는 수출이 좋아지면 어김없이 경기가 살아나곤 하였었다. 그러나 2002년 하반기 이후부터는 기록적인 수출 호조세에도 불구하고 경제 전체가 부진을 면치 못하는 새로운 현상이 나타났다. 이에 따라 한국경제 어딘가에 역동적인 발전을 가로막는 중대한 장애요인이 생긴 것이 아닌지, 한국경제의 장래에 대해 희망을 가져도 좋은지에 대한 우려감이 확산되기도 하였다. 성장잠재력이 둔화되었다는 차원을 넘어, 어쩌면 일본이 겪었던 것과 같은 장기침체에 빠질지도 모른다는 막연한 불안감이었다. 내수위축과, 그 배경에 있는 불확실한 고용전망, 연금제도에 대한 불신, 인구 노령화의 급진전, 2002년 이후 지금까지 이어지고 있는 부동산 버블, 중국을 비롯한 해외로의 생산기지 이전 추세 등은 장기침체 직전 내지 장기침체 기간 중 일본경제가 처했던 경제 환경과, 문제의 심각성과 크기에서의 약간의 차이 말고는, 놀랄 만큼 유사한 것이 사실이다. 체질이나 생활습관이 비슷한 사람들이 같은 병에 걸릴 확률이 높은 것과 마찬가지로 일본과 비슷한 구조를 가지고 있는 한국경제도 일본이 겪었던 어려움을 겪게 될 가능성은 크다고 할 수 있다. 이런 가능성을 예방하기 위해서라도 일본경제가 어려움에 빠졌던 과정을 자세히 연구해 보아야 할 것이다.

1) 2000년 기준 실질 GDP 성장률의 1992~2002년 평균값이다.

2) 실제로 일본경제의 산업구조, 정부의 역할, 경제개발 전략, 미시적인 구조문제 등에 대한 자료들 (Porter et.al, 2000, Katz 2003)을 읽다 보면, 그것이 일본경제에 관한 얘기인지 한국경제에 대한 얘기인지를 잠시 착각에 빠질 정도이다.

또 한편, 일본경제의 회생과정으로부터 지금의 우리경제가 부진을 극복함에 있어 유용한 시사점을 찾을 수 있을지 모른다.

그러므로 일본의 장기침체 과정과 회생과정을 복기(復基)하여 우리경제를 위한 교훈으로 삼아야 할 필요가 있다. “일본경제가 왜 침체에 빠지게 되었는가”, “왜 그렇게 오랫동안 침체에서 벗어날 수 없었는가”, “무슨 이유로 회생하게 되었는가”의 세 가지로부터 우리경제에 유의한 점들을 찾아보아야 한다.

일본의 단편 역사소설 라쇼몬(羅生門 : Akutagawa 2006)<sup>3)</sup>에서는 살인사건의 원인을 파헤치기 위해 일곱 명의 당사자 및 목격자들로부터 증언을 듣는 대목이 나온다. 이들 등장인물은 각자의 입장과 이해관계에 따라 전혀 다른 내용의 진술을 한다. 같은 사실이라도 보는 사람에 따라 받아들이는 의미와 인식이 달라진다는 의미이다. 어떤 사건의 진실이 무엇이었는가라는 질문에 대해, 극단적으로 말하여, 모든 사람이 공감할 수 있는 진실이란 없을 수도 있다는 얘기이다.

이와 마찬가지로 지난 17년에 걸쳐 일어났던 일본경제의 장기침체 및 회생과정을 놓고, 그 원인이 무엇인가에 대해 모든 사람이 공감하는 진정한 원인을 찾아내기란 극히 어려운 것이 아닌가, 어쩌면 불가능한 일이 아닌가라는 생각을 한다. 자기 나라도 아닌 외국이 겪었던, 그것도 세계 2위의 대규모 경제가 장기간에 걸쳐 겪어온 浮沈의 과정에 대해 현장에서 살아보지도 않았던 연구자가 진정한 원인을 밝혀내기란 더더군다나 쉽지 않은 일일 것이다. 결국 이런 주제에 대해서는 라쇼몬에서처럼 연구자의 관점과 입장에 따라 시야의 범위와 각도, 그리고 결론이 달라질 수밖에 없을 것이다.

일본과 같은 거대한 경제를 총괄적으로 이해하기란 장님이 코끼리만지기만큼이나 어렵고, 어쩌면 일본 사람들 자신도 자기 경제에 대한 정확한 이해를 갖지 못하고 있을지도 모른다. 나는 다만 한국경제를 연구하는 연구자의 입장에서, 한국경제에 대한 경험과 상식에 비추어 일본경제의 침체과정과 회생과정을 바라볼 수밖에 없다. 그러므로 일본이 왜 갑자기 장기침체에 빠지게 되었고, 왜 그렇게 오랜 기간 동안 거기서 헤어날 수 못하였으며, 왜 2002년부터 침체에서 벗어날 수 있었는지에 대해 이 보고서가 “진정한 원인”을 규명했다고 주장할 생각은 없다. 일본경제의 장기침체와 회생과정에서부터 우리에게 필요한 적절한 교훈 내지 시사점을 얻으면 그만인 것이다. 세 사람이 길을 갈 때 그 중 반드시 나에게 스승이 될 만한 사람이 있다는 말은, 그들 가운데 좋은 점을 택하여 그것을 따르고, 좋지 않은 점을 거울삼

---

3) 이 소설은 아쿠타가와 류노스케의 1915년 작품으로 구로자와 아키라 감독이 흑백영화로 만들어 1951년 베니스 영화제 황금사자상과 1952년 아카데미 외국어 영화상을 수상하였다.

아 나 자신을 고칠 수 있기 때문이다.<sup>4)</sup> 유익한 교훈을 얻기에 앞서 그들의 사람됨에 대한 완벽한 이해가 선행되어야 할 필요는 없을 것이다. 마찬가지로 일본경제의 부침의 흐름을 바꾸어온 진정한 동력이 무엇인지를 밝히는 것도 중요하지만 우리의 입장에서는 우리가 본받아야 할 부분과 본받지 말아야 할 부분을 가려내면 될 것이다.

본 보고서는 제목이 말해 주듯이 일본의 장기침체와 회생과정을 설명하는 부분과 그로부터 우리경제가 참고해야 할 시사점을 정리한 부분으로 나누어져 있다. 일본경제의 침체 및 회생과정을 정리한 제Ⅱ장 및 제Ⅲ장은 “일본이 왜 침체에 빠졌으며, 왜 그렇게 오랫동안 침체에서 벗어날 수 없었는지, 무슨 이유로 회생할 수 있었는지”를 가급적 간략하게 나름대로 정리한 부분이다. 읽어야 할 자료도 매우 방대하였고 자료가 내세우는 관점도 매우 다양하여 이들을 객관적 시각에서 puzzle 맞추기식 종합을 해 내는 데에 많은 노력이 들었다. 아직도 미진한 부분이 너무도 많이 남아있긴 하지만 그렇다고 보고서를 무한정 지연시킬 수는 없었고, 어디선가 멈출 수밖에 없었다. 제Ⅳ장은 이러한 일본의 경험으로부터 우리경제가 어떤 교훈을 얻을 수 있을지에 대해 논의해 보았다. 그리고 제Ⅴ장에서는 맺음말을 간략하게 적어 놓았다.

---

4) 三人行必有我師焉, 擇其善者而從之, 其不善者而改之.(論語 述而)

## II. 일본경제의 장기침체 과정 및 원인분석

일본의 경기회복을 이해함에 있어서, 일본경제가 비록 10여년에 걸친 장기침체를 겪기도 했지만, 보다 긴 역사를 볼 때 19세기 중반의 개항 이래 장기침체 전까지는 매우 활발한 역동성을 보이며 끊임없이 경제성장을 이룩한 저력이 있었음을 상기해 둘 필요가 있다.

〈표 1〉 연간 제조업 생산지수 추이(1913~1938)

	세계평균	미 국	독 일	영 국	프랑스	러시아	이탈리아	일 본
1913	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1920	93.2	122.2	59.0	92.6	70.4	12.8	95.2	176.0
1921	81.1	98.0	74.7	55.1	61.4	23.3	98.4	167.1
1922	99.5	125.8	81.8	73.5	87.8	28.9	108.1	197.9
1923	104.5	141.4	55.4	79.1	95.2	35.4	119.3	206.4
1924	111.0	133.2	81.8	87.8	117.9	47.5	140.7	223.3
1925	120.7	148.0	94.9	86.3	114.3	70.2	156.8	221.8
1926	126.5	156.1	90.9	78.8	129.8	100.3	162.8	264.9
1927	134.5	154.5	122.1	96.0	115.6	114.5	161.2	270.0
1928	141.8	162.8	118.3	95.1	134.4	143.5	175.2	300.2
1929	153.3	180.8	117.3	100.3	142.7	181.4	181.0	324.0
1930	137.5	148.0	101.6	91.3	139.9	235.5	164.0	294.9
1931	122.5	121.6	85.1	82.4	122.6	293.9	145.1	288.1
1932	108.4	93.7	70.2	82.5	105.4	326.1	123.3	309.1
1933	121.7	111.8	79.4	83.3	119.8	363.2	133.2	360.7
1934	136.4	121.6	101.8	100.2	111.4	437.0	134.7	413.5
1935	154.5	140.3	116.7	107.9	109.1	533.7	162.2	457.8
1936	178.1	171.0	127.5	119.1	116.3	693.3	169.2	483.9
1937	195.8	185.8	138.1	127.8	123.8	772.2	194.5	551.0
1938	182.7	143.0	149.3	117.6	114.6	857.3	195.2	552.0

자료 : Kennedy(1987)

우선, 시간을 거슬러 올라가자면 일본은 제2차 세계대전 이전에도 이미 상당한 산업 강대국(industrial power)의 지위를 차지하고 있었다. 예를 들어 1913년에서 1938년까지 25년간 일본의 제조업생산지수는 5.5배로 늘어났는데, 이는 당시 세계 최강대국이던 영국의 제조업 생산지수 증가율의 약 다섯 배에 달하는 것이었다(〈표 1〉). 1938년에 이르면 경제적으로는 사실상 이탈리아보다 강해져 있었을 뿐 아니라 일인당 산업화 수준이나 철강생산, 에너지 소비, 산업생산 능력 등, 제조업과 산업생산의 각종 지표에 있어서 프랑스를 추월하고 있었다고 한다.<sup>5)</sup> 25년간 제조업 생산이 5.5배로 늘어났음은 연평균 7.4%에 해당하는 고도성장을 25년간 끊임없이 지속하였음을 의미한다. 일본은 이미 약 100년 전부터, 4반세기에 걸쳐 끊임없이 고도성장을 계속하던 前歷을 가지고 있었던 것이다.

제2차 세계대전의 와중에서 일본은 인적,<sup>6)</sup> 물질 자원에 대한 파괴로 인해 GDP의 절반이 줄어드는 손실을 입었다. 그러나 종전후 복구 과정에서는 연 10%에 가까운 높은 성장률을 지속할 수 있었다. 물론, 이러한 빠른 회복세는 경제가 파괴된 이후 복구과정에서 흔히 관찰될 수 있는 현상이었다. 빠른 회복의 결과, 1960년대 초의 일본 GDP는 戰前의 잠재 추세선(rewar potential trend)에 도달할 수 있었다. 그런데 그 뒤에도 일본경제는 1970년대 초까지 고도성장을 계속하였다. 일본 GDP가 戰前의 잠재 추세선을 추월한 이후에도 잠재 추세선을 넘는 고도성장을 10여 년간 그칠 줄 모르고 지속했던 점이 바로 “일본경제의 기적”으로 평가되는 부분(Ito 1996)이었다. 이 과정을 통해 1958년에서 1973년까지 15년간 일본의 실질 GDP는 네 배로 확대되었다.

그러다가 1973년 末에는 제1차 오일쇼크가 발생하였고, 이에 따른 전세계적 경기침체로 1974년 일본의 실질 GDP 성장률은 -1.2%로 급락하였다. 이를 계기로 일본 GDP의 장기 추세선은 기울기가 꺾이는 구조변화(slope change)를 겪게 되었으며, 그 이후 1979년까지 성장률은 연평균 4.6%로 하락하였다. 그 뒤 1980년에서 1992년까지의 12년 동안에도 일본 GDP는 연평균 4.0%의 성장률을 나타냈는데, 이는 선진국의 성장률로는 상당히 높은 수준이었다. 이와 아울러 1971년 하반기부터 엔화 환율이 지속적으로 절상하면서 일본의 달러기준 일인당 GDP는 엔화기준 GDP보다 훨씬 빠르게 성장하여 1980년대 말에는 미국의 일인당 GDP를

5) Kennedy(1987)는 만약 일본이 1937년의 중일전쟁을 일으키지 않았거나 1941년 태평양전쟁을 일으키지 않았더라면, 일본이 영국을 추월하였던 시기인 1960년대 중반보다 훨씬 이전에 영국을 추월할 수 있었을 것이라는 평가를 내리고 있다.

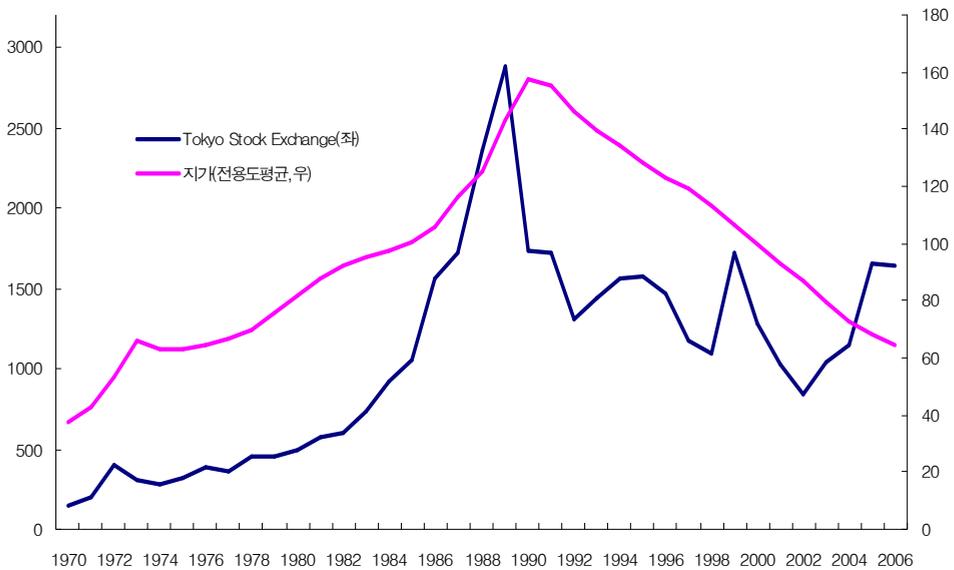
6) 일본은 2차 세계대전 중 약 300만 명의 인명이 희생되었다. 일본이 다른 나라에 입힌 인명손실은 그보다 훨씬 컸음은 두말할 필요가 없다. 이를테면, 같은 기간 중 중국에서만 약 1,500만명이 희생된 것으로 알려지고 있다(Dower 1999).

추월할 수 있었다. 결과적으로, 1980년대는 일본판 “Good Old Days”라 할만 했다. “No라고 말할 수 있는 일본”이라든지 “10% 국가”, 즉 일본의 경제규모가 세계 GNP의 10%를 차지한다는 자부심<sup>7)</sup>에 가득 차 있었다. 1980년대 후반 무렵 일본은 막대한 외환보유고를 토대로 해외 직접투자를 대폭 늘이기 시작하였는데, “미국을 통째로 사버릴 수 있다”는 엄청난 기세를 과시함으로써 경쟁력이 떨어져가고 있던 미국을 전전공공하게 만들 정도였다.

그러던 일본이 어려움에 빠지기 시작한 것은 1992년부터였다. 주식 및 부동산시장의 버블이 붕괴된 것을 계기로 실물경제가 장기간에 걸친 침체국면에 들어간 것이다. 먼저 주식시장 버블이 붕괴된 것은 1989년 12월이었고 부동산 가격이 하락하기 시작하였던 것은 그로부터 1년 반 뒤인 1991년 4월부터였다(<그림 1>). 그리고 실물경제가 급격하게 위축되기 시작

<그림 1> 일본 주가 및 부동산 가격 추이

(기준 : 2000=100)



자료 : Bloomberg, 일본부동산연구소

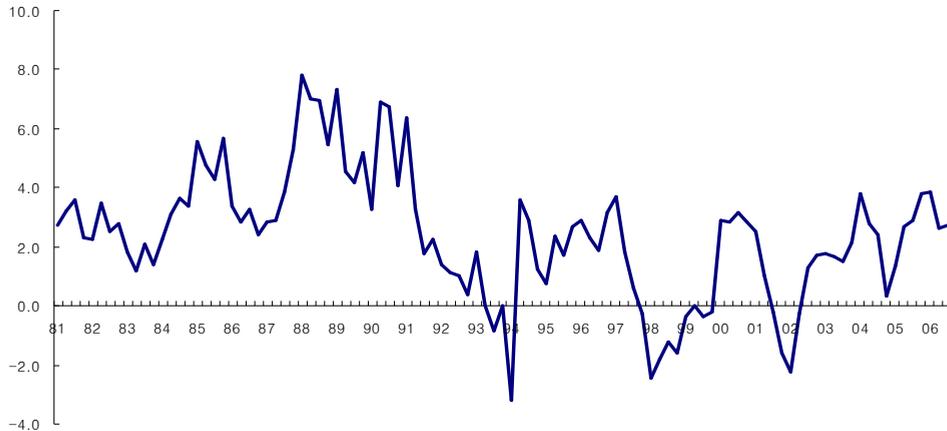
7) 그러나 ‘국제국가’를 표방하면서도 실제 국제정치 무대에서는 그에 상응하는 발언력과 존경을 받지 못하는, 名과 實이 相符合하지 못하는 일종의 정체성 위기(identity crisis)를 겪기도 하였다. 일본의 이러한 딜레마는 오늘날에도 계속되고 있다.

한 것은 그 이후 1년이 지난 1992년 하반기에 실질 GDP가 1%대로 급락하면서부터였다(〈그림 2〉). 이로써 불황에 접어든 일본은 1992년에서 2002년까지의 10년 동안 실질 성장률이 연평균 0.9%에 그치는, 적어도 2차 세계대전 이후의 세계역사에서는 類例를 찾기 어려운 장기간의 침체를 지속하였다.<sup>8)</sup>

이 “잃어버린 10년” 동안 일본의 일인당 소득은 유럽에 비해 10% 정도 감소하였으며 미국에 비해서는 그보다 더 감소하였다. 게다가 1997년부터 최근까지, 2차 세계대전 이후 산업국가 가운데서는 처음으로 장기간의 디플레이션<sup>9)</sup>을 겪기도 하였다. 대규모 금융부실은 해결기미를 보이지 않았고, 상당히 건전했던 재정은 10년이 못 가 다른 어떤 나라보다도 열악한 상태가 되었으며 본격적인 경기회복 전망은 언제나 불투명하였다. 경제주체들도 2% 성장을 다행으로 여길 만큼 의기소침해졌다.<sup>10)</sup>

〈그림 2〉 일본의 분기별 실질 GDP 성장률 추이

(단위 : %)



자료 : 일본 내각부

8) 이러한 실적은 제2차 대전 이후 선진국 가운데서는 가장 최장기간에 걸쳐 성장률이 잠재 성장률을 밑도는 것이었다. 이런 점에 비추어 일본의 ‘잃어버린 10년’을 大沈滯(Great Recession)로 부르기도 한다(Kuttner · Posen 2001a).  
 9) 물론 일본의 디플레이션의 심각성은 대공황 당시의 미국보다는 비교할 수 없을 만큼 완만했다.  
 10) 2000년 오부치 게이조 총리는 2 퍼센트를 성장률 달성목표로 내세웠고 2002년 고이즈미 총리는 1.5%의 성장을 경제운용의 성공 여부를 판단하는 분기점으로 삼은 바 있었다(Katz 2003).

‘잃어버린 10년’을 지나면서 일본경제는 자신의 문제를 적극적으로 해결하지 못하는 무기력한 경제로 우리를 머릿속에 각인되었다. “멈추지 않는 기관차”처럼 고도성장을 거듭하던 시절에는 일본 베끼기에 여념이 없던 우리나라였지만 장기침체 이후 언제부터인가 일본경제를 반면교사 취급하기에 이르렀다. 특히 경제위기 직후 구조조정이 최대 관심사였던 기간에는 “일본처럼 되지 않으려면 구조조정을 철저히 해야 한다”는 식으로 말하는 사람들이 많이 있었다.<sup>11)</sup>

2002년 들어 일본경제는 드디어 장기침체에서 벗어나기 시작하였다. 물론 2002년 들어서 자마자 경제가 몰라보게 갑자기 달라지기 시작한 것은 아니었다. 회복이 시작된 이후 상당한 시일이 흘렀던 2003년 여름까지만 해도 일본경제가 장기침체에서 빠져나오고 있는지 아닌지조차도 잘 알 수 없을 만큼 미미한 경기회복이었다. 장기침체 기간 동안 “반짝 회복”의 경험이 이미 세 차례나 있었기 때문에 2003년 여름 무렵처럼 미약한 회복세의 지속가능성에 대해 확신을 가지기가 어려웠다. 그러나 시간이 지날수록 ‘경기가 과연 반짝 회복에 그치고 말 것인가’라는 의문은 점점 무의미해졌다. 경기회복의 강도는 그다지 뚜렷하지 않았지만 그럼에도 불구하고 2002년 이후의 회복세는 어느 때보다도 장기간에 걸쳐 지속되어 갔기 때문이다.

2002년 2월부터 시작되어 6년째로 접어든 일본경제의 회복세는 2002년 2월부터 2007년 6월 현재까지 滿 66개월째 지속되고 있는데, 이는 2차 세계대전 이후 경기 확장기의 평균 지속기간인 33개월의 두 배에 해당한다. 뿐만 아니라 戰後 두 번째로 길었던 호황기록인 1980년대 후반 버블경제期の 51개월을 훨씬 넘어섰고, 작년 12월을 기점으로 戰後 최장기 호황기록인 이자나기 경기의 57개월의 기록을 이미 경신하였다(〈표 2〉 참조). 결국 지금의 일본경제는 戰後 사상 최장기간의 확장세를 기록하고 있는 중이다.

2007년 현재 일본의 모든 거시경제 지표들은 일양적(uniformly)으로 강한 경기확장세를 보여주고 있으며, 일본의 경제분석가들은 일본경제의 미래에 대해 굉장한 자신감에 차있다는 느낌을 주고 있다(Lehman Brothers 2006, Nomura Securities 2006, Saito 2006, Sheard

11) 장기침체 기간 중의 일본경제가 과소평가되었던 것은 50여 년 전 미국 Dulles 장관의 일화를 생각나게 한다. 1950년 미·일 안보조약과 관련한 협상을 위해 일본을 방문하였던 Dulles(후일 국무장관이 됨)씨는 戰後 일본의 미래를 위해 몇 가지 조언을 하였다고 한다. 그는 일본이 戰前에 가장 많이 수출하였던 것이 비단이었음을 상기하면서 비단으로 만든 셔츠와 파자마가 향후 일본의 가장 성공적인 수출 상품이 될 것이라고 추천하면서 자신의 앞에 놓여있던 카테일 냅킨 또한 검토해볼 만한 가치를 지닌 품목이라고 추가하였다고 한다. 그러나 이는 2차 대전 중 일본 해군의 미쓰비시 제로 전투기가 상식을 뛰어 넘는 경량설계로 진주만까지 왕복비행이 가능할 정도로 일본의 기술 인프라가 단단하다는 사실을 전혀 무시한 평가였다(Johnstone 1999).



## 1. 1990년대 일본경제의 장기침체 진행과정

먼저, 본 절에서는 장기침체의 진행과정에 대해 살펴보기로 한다. 서론에서 던졌던 “일본경제가 왜 침체에 빠지게 되었는가”라는 질문에 대해 나름대로의 설명을 정리한 부분이다.

장기침체라고 해서 경기순환이 전혀 일어나지 않았던 것이 아니었다. 일본에서는 1990년대 이후 세 차례의 경기순환이 있었다. 세 번 모두 침체의 골이 매우 깊었을 뿐 아니라 침체 이후의 경기회복 속도도 매우 느렸다. 한번 내려갈 때 깊게 내려갔고, 올라갈 때에는 조금씩 밖에 올라가지 못하는 무기력한 경기순환을 세 번 반복하는 사이에 어느덧 10년이 지난 것이다. 이러한 장기침체의 원인에 대해 여러 가지 진단이 나왔다. 그 가운데서도 부동산 버블 붕괴에 따른 건설투자 및 민간소비의 부진과 금융문제, 즉 금융부실 청산의 지지부진함이 장기침체의 주된 원인이라는 견해가 주종을 이루어 왔다.

이런 요인들은 모두 일본경제를 침체에 빠뜨리거나 침체에서 벗어나지 못하도록 부정적인 역할을 했다는 점에서는 재론의 여지가 없다. 부동산 버블붕괴나 금융부실같은 것들은 모두 그 자체로서 매우 커다란 파괴력을 가진 중대 사건들이 분명하지만 일본같은 거대한 경제가 항로를 돌려 10여 년 동안의 침체로 접어든 것을 충분히 설명하기에는 역부족이라고 생각된다(Posen 2003). 일본의 “잃어버린 10년”은 자산 버블의 붕괴 또는 그로 인한 대규모 금융부실과 같은 한두 가지 사건(event)에 기인하는 것이 아니라 “일련의 사건”들이 복합적으로 작용한 결과로 이해하는 것이 합리적이라고 생각된다. 그러한 일련의 사건에 대해 간략히 정리해 보기로 한다.

### 1) 플라자 합의에 따른 환율하락

일본경제가 1980년대의 4% 성장에서 1990년대 성장률 1% 미만의 장기불황으로 접어들었던 최초의 계기는 1985년 9월 플라자 합의에 따른 엔화가치의 폭등으로 거슬러 올라갈 수 있다. <그림 3>에서처럼 엔화 환율은 1985년 2/4분기 달러당 250.7엔에서부터 1988년 2/4분기 달러당 125.6엔까지 3년 동안 50%나 하락하였다. 이것을 우리나라 환율로 환산한다면 2006년 12월 현재 달러당 936원이던 원화환율이 3년 뒤인 2009년 12월에 달러당 468원으로 내려간다는 것을 의미한다. 이런 정도의 환율하락은 웬만한 저력을 갖춘 경제가 아니고는 도저히 버티기 힘든 엄청난 충격이라고 하지 않을 수 없다. 이를테면 만약 지금부터 3년

사이에 원화환율이 절반으로 떨어진다면 우리경제가 어떤 모습을 하고 있을지는 잘 상상이 되지 않는다.

엔화가 고정 환율에서 벗어난 1970년대 초반 이후 엔화환율은 가끔씩 큰 폭으로 절상되곤 하였다(〈그림 3〉). 1971년에서 1973년까지의 1차 엔高 기간 동안 엔화는 달러당 350엔에서 290엔으로 25% 정도 절상되었고, 1977년에서 1978년까지 2차 엔高 기간 동안에는 달러당 290엔에서 220엔으로 30% 정도 절상되었었다. 이에 비해 플라자 합의를 전후한 3차 엔高 기간에는 엔화 절상 폭이 이례적으로 컸으며 그런만큼 일본기업에게는 과거의 엔高에 비해 상대적으로 커다란 타격으로 다가왔다.

그럼에도 불구하고, 일본경제는 엔화가 절상될 때마다 산업구조를 변화시키고 경쟁력을 강화시켜왔다. 3차 엔高의 기간에도 원가절감과 사업다각화, 연구개발 투자의 강화, 생산거점의 해외이전 등을 통해 놀랄 만큼 성공적으로 대응하였다. 임시직 고용을 활용하여 인건비 증가를 억제하고 연구개발투자를 예년과 동일수준을 유지하면서 투자분야를 재조정하였으며 여기서 발생하는 유희인력은 미국식 해고보다는 사내 직무전환교육을 통해 타 부분에 전환 배치하는 방법으로 흡수하였다. 이와 함께 노동 생산성 배가운동을 전개하였다. 협력업

〈그림 3〉 달러당 엔화환율 추이

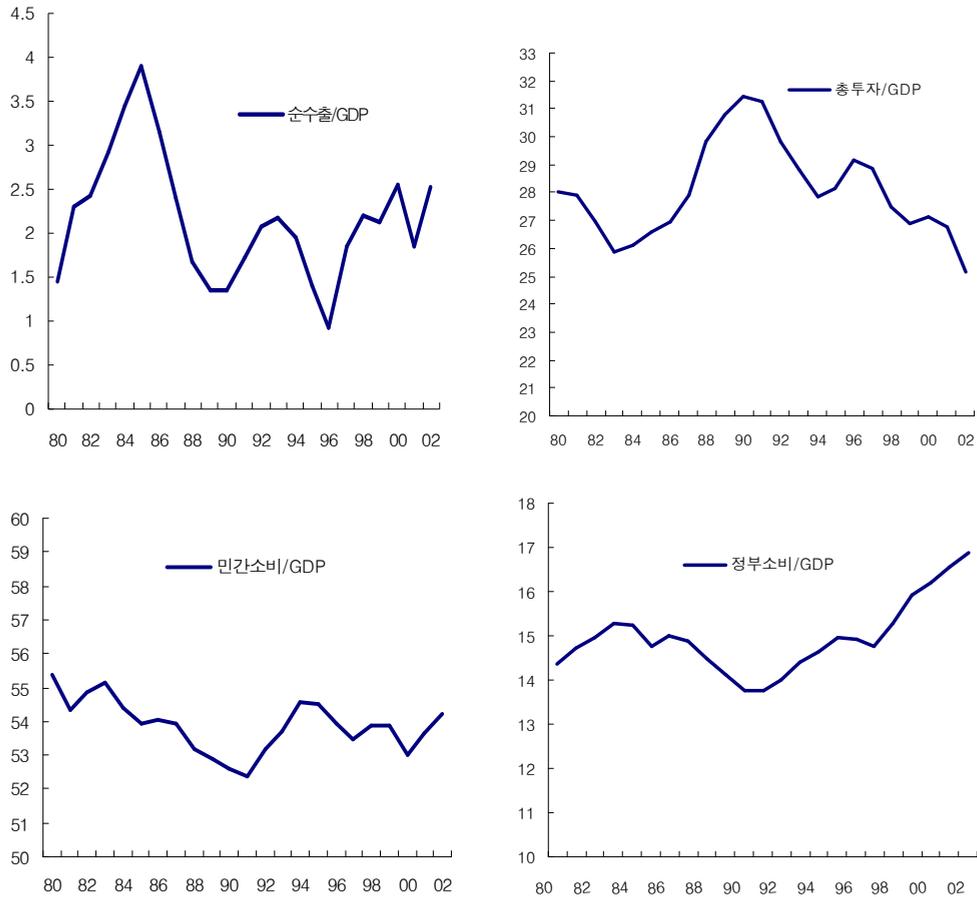


자료 : Bloomberg

체에 대해 원가절감 목표를 부여하여 이를 실천하는 업체에게 인센티브를 확대하는 방식으로 제조비용 인하를 유도하였고, 이를 통해 제품의 생산단가를 최대한 낮춤으로써 수출 재산성 확보에 전념하였다. 또한 제조원가 절감을 위해 인건비가 저렴한 동남아를 중심으로 생산거점을 이동시켰다. 그러나 해외생산은 아직 본격적인 해외탈출이라고까지 할 정도는 아니었다. 해외로 생산거점을 이동시킬 경우에도 부품업체와의 동반진출을 통해 해외에서도 일본수준의 품질을 유지하도록 하는 노력을 기울였다(이영진 외 1996).

<그림 4> 일본의 실물 거시경제지표 추이

(단위 : %)

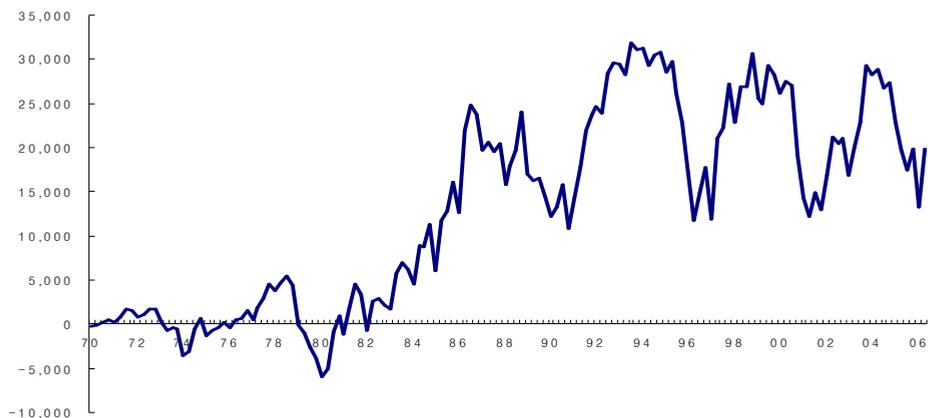


그러나 3차 엔高의 기간중의 환율절상은 일본기업들의 자체적 노력으로 완벽하게 흡수하기에는 충격이 컸던 것 같다. 이 기간 동안 일본의 순수출 규모가 크게 축소된 것이다. 플라자 합의가 있던 1985년까지만 해도 일본의 엔화기준 실질 GDP 대비 재화와 서비스의 순수출 비중은 3.36%까지 올라갔었지만 엔高가 진행되고 난 뒤인 1989년 GDP 대비 순수출비중은 0.54%로 3년 만에 2.82%p나 하락하였다(〈그림 4〉).

순수출의 GDP 대비 비중 축소는 수출의 둔화보다는 수입의 확대가 주도하였다. 엔高에 따라 수출에도 어려움이 발생하였지만 그보다 더 커다란 효과를 나타낸 것은 환율하락에 따른 수입확대였다. GDP 대비 불변가격 재화와 서비스 수출 비중은 1985년의 8.98%에서 1989년에는 8.01%로 0.97%p 낮아진 반면, 불변가격 재화와 서비스 수입의 GDP 비중은 1985년의 5.61%에서 1989년에는 7.47%로 1.86%p 높아졌다. 이와 같은 수입물량의 확대에도 불구하고 환율하락 폭이 워낙 크다보니 달러기준 수입액은, 1986년의 경우, -30.6%의 감소율을 기록할 정도였다. 이에 따라 1986년의 경상수지는 가파른 엔화절상에도 불구하고 소위 J-curve 효과에 따라 오히려 흑자폭이 더 커졌으며 경상수지 흑자의 GDP 대비 규모도 전년의 6.3%에서 8.1%까지 증가하였다. 이와 같이 국제수지 흑자 폭은 더욱 더 늘어났지만(〈그림 5〉) 엔화로 환산한 불변가격 순수출이 크게 줄어들면서 플라자 합의에 따른 엔高 현상은 일본경제에 작지 않은 위축 효과를 나타낸 것이다.

〈그림 5〉 일본의 통관기준 상품수지의 추이

(단위 : 백만달러)



자료 : 일본은행

〈표 2〉에서 보는 바처럼 일본경제는 1985년 6월부터 이미 경기위축국면에 진입하고 있었는데, 이런 와중에서 플라자 합의에 따른 환율절상이 일어나자 추가적인 경기위축은 거의 확실해 보였다. 이에 대해 일본정부는 1986년부터 공격적인 금리인하를 통한 내수부양을 시도하게 되었다. 그리고 초저금리를 통한 내수부양은 그 뒤의 일본경제에 장기적으로 지속되는 후유증을 낳았다.

## 2) 저금리를 통한 내수부양(1986~1989)

플라자 합의에 따른 환율하락은 그 자체로서는 엄청난 충격이었으나 저금리를 통한 내수부양은 이 충격을 상쇄하고도 남음이 있었다. 내수가 부양되면서 일본기업들은 내수시장의 확대에 수출부진에 따른 업적악화를 만회할 기회를 가졌다. 또한 금리인하로 이자부담이 크게 줄어든 것도 기업 수익성을 향상시킨 주요 요인이었다. 실제로 일본 제조업의 수익성은 극심한 엔高에도 불구하고 장기침체가 시작되기 전까지는 별로 악화되지 않을 수 있었다.

플라자 합의 이전이던 1982년에서 1985년까지 4년 동안 일본의 제조업 매출액 영업이익률은 평균 4.2%이었다. 그러다가 플라자 합의 직후인 1986년 제조업 매출액 영업이익률은 3.6%로 낮아진 뒤 1987년부터는 다시 상승하기 시작하였다. 그 결과, 1987년에서 1990년까지 4년간의 버블기간 동안 제조업 매출액 영업이익률은 평균 4.8%로서 플라자 합의 이전의 평균값 4.2%보다 오히려 높아졌다. 환율이 절반이나 떨어지는 충격을 겪고 있었음에도 불구하고 일본 제조업의 수익성은 오히려 더 개선된 것이었다(〈그림 6〉). 특히 제조업 매출액 경상이익률은 플라자 합의 以前 4년 평균 2.9%에서 플라자 합의 이후 4년에는 평균 3.7%로 높아져 매출액 영업이익률의 상승폭을 훨씬 초과하였다. 이는 제조업 영업의 손익의 대폭적인 개선을 의미하는 것으로, 여기에는 1986년 이후의 금리인하가 기업의 이자비용 부담을 크게 줄여 준 것이 주효했다고 판단된다.<sup>13)</sup>

이 시기에 일본 정부가 저금리 정책을 통해 공격적인 내수부양에 나섰던 가장 중요한 배경은 물가가 극히 안정되어 있었기 때문이었다. 플라자 합의 이전의 3년, 즉 1983년에서 1985년까지에는 생산자물가가 이미 연평균 -0.4%씩 하락하고 있었다. 그러다가 플라자 합의로 엔화환율이 대폭 절상되자 엔화기준 수입물가가 폭락하면서 생산자물가의 하락속도도

13) 일본 제조업의 순이자비용은 1984년과 1985년 매출액의 1.2% 및 1.1%였다가 1987년부터 1989년까지의 3년 동안에는 평균 0.39% 수준으로 하락하였다. 이러한 일본 제조업의 이자지급 및 이자수입 관련 통계는 1984년 이후부터 可用하기 때문에 본문에서 언급한 플라자 합의 이전과 이후 4년간 평균 경상이익률 및 영업 이익률의 비교와는 정확한 시점을 맞추기 어려운 상태이다.

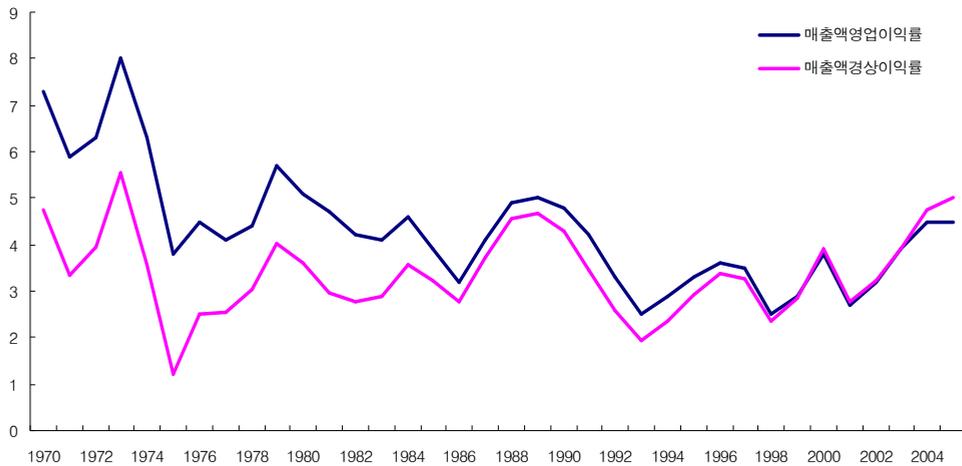
1986년부터 1988년까지 연평균 -2.8%로 빨라졌다. 일본은행이 통화정책의 목표지표로 삼고 있던 소비자물가도 플라자 합의 이전 3년 동안인 1983년에서 1985년까지 연평균 2.1%씩 상승하다가 플라자 합의 이후 3년간인 1986에서 1988년까지에는 연평균 0.5%의 상승에 그쳤다. 사실상 “제로 인플레이션”이라 할 만큼 극도의 안정세를 보인 것이다(〈그림 7〉).

플라자 합의 이후 일본경제의 성장률이 오히려 더 높아지고 기업수익성도 오히려 더 개선되었던 데에 비추어, 이와 같은 물가안정세는 일본경제의 내수가 위축되었기 때문이라고 보기는 어렵고, 그보다는 외부로부터의 물가 하락압력, 즉 환율하락에 기인하는 것이라고 보아야 할 것이다. 환율하락이 단순히 외환의 수급에 의해 자연스럽게 결정된 것이었다면 이것을 외부로부터의 물가 하락압력이라고 말할 수는 없을 것이다. 그러나 1980년대 중반의 엔화하락은 플라자 합의라고 하는 주요 국가간 정책조정 결과물이었으므로 엔高로 인한 극도의 물가안정세는 외부로부터의 물가하락압력에 기인한 것으로 볼 수밖에 없을 것이다.

엔高로 인하여, 특히 엔화기준 수입물가가 대폭 하락하였는데, 1986년의 경우 일본의 수입 물가 상승률은 전년대비 연 35.8%나 폭락하였다(〈그림 7〉). 당시 일본경제에서 수입이 차지

〈그림 6〉 일본의 제조업 매출액 영업이익률 및 매출액 경상이익률 추이

(단위 : %)



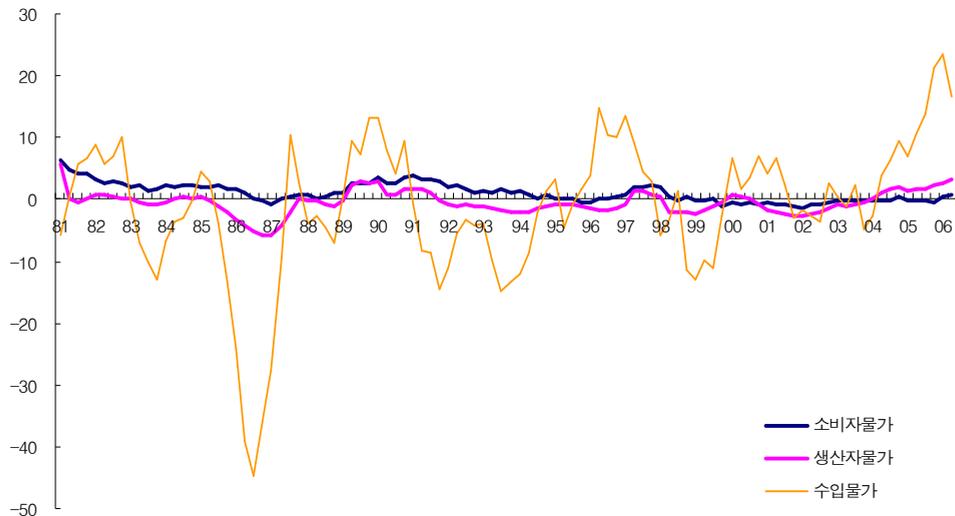
자료 : 일본 재무성, 『기업경영분석』, 각 호

하는 비중은 대략 GDP의 5~6% 정도밖에 되지 않았지만 이 정도의 대폭적인 수입물가 하락은 그 자체로서 생산자 물가 및 소비자 물가의 안정요인이었을 뿐 아니라 생산자물가의 하락으로 소비자물가가 더욱 안정되는 간접적인 물가안정 역할도 하였던 것으로 보인다. 이러한 극도의 물가안정 여건 하에서 순수출의 감소로 경제성장의 둔화가 불가피하다고 예상되자 일본중앙은행은 내수확대를 도모하기 위해 공격적인 금리인하를 적극적으로 시도할 수 있었던 것이다.<sup>14)</sup>

당시의 일본의 정책 금리이던 재할인금리는 1985년말까지 5.0%였으나 플라자 합의가 있던 다음해인 1986년 1월부터 일본중앙은행은 재할인금리를 인하하기 시작하였다. 그 후 재할인 금리는 4회에 걸쳐 추가적으로 더 인하되었으며 그 결과, 1987년 3월에는 당시로서는 사상 최저수준이던 2.5%까지 내려왔다(〈그림 8〉). 불과 14개월 만에 정책금리를 종전의 절반수준으로 떨어뜨린 것이다. 그리고 이와 같이 사상 최저수준으로 내려간 일본의 정책금리

〈그림 7〉 일본의 소비자 및 생산자물가, 수입물가 상승률 추이

(단위 : %, 전년동기대비)



자료 : IMF, 『International Financial Statistics』

14) 국가간 정책합의에 의한 외적인 요인으로 인하여 물가가 안정되었던 일본의 사례는 2000년대 우리경제의 통화정책과 관련하여 매우 重大한 시사점을 주는 사건이었다. 여기에 대해서는 제Ⅲ장에서 좀더 자세하게 논의하도록 하겠다.

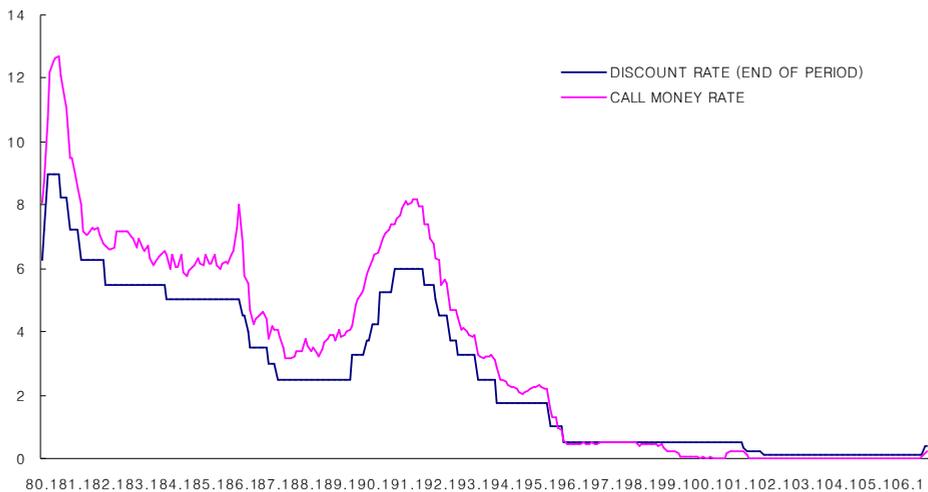
는 1989년 4월까지 2년간 유지되었다.

금리가 내려가자 경기부양 효과, 특히 투자부양 효과가 뚜렷하게 나타났다. 당시 일본의 기업들은 투자자금의 조달을 금융기관으로부터의 차입에 크게 의존하고 있었기 때문에 저금리를 통한 투자증가 효과가 기대 이상으로 실현될 수 있었던 것이다. <그림 4>가 보여주고 있는 바와 같이 일본의 총투자율은 1985년의 26.6%에서 1991년 31.4%로 대폭 늘어나 엔高로 인한 순수출의 감소를 충분히 만회하였다. 투자의 증가로 GDP 성장률도 엔高 이전의 기간에 비해 오히려 높아질 수 있었다. 1981년부터 1985년까지 5개년 동안 성장률은 평균 3.3%였으나 1986년부터 1990년까지 5개년 동안 성장률은 4.9%에 달하였다.

투자 가운데 건설투자는 금리가 인하되기 이전이던 1985년에 전년대비 3.3%의 증가에 그쳤으나 1986년에는 7.3%로 증가율이 높아진 뒤 1987년에는 무려 19.89%로 대폭 높아졌고 1988년에도 12.8%의 두 자리 수 증가율을 기록하였다. 그러나 건설투자가 경제에서 차지하는 비중이 그다지 크지 않았었기 때문에 경제성장에 커다란 기여를 한 것은 오히려 설비투자였다. 버블 기간 중 건설투자가 매우 활발하게 늘어난 것은 사실이었지만 건설투자의 실질 GDP 대비 비중은 1985년 4.93%에서 1989년에는 5.87%로 0.94%p 증가하는 데에 그쳤다.

<그림 8> 일본의 재할인금리 및 콜금리의 월별 추이

(단위 : %)



자료 : 일본은행

이에 비해 설비투자는 이미 1985년부터 16.4%의 높은 증가를 기록하고 있었는데, 금리 인하가 시작되던 1986년과 1987년에는 각각 6.2% 및 3.9%의 증가에 그쳐 다소 진정되는 듯한 모습을 보이다가 1988년에는 다시 17.1%로 높아졌고 이러한 두 자리 수 증가세는 1990년까지 계속되었다. 이에 따라 불변가격 설비투자의 실질 GDP 비중은 1985년의 13.9%에서 금리 인하가 시작된 1986년에는 14.3%로 높아졌고 1989년에는 17.3%를 기록하여 4년 만에 3.4%p가 늘어났다. 급격한 환율하락의 충격을 이겨내면서 일본경제는 미래에 대해 매우 낙관적인 전망을 가지게 되었고, 그에 따라 설비투자도 급증하였던 것으로 보인다. 그러나 이러한 설비투자의 증가는 상당부분이 부실투자 내지 과잉투자였으며, 이는 버블 붕괴 이후 일본경제가 침체에서 장기간 벗어날 수 없도록 하였던 핵심원인의 하나가 되었다.

금리인하로 투자가 대폭 늘어나면서 내수가 확대되고 경제성장률이 높아졌지만 그럼에도 불구하고 앞서 언급한 바처럼 일본의 소비자물가는 환율하락에 의한 물가안정 효과에 따라 1986년 연 0.62%의 극히 낮은 상승률을 보였다. 그리고 1987년과 1988년에도 소비자물가 상승률은 각각 0.12%와 0.67%를 기록하는 등 1% 미만의 물가안정세가 3년간 계속되었다.

한편 국제수지를 보면, 엔화환율이 3년 만에 절반으로 떨어졌음에도 불구하고 달러기준 무역수지 흑자는 점점 더 늘어났을 뿐 아니라 아예 이 시기를 계기로 무역수지 흑자가 기조적으로 정착하게 되었다. <그림 5>에서 보았듯이 1980년대 중반까지 일본의 무역수지는 균형을 중심으로 흑자와 적자를 번갈아 반복하는 모습을 보였으나 1980년대 중반 이후부터 일본의 경상수지는 매년 GDP의 2~3%에 해당하는 기조적인 흑자를 내기 시작하였고, 그러한 견조한 경상수지 흑자추세는 현재까지도 이어지고 있다(<그림 9>). 일본경제가 언제나 GDP의 2~3%에 이르는 막대한 경상수지 흑자를 낼 수 있었던 것은 일본 수출기업의 능력을 여실히 보여주는 것으로서, 이는 일본경제 운용에 있어서 든든한 정책기반이 되었다. 이와 같은 든든한 정책기반은 외환위기 이후 우리정부가 취했던 경제정책 방향과 장기침체 이후 일본정부가 취했던 경제정책 방향이 결정적으로 달라지게 만든 중요한 요인이었다고 판단된다.<sup>15)</sup>

플라자 합의 이후 일본경제는 미래를 위한 실물투자가 매우 활발해졌고, 국제수지는 지속적인 흑자기조에 들어섰으며 경제성장률은 더 높아진 반면, 통화정책의 주요 목표인 물가는 극히 안정되어 있는, 거시경제 지표상으로 환상적이라 할 만큼의 눈부신 성과를 거두고 있었다. 엄청난 환율하락 충격을 내수부양으로 상쇄해 가며 꺾일 줄 모르는 성장세를 이어가고 있었으며 환율하락으로 엔화 가치가 급등하면서 일본경제의 대외적인 위상도 한층 높아졌다.

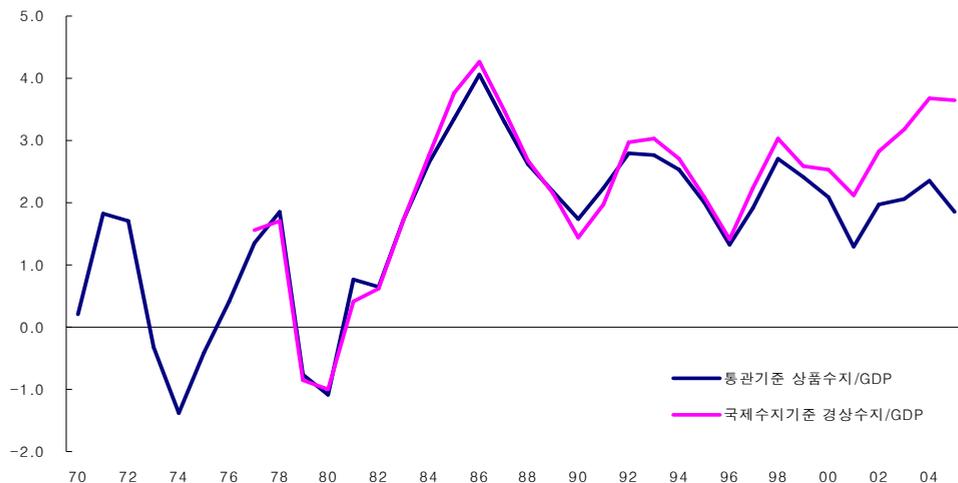
15) 여기에 대해서는 제Ⅳ장 3절에 좀더 자세한 설명을 하고 있다.

특히 1988년이 되자 일인당 국민소득은 드디어 미국을 능가하기 시작하였고, 그 뒤에도 미국과의 격차를 점점 더 벌려 놓았다. 1995년 일본의 달러기준 일인당 GDP는 4만 2천 달러로 2만 7,800 달러이던 미국의 일인당 GDP보다 50%나 높은 수준까지 도달하였다(〈그림 10〉). 이러한 실적의 배경에는 물론 엔화환율의 빠른 절상이 중요한 요인으로 자리 잡고 있었긴 했으나 어쨌든 환율의 빠른 하락을 이겨낼 수 있었다는 점에서 일본경제의 가치를 어느 정도 반영하였던 것이 아닌가 생각된다. 일본국민의 일인당 GDP가 미국을 훨씬 능가하게 된 것은 일본 사람들로 하여금 패전 이후 40년 만에, 적어도 경제적 측면에서, 미국을 물리쳤다는 자부심<sup>16)</sup>을 갖도록 하기에 충분하였다.

1980년대의 달러기준 소득의 증가는 환율의 변화에 힘입은 바 컸지만 환율의 하락이 비단 플라자 합의라는 정책변화 때문만은 아니었으며, 그것은 일본경제의 경쟁력을 반영하는 것이기도 하였다. 실제로 일본은 1970년대의 트랜지스터 라디오, 1980년대의 워크맨, 비디오 플레이어 등 가전제품뿐 아니라 철강, 화학, 조선 등 광범위한 제조업 분야에서 끊임없는 기술

〈그림 9〉 일본의 GDP 대비 경상수지 및 상품수지의 연도별 추이

(단위 : %)



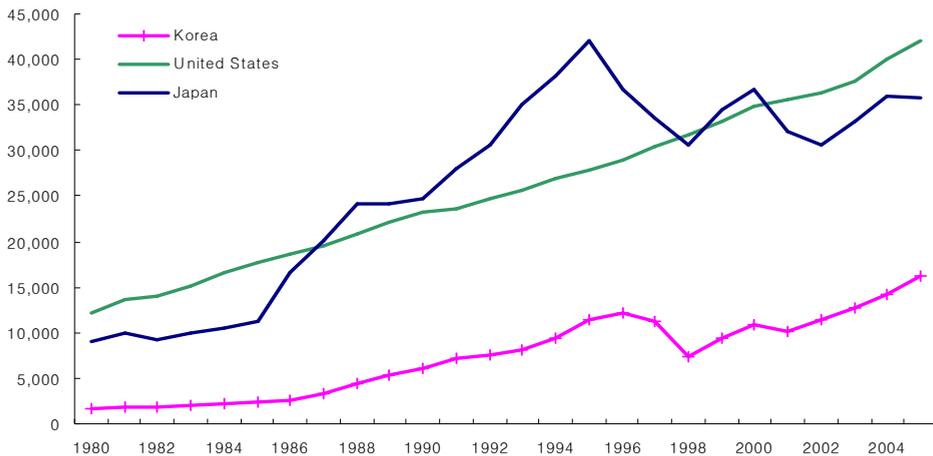
16) 2001년 무렵 하야미 전 일본은행 총재는 1971년 닉슨쇼크 당시 달러당 360엔이던 환율이 30년 걸려서 107.8엔이 되었는데, 30년간 대외구매력이 3배로 늘어난 통화는 엔화 밖에 없으면서 일본경제의 저력에 대한 自負心を 거침없이 披瀝한 바 있었다.

개발을 통해 생산성과 이노베이션에 있어 세계경제를 선도하고 있었다. 또한 3년 만에 환율이 절반으로 떨어진 대단한 충격을 흡수할 수 있었다는 사실 자체만으로도 일본경제의 놀라운 저력을 인정하지 않을 수 없을 것이다.

장기침체 기간 동안 일본정부의 잘못된 대응을 가차 없이 비판하는 경우를 많이 볼 수 있었다. 그러나 시간을 거슬러 올라가 1980년대 중반 일본에게 주어졌던 상황이 지금 현재 우리에게 펼쳐진다 해도 당시 일본이 밟았던 길을 그대로 밟게 되지 않을까 생각된다. 먼저, 환율의 급속한 하락으로 순수출의 대폭적인 감소가 우려되는 상황이라면 우리정부도 적극적인 경기부양을 하려고 하였을 것이다. 게다가 저금리로 인하여 경기부양효과가 나타나 성장률이 높아지되 소비보다는 미래를 위한 투자가 빠르게 늘어나며, 물가는 1% 미만의 극히 안정된 모습을 보인다면 우리나라 통화당국도 자신이 인하하였던 금리를 다시 올려야 할 필요성을 전혀 느끼지 못했을 것이다. 장기적인 미래도 전혀 어두워 보이지 않았었다. 제조업의 기술력은 세계를 선도하고 있으며 경제주체들은 자신감에 차 있었고 미래에 대한 밝은 전망으로 주가도 빠르게 상승하고 있었다. 바야흐로 도쿄가 국제금융의 새로운 중심지가 될 것이라는 예상이 지배적이었다. 사상 최저 수준의 초저금리가 2년째 지속되고 있기는 하였지만 물가가 오른다거나 하는 부작용의 조짐이 전혀 나타나지 않고 있다면 당시의 일본은행이

〈그림 10〉 한·미·일의 1인당 \$기준 GDP 추이

(단위 : 달러)



자료 : International Monetary Fund, 『World Economic Outlook Database』, 2006

아니라 지금의 한국은행이라 하더라도 그런 상황에서는 금리를 올리려 하지 않았을 것이다.

아닌 게 아니라 2002년 이후 우리나라의 통화당국도 1980년대 후반의 일본정부와 다를 바 없이 금리인상의 적기를 놓치면서 자산버블을 만들어 내는 오류를 범하였다. 안타까운 부분은 1980년대 후반의 일본정부는 거울삼을 만한 해외사례를 가지고 있지 못했던 데에 비해 2002년 이후 우리정부는 이웃나라의 경험을 알고 있었으면서도 일본이 밟았던 전철을 똑 같이 밟고야 말았다는 점이였다.

### 3) 자산 버블의 발생 및 확장(1987~1991)

일본정부가 내수부양을 위해 공격적으로 금리를 인하하는 과정에서 주식 및 부동산 등 자산시장에서 버블이 만들어졌다. 자산버블이 최초로 발생한 시점이 언제였는지에 대해서는 다소의 논란이 있긴 하지만, 1985년 6월부터 시작된 경기위축 국면이 1986년 11월까지 계속되고 있었으므로 적어도 1986년 말까지는 버블이 생기기 시작하였다고 보기는 어려울 것이다. 그러나 1986년 말부터 경기가 회복되기 시작하였을 뿐 아니라 M2+CD의 증가율이 1987년부터 서서히 높아지기 시작하였고, 자산가격의 급격한 상승세가 나타나 1987년 하반기에는 도쿄의 토지가격 상승률이 상업용과 주거용 공히 전년대비 80%라는 놀라운 값을 나타냈었다. 이런 점으로 미루어 대체로 1987년을 버블 발생의 시작으로 보는 것이 합리적이라고 알려져 있다.<sup>17)</sup> 즉 1990년대 장기침체의 발단이 되었던 버블붕괴는 1987년부터 1990년까지의 4년에 걸친 발생 및 확장과정을 거쳤던 것이다.

자산 버블의 크기를 살펴보자면, 먼저 주식가격의 정점은 1989년 말이었는데 이 시점에서 Nikkei225는 38,915 포인트로 1985년 9월 플라자협정 당시의 3.1배에 달하는 수준이었다. 그리고 地價의 경우 전 도시 토지가격지수 기준으로 1990년 9월이 정점이었는데, 이는 1985년 9월과 비교하여 4배 정도 높아진 상태였다. 버블의 절정기에 주가는 기업이익의 100배가 넘었고, 도쿄 왕궁의 땅을 팔면 캘리포니아 전체를 살 수 있었다고도 하였다(Katz 2003). 이렇게 올라간 토지와 주식으로부터의 자본이득은 1986년에서 1989년까지 4년 동안 GDP의 452%에 달하였던 것으로 추산되었다(Okina et al, 2001).

버블의 발생 시기를 되돌아 볼 때, 저금리가 매우 중요한 배경이었던 것은 재론의 여지가 없지만 앞서 언급한 바와 같이 저금리가 아니더라도 일본의 주가가 오르거나 부동산 가격이

17) 그러나 1987년 상반기까지는 경기회복을 체감하기 어려웠고 10월에는 Black Monday가 발생하였다는 점을 근거로 1987년도 자산버블의 시작으로 보기는 어렵다는 견해도 있다.

오른 배경에는 나름대로의 충분한 이유가 있었다. 먼저 거시 경제적 측면을 보면, 일본경제는 1986년 11월 저점을 통과한 이후 1991년 2월까지 51개월 간 확장국면을 지나게 되는데, 이는 1960년대 말 57개월간의 호황(Izanagi boom) 다음으로 두 번째로 길었던 확장국면이었다(〈표 2〉). 또한 앞서 살펴보았듯이 이 기간 동안의 거시 경제적 측면에서의 성과는 더할 나위 없이 환상적이어서 일본경제에 대한 신뢰와 자신감을 불어넣기에 충분하였다.

전반적 경제 분위기가 매우 강한 기대감(intensified bullish expectations)에 가득 차 있던 와중에서 저금리에 기초한 통화팽창이 너무 오래 지속하고 있었고, 금융기관과 기업에 대한 규율 메커니즘이 약하였으며 그런 여건 속에서 은행 대출이 공격적으로 늘어나고 있었다. 조세제도나 토지관련 규제들은 언제라도 지가상승을 가속화할 수 있는 방향으로 짜여져 있었다. 이러한 요인들 가운데 어떤 것이 버블의 원인이 되었느냐고 묻기보다는 이들 요인들이 모두 복잡한 상호 연쇄반응을 일으키면서 버블을 만들어 내고 붕괴 일보직전까지 키웠다고 이해하는 것이 합리적이라고 생각된다.

당시 일본의 생생한 분위기를 정확히 알기는 어렵지만 이상의 여건만 가지고도 일본의 버블발생 및 확장은 너무나 자연스러운 현상으로 받아들여졌을 것으로 짐작된다. 버블의 요인들은 각각 충분히 수렴할 만한 것들이었으며 어느 하나도 비정상적인 돌출사건으로 인식되기는 어려웠을 것이다. 이를테면, 기업과 금융기관에 대한 이완된 규율 메커니즘, 토지관련 조세 및 행정규제들은 모두 戰後 일본경제에서 통용되어오던 관행, 그것도 일본경제를 성공적으로 이끌어왔던 경제체제의 일부였을 뿐, 좋지 않은 문제를 야기할 수 있는 특별한 위험 요인으로는 인식되지 않았을 것이다. 또한 물가가 극도로 안정되어있던 상황에서의 저금리 내지 팽창적 통화기조 역시 별다른 문제로 인식되지 못했을 것이다. 이들에 대해 좀더 자세하게 살펴보기로 한다.

### 가. 일본경제에 대한 강한 자신감

먼저, 그 동안의 거시경제적 성과에 크게 고무되었던 일본경제의 스스로에 대한 자신감(self-confidence)은 일본의 국제금융시장에서의 역할 확대로 더욱 굳어졌다. 1989년 1/4분기에 일본은 국제은행대출(international bank lending)의 41%를 차지할 정도였다. 일본식 경영은 세계 기업의 모범으로 받아들여지고 있었으며, 미국을 비롯한 서구국가들에서는 일본의 경영기법을 배우는 것이 유행처럼 번지고 있었다. 또한 해외 금융기관들도 東京으로 몰려오고 있었다. 이에 따라 東京은 새로운 국제금융 센터로 부각되고 있었는데, 1985년 일

본 국립토지공사(national land agency)는 동경에 사무실 공간의 확보를 위해 250개의 마천루에 해당하는 새로운 수요가 일어날 것으로 전망하기도 하였다. 이러한 낙관적인 전망은 그 이후에 벌어질 지가상승 기대심리에 커다란 영향을 미쳤을 것이다. 이런 정도의 여건이라면 일본경제가 스스로에 대해 강한 자신감을 가지는 것은 극히 자연스러운 일이었을 것이라고 판단된다.

#### 나. 은행의 공격적인 대출

시중 은행들의 공격적인 대출행태만 하더라도 그것은 1987년부터 갑자기 나타난 것이 아니라 이미 1983년경부터 점진적으로 시작되어 온 것이었다. 이미 널리 알려진 바와 같이 1980년대 들어 기업들이 증권시장에서 자금을 조달하는 데에 대한 규제가 완화되자 주요 대기업들은 자금조달을 더 이상 은행에 의존하지 않게 되었다. 은행이 자금조달의 수단으로 의존하던 예금에 대한 예금금리도 점진적으로 자유화되었으며, 이에 따라 은행 수익률은 1970년대 말부터 점차 하락하고 있었다. 여기에 대응하여 은행들은 대기업에 대한 대출에서부터 자산을 담보로 하는 중소기업 대출과 부동산 관련 대출을 적극적으로 확대하는 쪽으로 방향을 수정하였다.<sup>18)</sup> 특히 비제조업 분야의 소기업에 대한 대출은 어마어마하게(enormously) 늘어났다(Ogawa 2003).

금융환경 변화에 대응한 은행들의 방향수정은 그 뒤 은행의 대규모 부실을 초래한 계기가 되었다. 즉, 지가가 하락하여 담보가치가 줄어들자 많은 기업들이 도산하여 은행에 부실채권이 쌓이기 시작한 것이다. 그렇지만 그것을 사전에 방지할 수 있도록 하는 적절한 규제 및 감독 메커니즘은 아직 만들어지지 않고 있었다. 당시까지만 해도 일본에서는 금융기관이 파산하는 경우는 1955년 이후 단 한 건도 없었기 때문<sup>19)</sup>에 일본의 금융기관들은 그런대로 건전하게 운영되어 왔다고 인식되고 있었다. 은행들은 건전하게 운용되고 있었고 거시경제적으로도 매우 중요한 역할을 하고 있다고 인식되었으며 그러한 은행들의 영업방식에 대해 정

18) 또한, 주식시장이 호조를 보이면서 은행들도 equity financing을 늘렸으며 이를 통해 미실현 자본이득을 반영하여 Tier II capital이 늘어났고, 이것은 또 다시 공격적으로 대출을 늘일 수 있는 기초가 되기도 하였다.

19) 이처럼 戰後 약 40년 동안 은행의 파산이 한 건도 없었던 데에는 기본적으로 일본경제가 그 동안 눈부신 성과를 거두어온 것에 기인한다고 할 수 있지만 은행의 운용방식이 船團式 體制(convoy system)에 따라 이루어져 온 데에도 원인이 있었다. 즉, 한 은행에 문제가 생기면 그 은행이 파산에 이르기 전에 재무성이 바로 개입하여 더 크고 건전한 은행으로 하여금 그 은행을 구제해 주도록 함으로써 은행이 파산할 일이 없었던 것이다.

부가 특별히 나서서 규제를 강화해야 할 이유가 절실하지 않았던 것이다.

뿐만 아니라 1980년대 이래 일본의 금융기관들은 규모면에서 급신장을 하였으며 1990년대 들어서는 은행, 보험, 증권 분야에서 미국을 능가하는 세계 1위로 부상하고 있었다. 자산 기준 순위를 보면, 1979년만 해도 세계 5대 은행 중 일본계은행이 하나도 없었으나 1983년에는 3개가 세계 5대 은행의 반열에 들어갔고, 1989년에는 5개가 들어가 전체를 석권(〈표 3〉)하였다. 경영성과 면에서는 일본계 은행이 미국계 은행을 앞서지는 못하였으나 1980년대 후반 이후 미국계 은행들의 경영성과는 하향추세에 있던 반면, 일본계 은행들의 효율성은 개선되는 추세에 있었다(〈표 4〉).

〈표 3〉 자산기준 세계 5대 은행 순위

(단위 : 100만달러)

순 위	1979년			1983년			1989년		
	은행		자 산	은행		자 산	은행		자 산
1	Credit Agricole	프랑스	10,997	Citicorp	미 국	125,974	第一勸業銀行	일 본	388,870
2	Bank of America	미 국	103,919	BOA	미 국	115,442	住友銀行	일 본	377,210
3	Citicorp	미 국	102,742	第一勸業銀行	일 본	110,333	富士銀行	일 본	365,550
4	파리 國立銀行	프랑스	98,859	富士銀行	일 본	103,524	三菱銀行	일 본	352,940
5	도이치 銀行	독 일	91,188	住友銀行	일 본	101,147	三和銀行	일 본	350,200

자료 : 삼성경제연구소(1991)

〈표 4〉 미·일 은행의 경영효율성 비교

(단위 : %)

국 가	자 산 이 익 른			자 본 이 익 른		
	1982년	1985년	1989년	1982년	1985년	1989년
미 국	0.53	0.58	0.53	13.90	11.80	5.47
일 본	0.13	0.13	0.27	5.46	5.61	8.94

자료 : 삼성경제연구소(1991)

이와 같이 일본 은행들은 버블이 붕괴되기 이전까지는 적어도 외형적 지표상으로는 매우 훌륭한 성과를 내고 있었기 때문에 감독당국도 은행에 대한 규율을 강화해야 할 필요성을 별로 느끼지 못하였을 것으로 짐작된다. 버블이 붕괴되고 나서야 비로소 일본 은행에 대한 감독상의 문제가 水面 위로 불거지긴 했지만 그 이전까지는 감독을 강화해야 할 이유를 찾지 못했을 것이다.

기업에 대한 대출은 주로 담보대출이었는데, 은행들은 고객의 신용도를 스크린(screen)하는 시스템을 가지고 있지 못하였으며 위험에 따라 이자율에 차등을 두는 규칙도 가지지 않고 있었다. 별로 엄격하지 않은 금융규율 환경 속에서 이자율이 낮아지자 대출수요가 활발하게 늘어났고, 그에 따라 일본 은행들의 기업대출은 1987년에서부터 1992년까지의 5년 동안 GDP의 73%에서 97%로 무려 24%p만큼이나 확대되었다.

#### 다. 기업의 과잉투자

버블 기간 동안에 이루어졌던 일본기업들의 과잉투자는 버블 붕괴이후 일본경제가 장기간의 불황에서 벗어나기 어렵게 만든 핵심원인 중 하나로 지목되고 있다(Cabinet Office 2005). 버블 기간 동안에 형성되었던 미래에 대한 지나친 자신감이 부실투자, 특히 설비투자 과잉을 만들어냈다는 점에서 버블기의 공격적인 기업투자는 자산버블과 서로 상승작용을 주고받으면서 확대되었음을 알 수 있다.

전통적으로 일본에서는 메인뱅크 시스템을 통해 기업에 대한 규율집행 역할을 은행이 맡아서 해왔는데, 1980년대의 금융규제완화를 계기로 은행에 대한 기업의 의존도는 점차로 낮아지고 있었다. 반면에 대기업이 직접금융시장에서의 자금조달을 늘여감에 따라 은행의 기업 규율에 대한 역할은 이미 기대하기 어려워지고 있었다.<sup>20)</sup> 무엇보다 정책당국의 은행규율에 대한 감독체계도 엄격하지 않았던 상황이었고 그러다보니 은행도 기업의 경영 상태에 대해 관대하게 바라보는 경향이 있었다. 게다가 기업들 사이에 널리 이루어지고 있던 교차주식보유(cross-shareholdings)라든지 불충분한 공시와 같은 관행들은 은행들이 기업에 대한 규율을 강화하려 하여도 강화하기 어렵도록 한 요인이었다. 오히려 교차주식보유 같은 관행은 일본의 기업들이 다른 선진국의 기업들에 비해 중장기적인 시각을 가지고 공격적으로, 그리

20) 금융규제완화와 주식이격상승으로 기업들은 직접금융시장에서도 빠른 속도로 자금조달을 확대하여 1989년 이후부터는 廣義의 유동성(broadly defined liquidity)증가율이 M2+CD의 증가율을 크게 앞지르기 시작하였다.

고 성공적으로 경영하게 할 수 있었던 일본 특유의 요인으로 일본국내는 물론 해외에서도 널리 인정받고 있었다. 이러한 일본 특유의, 그러나 금융의 과잉 확대를 막을 수 없게 하였던 요인들을 교정해야 할 필요성은 그다지 절박하지 않았던 것이다. 이렇게 볼 때, 패전 후 불과 40년 만에 일인당 GDP가 미국을 앞지를 만큼 성공적이던 그동안의 ‘일본방식’의 성공이 오히려 역설적으로 규율체계의 확립을 지연시켰던 요인이 되었다고 할 수 있다.

#### 라. 부동산 관련 조세제도 및 행정규제의 왜곡

한편, 일본의 조세제도는 부동산 버블의 확장이 용이하도록 짜여져 있었다. 토지 보유에 대한 실효세율은 토지거래에 대한 그것보다 상대적으로 낮았는데, 지가상승이 지속되고 있는 여건에서 이러한 조세 인센티브 구조는 미래의 추가적 가격상승에 대한 기대로 토지를 계속 보유하도록 함으로써 토지공급을 억제하는 역할을 하였다. 토지공급의 부족은 토지가격 상승을 유발하였고, 이는 다시 토지공급을 억제하는 악순환이 정착되었다. 그러나 이 악순환의 고리를 끊기 위한 대책, 이를테면 부동산 보유에 대해 부담을 늘리는 방향의 세제개편은, 정치적으로 매우 어려운 정책과제였던 것이 사실이었다.

稅制와는 별도로, 부동산 관련 행정정책도 부동산 버블의 형성 및 팽창과정에 중요한 영향을 미친 것으로 알려져 있다. 1987년 일본정부는 수도권 인구집중을 막고 국토 균형발전을 위해 首都의 기능을 東京 이외의 지역으로 이전하는 방안을 마련하였다고 한다. 東京을 비롯한 대도시의 공공기관을 지방으로 이전하고 지방도시에 소프트웨어 중심의 산업도시 육성계획도 마련하였다. 이러한 정책들을 통해 일본의 정책당국자들은 지가상승이 수도 및 대도시에서 편중되는 현상을 억제하는 효과를 기대했겠지만 결과적으로 부동산 버블확대는 더욱 가속화되었다. 예를 들어, 리조트 법을 만든 이후 대규모 리조트 유치경쟁이 벌어지는 바람에 국토면적의 20%가 넘는 초대형 리조트 건설계획이 쏟아졌다고 한다. 이러한 정책들은 지방의 부동산 가격의 상승기대를 높임으로써 수도권에서 시작된 버블이 지방으로 퍼져나갈수록 하는 데에 중요한 역할을 했다고 판단된다.

공교롭게도 우리나라 역시 지난 몇 년간 首都移轉 정책이 진행되는 과정에서 이전 대상 지역의 지가가 급등하고 그것이 다른 지역으로 확산되는 경험을 하였다. 부동산 버블이 진행되는 와중에 국토 균형발전이라는 정책방향이 새로이 추가됨에 따라 버블 확장이 가속화되었던 것은 1980년대 후반의 일본이나 2000년대의 우리나라나 동일하게 겪었던 경험이었다.

### 마. 세계적인 자산버블

1980년대 후반에는 일본뿐만 아니라 미국과 유럽 여러 나라에서도 공통적으로 주가 및 부동산 버블이 생기고 있었다. 물론 일본의 자산버블이 훨씬 심각하기는 하였지만, 당시의 부동산 버블은 일본에서만 나타난 독특한 현상은 아니었다.<sup>21)</sup> 그러므로 일본정부가 국내의 반대를 무릅쓰고 어떤 특단의 대책을, 특히 다른 나라도 하지 않고 있는 대책을, 마련해야 한다는 주장은 설득력을 얻기가 쉽지 않았을 것이다. 이러한 여건은 일본정부로 하여금 자산버블에 대한 대책마련의 시기를 놓치도록 한 중요한 배경 중 하나였을 것으로 추측된다.

최근의 우리나라 부동산 버블의 경우도 2001년 이후 세계적인 저금리 추세가 확산되면서 세계적인 부동산 버블이 나타나는 것과 궤를 같이 하고 있다. 그러자 우리나라에서도 부동산 가격 상승이 우리나라에서만 일어나는 이상한 현상이 아니라 세계적으로 진행되는 추세인 만큼 부동산 가격 상승을 버블로 볼 필요가 없고 부동산 가격을 억제하는 것도 자연스럽지 못하다는 주장이 버블 억제가 필요하다는 주장보다 더 설득력을 얻었다고 기억된다.

### 바. 팽창적 통화기조

앞서 언급한 바처럼 일본은행은 당시의 정책금리인 재할인율을 1986년 1월부터 1987년 2월까지 5회에 걸쳐 2.5%p만큼 인하하였고, 이에 따라 1987년 2월에서 1989년 5월까지 2.5%라는 사상 최저의 재할인율이 2년 3개월간 지속되었다. 일본은행이 이와 같은 사상 최저의 저금리를 당기간 지속한 이유는 당시로서는 분명한 이유가 있는 것이었다. 엔화 절상으로 초래될 경기침체에 대응한다는 정책목표가 뚜렷했을 뿐 아니라, 내수확대를 통한 경상수지 흑자규모의 축소도 당시로서는 매우 중요한 정책과제였다.

일본의 경상수지는 1982년 GDP의 0.6%로 거의 균형수준이었다가 1984년에는 GDP의 2.8%로 크게 증가하였고 1985년에는 GDP의 3.8%까지 올라갔다(〈그림 9〉). 이러한 경상수지 흑자의 빠른 확대는 미국을 비롯한 주요 선진국들이 일본에게 환율조정을 요구하였던 근거였다. 따라서 금리인하를 비롯한 내수확대 정책은 환율절상에 따른 경기위축을 상쇄하기

21) 일본의 부동산 버블기였던 1987년에서 1990년까지의 기간 동안 우리나라에서도 엄청난 부동산 버블이 발생하였다. 뿐만 아니라 2002년 이후 지금까지 계속되고 있는 현재의 부동산 버블도 우리나라만의 현상이 아니라 미국과 유럽을 비롯한 여러 나라에서 공통적으로 나타난 현상이기도 하다. 이러한 경험들은 각국의 경기변동에 공통된 움직임이 있는 것처럼 각국의 부동산 버블에도 공통된 움직임이 존재할 가능성을 시사하고 있다.

위한 목적 뿐 아니라 환율하락을 불러온 경상수지 흑자를 정책적으로 해소하기 위해 국가간 정책협조를 한다는 의미도 가지고 있었다. 게다가 경상수지 흑자를 해소하기 위해 내수를 부양하였지만 경상수지 흑자는 오히려 더 확대되고 있었기 때문에 금리 인하가 충분치 못한 것이 아니냐는 거센 비판을 받기도 하였다.

또 다른 한편으로는, 엔화가 빠르게 하락하자 엔高를 견디지 못한 기업들이 해외탈출을 가속화하여 산업공동화 현상이 심화되었는데, 이 현상을 완화시키기 위해서라도 엔화 하락 속도를 조절해야 한다는 요구가 거세졌다. 이와 같은 이유들 때문에 엔화하락의 억제에 거의 국가적 정책목표가 되다시피 하였다. 이런 상황에서 금리를 다시 인상한다는 것은 경상수지 흑자폭 축소 및 엔화절상 압력의 해소와 거꾸로 가는 정책이었으므로 국내적으로도 채택되기 매우 어려운 선택이 아니었을까 생각된다.

이 시기 동안 정책금리의 조정은 일본의 국내사정뿐 아니라 정책협조 당사국들과의 협의에 의해 정해져야 한다는 인식이 자리 잡고 있었다. 1986년 이후 일본은행이 다섯 차례에 걸쳐 단행한 금리인하 가운데 첫 번째것만이 일본중앙은행의 순수한 의지에 의한 것이었고 나머지 네 번은 국제정책협조(international policy coordination)에 의한 것이었다(Okina et al. 2001). 예를 들어, 1987년 10월 Black Monday가 발생하자 다케시타 수상과 레이건 대통령은 일본의 금리를 낮은 수준으로 유지하겠다는 성명을 발표한 바 있었다. 이런 여건에서 행정부의 영향력에서부터 자유롭지 못했던 일본은행이 수상의 발표를 뒤집고 독자적으로 금리인상을 단행하기란 지극히 어려웠을 것이다.

또한, 당시의 일본이 미국과의 정책협조의 일환으로 금리조정에 제약을 받았던 것은 개방경제하에서의 금리조정은 독자적인 거시경제 정책수단으로서의 역할을 하기 어렵다는 교과서적인 내용과 부합하는 것이기도 하였다.<sup>22)</sup> 그러므로 금리를 인상하여야 할 절대적인 이유가 부각되지 않고 있던 상황에서 교과서적인 정책방향과 반대로 가면서까지 금리수준을 과거로 되돌려 놓기는 더더욱 어려웠을 것으로 판단된다.

22) Okina et al.(2001)은, 소위 국제적 정책협조라는 말은 자기가 이미 했어야 했던 조치들을 다른 나라에 강요할 때 사용하는 修辭(rhetoric)이었다는 것이 일본의 버블시기의 경험으로부터 얻을 수 있는 시사점이라고 하였다. 플라자 협정으로써 달러화의 고평가를 해결했던 미국은 재정 및 경상수지의 막대한 적자를 감안할 때 추가적인 달러화의 절하가 달러가치의 폭락을 초래할 수도 있다는 생각에 일본과 독일 등에게 금리인하를 강하게 요구하였다는 것이다. 이러한 일본의 경험은 현재 글로벌 불균형 가운데 달러화에 대해 원화가 빠르게 절상하고 있는 현재의 우리경제의 여건에 대해서도 시사하는 바가 크며 앞으로 위안화와 엔화의 평가절상을 놓고 미국과 중국, 그리고 일본이 벌이게 될 정책게임을 관전하고 이해함에 있어 매우 흥미로운 배경지식을 제공한다고 할 수 있다.

버블이 발생하기 직전인 1986년부터 일본에서는 통화량 증가율보다 대출의 증가율이 더욱 두드러지기 시작하였는데, 일본에서뿐 아니라 1980년대 주요 국가들에서는 대출 증가율과 자산 가격 상승 사이에 높은 플러스 상관관계가 관찰되고 있었다(Okina et al. 2001). 팽창적인 통화기조는 저금리를 통해 자금조달비용을 낮춤으로써 대출수요를 증가시키는 한편, 주식시장을 부양하여 신주발행, 전환사채, 보증사채 등의 발행을 용이하게 하는 등 기업의 자금조달 비용을 낮추어 준다. 그리고 부동산 가격 상승과 더불어 주가가 상승하자 기업들의 담보가치가 높아져 대출을 통한 자금조달도 더욱 용이해졌다.<sup>23)</sup> 지속적인 팽창적 통화기조는 이러한 경로를 거쳐 대출증가 및 자산가격을 연쇄적으로 상승시키면서 기업들로 하여금 지나치게 많은 여유자금을 보유하게 한 것이다. 이 자금을 바탕으로 일부 기업들은 부동산투자에 나섰을 뿐 아니라 설비투자를 지나치게 늘림으로써 기업 고정투자의 과잉현상이 초래된 것이다.

1987년 봄 무렵부터 경기회복이 점차로 분명해졌고 통화량도 많이 늘어나는 가운데 하반기부터는 자산 가격이 급등하기 시작하였다. 그러자 일본은행은 통화긴축을 모색하려 하였다. 그러나 물가지수가 극히 안정되어 있었기 때문에 긴축이 필요하다는 입장을 설득력 있게 펼 수 없었고 10월 들어 Black Monday가 발생하였기 때문에 통화정책기조는 팽창기조를 그대로 유지하게 되었다. 게다가 일본은행은 그 당시 진행 중이던 자산버블이 과연 버블 현상인지 아니면 합리적인 원인에 따른 자연스러운 현상인지에 대해서, 그리고 자산 가격의 상승이 향후 어떠한 파장을 낳게 될 것인지에 대해 뚜렷한 확신을 가지고 있었던 것도 아니었다.

1987년 이후의 일본의 자산버블은 자연스러운 현상으로 이해하기에 충분하였으며 기존의 정책을 바꿀만한 특별히 돌출적인 사건으로는 받아들여지지 않는 것 같다. 당시 일본사람들이 가졌던 자신감도 버블 붕괴와 장기침체를 겪으면서 오랜 시간이 흐른 뒤 지금 와서 되돌아보니 그것이 '지나친' 자신감이었다는 것을 깨달을 수 있었을 뿐이지, 당시로서는 현재의 우리 입장에서 생각해 보아도 정당한 수준의 자신감이었다고 평가할 수 있겠다. 은행들의 공격적인 대출행태는 1980년대 이후 금융규제가 일부 완화되면서 은행들에게는 전통적인 수익원이 사라져가고 있었기 때문에 이를 상쇄하기 위한 은행들 자신의 자구노력의 성격으로 이해할 수 있었다. 이러한 현상은 경제위기 이후 대기업 대출규모가 지속적으로 감소함에 따라 모든 은행들이 가계대출 내지 부동산 담보대출을 경쟁적으로 늘리고 있는 현재의

23) 1987년의 경우 토요다는 수익의 40%가 금융투자수익을 포함한 비경상이익으로 나타났다. 마스 시타는 수익의 60%, 니짚은 65%, 소니는 63%, 산요는 134%가 비경상이익이었다.

우리나라에서도 진행중인 현상인 것이다.<sup>24)</sup>

이상과 같은 일본의 경험은 부동산 버블이 발생 및 확장되는 과정에서 부동산 가격이 아무런 이유 없이 상승하지는 않는다는 교훈을 주고 있다. 거꾸로 말하여, 아무리 적당한 이유가 분명해 보이는 가격 상승이라 할지라도 가격상승세가 상식을 넘는 정도에 이른다면 그것이 버블일지 모른다는 의심을 해보아야 한다는 교훈을 우리에게 주고 있는 것이다.

자산 가격에 버블이 있는지 아닌지를 지표로 평가하는 몇 가지 방법들(김경환 2003)이 있기는 하지만 그러한 방법들은 버블을 조기에 식별해 냄으로써 정책당국으로 하여금 충분히 시간을 가지고 대응하도록 하기에는 별로 유용하지 않다고 판단된다. 그보다는 경기판단에 있어서 '불황으로 느껴지고 불황으로 생각된다면' 지표에 의존하지 않고도 불황이라고 판단하는 것이 실제적으로는 더 정확할 수 있듯이 '버블로 느껴지고 버블로 생각된다면 버블이라고 보는 것'이 더욱 합리적일 수 있다고 생각한다.

주식 및 부동산 버블은 1990년과 1991년에 각각 붕괴되었다. 주가의 경우 1990년 붕괴 이후 1992년경부터는 별다른 추가하락이 없었으나, 부동산 가격의 경우 1991년에 붕괴된 뒤 2006년까지 무려 16년 동안 끊임없이 하락하고 있다. 버블이 붕괴되자 일본경제는 더 이상의 活路를 찾지 못하고 장기침체에 돌입하였다. 엔高로 인한 경기위축은 내수부양으로 성공적으로, 어쩌면 지나칠 정도로 성공적으로, 상쇄할 수 있었으나 버블 붕괴와 함께 경기위축이 시작되자 더 이상 내수확대를 통해 이를 상쇄할 방법이 소진되었고 일본경제는 불가피하게 장기침체를 겪기에 이르렀다.

다음에서는 일본의 장기침체 기간을 세 구간으로 나누어 좀더 구체적이고 자세하게 살펴 보도록 하겠다. 우선 1991년 부동산 버블붕괴 이후 금융위기가 발생하기 직전이던 1996년까지의 기간을 하나로 묶어 일본경제가 장기침체로 접어들게 된 경위와 그에 대한 일본정부 및 경제주체들의 대응을 살펴볼 것이다. 다음으로, 금융위기의 발생과 함께 두 번째 경기침체를 겪었던 1997년에서 1998년의 기간의 주요 쟁점들을 검토해 본 뒤, 반짝 회복 이후 전세계적 IT버블 붕괴로 일본경제가 세 번째로 경기침체를 겪었던 2000년에서 2002년까지의 시기에 일어났던 일들을 정리해 보기로 하겠다.

---

24) 따라서 지금의 우리들이 사후적 지혜(wisdom of hindsight)를 발휘하여 당시의 일본은행들이 현명하지 못하였기 때문에 일어난 것이라고 폄하할 자격은 별로 없다고 생각된다.

#### 4) 버블붕괴, 금융부실 발생, 구조적 문제점 노출(1991~1996)

많은 사람들이 자산의 가격상승을 예상하고 그에 따라 행동하였을 때 그 예상이 합리적이든 아니든 관계없이 자산버블이 발생하는 것과 마찬가지로 많은 사람들이 가격하락을 예상하여 그에 따라 행동하기 시작한다면 그 예상이 합리적이든 아니든 버블붕괴는 언제라도 일어날 수 있는 것이다. 1991년의 부동산 버블붕괴도 아무 것도 아닌 우연한 일 때문에 불거진 것일 수도 있다. 예를 들어, 당시 NHK가 방송했던 三部作 부동산 특집방송, 땅 값이 당장 절반이 되더라도 일본경제는 4.25%의 성장이 가능하다는 내용의 방송을 내보낸 것이 버블붕괴의 시작이었다는 주장도 있다. 많은 사람들이 조만간 버블이 꺼질지도 모른다는 불안한 심리를 가지고 있던 시기에 이러한 방송은 일반인들의 불안 심리에 결정적인 자극을 주어 여론의 흐름을 반전시켰을 가능성이 충분히 있었다고 하겠다. 그러나 분석적인 관점에서 본다면, 이미 잘 알려진 바와 같이 일본의 자산 버블 붕괴의 계기는 1989년 이후에 있었던 일본은행의 급격한 통화긴축이었던 것으로 알려져 있다.

##### 가. 버블 붕괴의 과정

미국과 독일을 비롯한 세계경제는 1987년 10월에 발생한 Black Monday의 여파를 딛고 1988년 봄부터 뚜렷한 회복을 시작하였으며 이에 따라 장기금리도 상승하기 시작하였다. 그로부터 1년 뒤인 1989년 들어 일본은행은 공정 재할인율을 인상하는 문제를 제기하였으나 정부와 일반인들에게 그 필요성을 납득시키는 데에는 성공하지 못하였다. 앞서 살펴본 바와 같이 1988년의 일본 소비자물가 상승률은 전년대비 0.67%에 불과하였고 1989년 들어 물가 상승 속도가 조금씩 빨라지기 시작(〈그림 6〉 참조)하기는 하였으나 그렇다고 해서 물가불안 우려 때문에 금리를 인상해야 할 상황은 아니었기 때문이었다. 일본은행은 금리인상 필요성의 논거로서 인플레이션 압력을 얘기하였지만 객관적인 데이터는 물가안정을 나타내고 있었기 때문에 금리인상론은 설득력을 얻을 수 없었던 것이다.<sup>25)</sup>

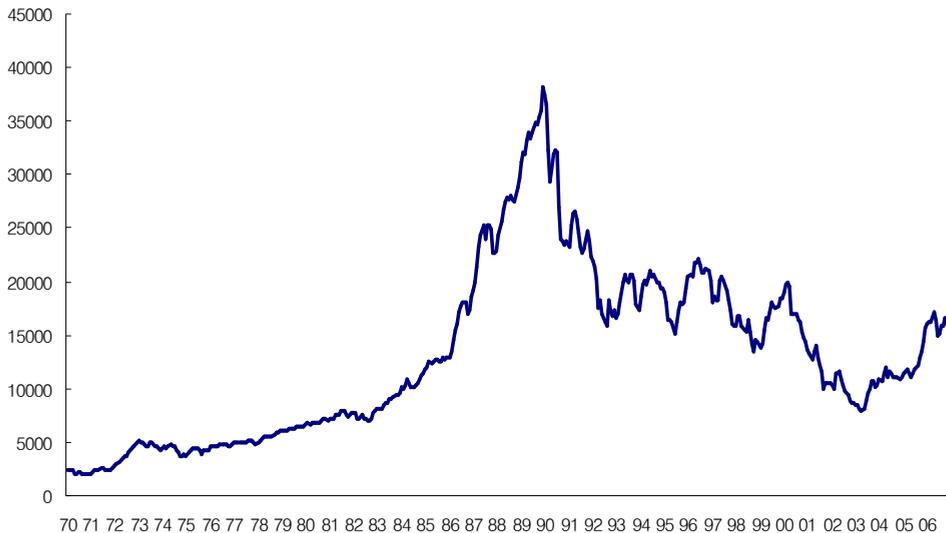
보다 근본적으로는 일본경제가 물가 안정 속에 빠른 경제성장을 한 것은 일본경제의 성장 잠재력과 생산성이 증가하였기 때문이라는 인식이 널리 퍼져있었다. 생산성이 향상되고 있

25) 이 시기의 물가가 안정되었던 것은 우리나라를 비롯한 NIEs 국가들로부터의 값싼 물건이 수입되었기 때문이라는 견해도 있었다. 이러한 사정은 중국으로부터 값싼 물건이 수입됨으로써 물가가 안정되었던 우리나라의 경우와 마찬가지로 할 수 있다.

으므로, 금리를 올려 경기를 위축시키지 않더라도 상당기간 동안 물가안정 속에 빠른 경제 성장을 지속할 수 있을 것이라며 경제성장의 증장기 지속가능성에 대한 과대평가가 만연하였었다. 일본은행의 정책결정에 상당한 영향력을 미치던 대장성도 물가안정은 1989년에도 계속될 것이라는 입장을 되풀이하여 강조했으며 후자는 2년 전 1987년 Black Monday의 기억을 되살리면서, 일본의 금리인상은 미국의 주가폭락을 통해 달러화 가치의 급격한 하락, 다시 말하여 엔화의 급격한 절상을 초래할 것이라면서 금리인상 반대론을 펴기도 하였다.

일본은행이 금리인상을 단행하기 시작하였던 1989년의 일본경제는 1986년 11월에서 1991년 2월까지의 51개월간의 확장국면의 한 가운데 놓여 있었다. 일본국민들로 하여금 대단한 자신감을 갖도록 할 만큼 환상적인 호황을 지속하고 있던 상황에서 1989년 4월에는 소비세가 처음으로 도입되었으며 5월부터는 드디어 금리가 인상되기 시작하였다. 1989년 5월의 공정 재할인율은 2.5%에서 3.25%로 75bp 인상되었는데, 그 뒤에도 1989년 10월 50bp, 1989년 12월 50bp, 1990년 3월 100bp, 1990년 8월 75bp 등 15개월 동안 5회에 걸쳐 총 350bp가 인상되었다. 1년 3개월 동안 정책금리가 2.5%에서 6.0%로 두 배 이상 인상된 것이었다.

<그림 11> Nikkei 225 지수 월 평균추이



자료 : Bloomberg

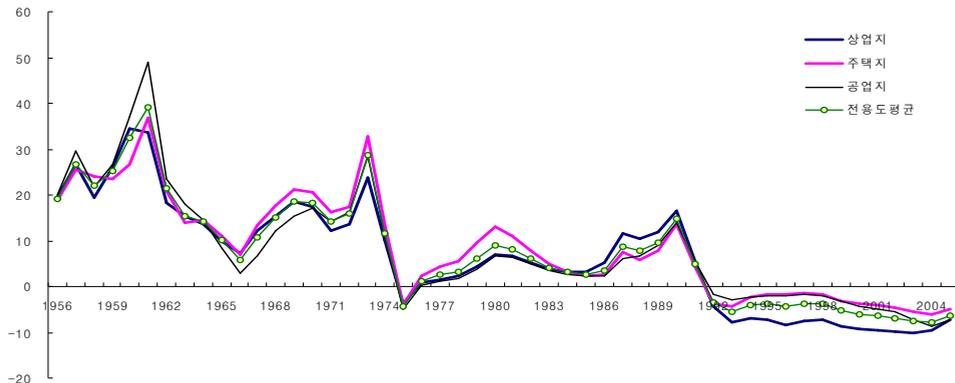
통화정책의 기준인 물가가 별로 불안하지 않던 상황에서, 그리고 금리인상에 대한 경제주체들의 반대에도 불구하고 일본은행이 이처럼 급격하게 금리를 인상하였던 배경은 그동안의 부동산 버블이 경제문제를 넘어 사회적인 문제로 비화되었기 때문으로 알려져 있다. 물가는 극도로 안정되어 있다고 하지만 부동산 가격이 너무 올라 청년층과 서민·중산층이 집을 마련하기 어려워졌고 그에 따른 사회적 불만이 극도로 고조되었던 것이다.

급격한 금리인상에 의해 가장 먼저 영향을 받았던 것은 주가였다. 1989년의 세 차례에 걸친 175bp의 금리인상에도 불구하고 주가는 그해 연말까지 계속 상승하여 1989년 12월에는 Nikkei 월평균 지수가 사상 최고치인 38,130포인트까지 올라갔다. 1990년에 들어서자마자 주가가 급격하게 하락하기 시작했지만 금리는 계속 인상되었다. 일본은행이 재할인금리를 75bp 인상하고 난 직후인 1990년 9월의 Nikkei 월평균지수는 26,909 포인트로서 9개월 전의 최고치에 비해 37%나 하락하고 있었다(〈그림 11〉).

금리인상이 시작된 뒤 몇 개월이 지나서야 주가가 하락하기 시작하였지만 금리인상에 대한 부동산 가격과 실물경제의 반응은 이보다 더 오랜 시차가 소요되었다. 통화량은 1990년 2/4분기까지 증가율이 높아졌으며 1990년 말까지도 두 자리 수의 증가를 지속하였다. 그러다가 1991년에 와서야 비로소 통화긴축의 전형적인 패턴이라 할 수 있는 장단기금리차가 역전 현상이 나타났다. 그리고 거시경제도 1991년 2월에 이르고서야 비로소 그 뒤로 10여 년 간 이어지게 될 장기 침체기의 첫 번째 불황으로 접어들었다.

〈그림 12〉 일본의 부동산 가격지수 증가율 추이

(단위 : %)



자료 : 일본부동산연구소([www.reinet.or.jp](http://www.reinet.or.jp)), 『시가지가격지수』

금리인상의 효과가 나타남에 있어 가장 오랜 시차가 필요했던 것은 당초 금리인상이 정책 타겟으로 삼았던 地價였다. 1990년까지 두 자리 수의 지가 상승세가 계속된 데 이어 1991년 상반기까지도 지가는 계속 상승하였다가 가을 무렵이 되어서야 비로소 하락하기 시작하였다. 1992년에 지가는 全用度 평균 전국 지가지수 기준으로 전년대비 연 2.0% 하락을 기록하였다(〈그림 12〉). 地價가 하락한 것은 제1차 오일쇼크 직후 경제성장률이 마이너스를 기록하였던 1974년에 全用途 평균 전국 지가지수가 3.8% 하락했던 것을 제외하고는 2차 대전 이후 처음 있던 일이었다.

부동산 버블 붕괴의 초기단계에서는 지가의 하락폭이 그다지 크지 않았지만 그 이후부터는 상당한 낙폭을 보였다. 1993년의 全用度 평균 전국 지가지수는 전년대비 7.5% 하락하였고 1993년부터 2003년까지 11년 동안에는 연평균 8.5%씩 하락하였다. 하락폭이 상당하였던 것도 놀라운 일이었지만 그보다 더욱 놀라운 점은 10년 이상의 기간 동안 무자비(inexorable) 하다고 할 만큼 한 해도 빠짐없이 가격 하락이 지속되었다는 점이다.

부동산 가격 하락이 시작되기 직전이던 1991년 7월부터 일본은행은 지속적으로 금리를 인하하였다. 1991년 7월에 50bp, 이어서 1991년 11월에도 50bp를 인하하였으며 한 달 뒤인 1991년 12월에도 50bp를 인하하여 1년 만에 150bp를 인하하였다. 1992년 들어서도 4월에 75bp, 7월에 50bp를 인하하였고 1993년 2월에는 100bp를 인하하여 정책금리는 버블 기의 최저수준인 2.5%로 되돌아왔다. 결국, 14개월 만에 2.5%에서 6%로 금리를 인상한 이후 11개월간 이 수준을 유지하다가 1991년 7월부터 1993년 4월까지 20개월에 걸쳐 6%로 올라갔던 정책금리를 다시 2.5%로 내린 것이다. 그리고 1994년 9월에는 75bp를 추가 인하하여 1.75%가 됨으로써 전례 없던 '1% 금리시대'가 개막되었다.

버블 붕괴의 원인으로 지목되었던 일본의 금리인상은 당초 목표가 부동산 가격하락에 있었던 만큼, 일본은행은 부동산 가격이 실제로 하락하기 시작하는 것을 확인한 즉시 금리를 인하하기 시작하였던 것이다. 인하속도를 보면, 1991년 8월부터 1993년 10월까지 2년에 걸쳐 재할인금리를 6.0%에서 1.75%까지 1/3 이하 수준으로 인하하였던 것으로 미루어, 버블을 잡기 위한 금리인상이 급격했던 것에 못지않게 버블 붕괴를 막기 위한 금리 인하 속도 역시 상당히 빨랐다고 평가하지 않을 수 없다.

경기침체가 장기화되자 일본은행은 금리인하 시작시점이 늦었었고 속도도 느렸기 때문에 부동산 버블의 붕괴를 막지 못했다는 신랄한 비판을 받게 된다. 금리인상이 버블의 붕괴를 초래한 만큼 버블 붕괴의 여파를 최대한 막으려면 금리인하의 시점과 속도를 더욱 앞당기고 가속화했어야 했는데 그렇게 하지 못했다는 주장이다. 사실 일본은행은 1994년 하반기부터

GDP 디플레이터가 감소하기 시작했고 소비자물가 상승률이 1%에 미치지 못하고 있었음에도 불구하고 인플레이션의 위험에 대해 경고하는 등 통화정책기조가 매우 조심스러웠을 뿐 아니라 금리가 너무 낮으면 구조조정에 대해 잘못된 인센티브를 주게 된다는 생각을 가지고 있었다고도 한다(Fisher 2001).<sup>26)</sup>

버블이 붕괴되면서 일본은행이 금리인하에 失機하였다는 비판은 금리인상을 주도하였던 일본은행 총재에 대한 개인적(personal)인 비난으로까지 이어졌다. 금리를 인상할 당시 일본은행 총재이던 야스시 미에노(三重野康) 총재(26대 재임기간 : 1989.12~1994.12)는 매스컴으로부터 헤이세이의 오니헤이(鬼平)<sup>27)</sup>라고 갈채를 받았었는데, 그는 이러한 찬사에 고무되어 너무 급격한 금융긴축을 단행함으로써 버블을 붕괴시켰고, 버블이 붕괴되는 단계에서는 신속한 금융완화를 했어야 했음에도 불구하고 한 두 박자 失機를 했다는 것이다. 이러한 비판은 부동산 가격이 하락하기를 기다리기 이전에 미리부터 금리를 인하하기 시작해야 한다는 의미인 것이다.

당시의 일본의 사정을 정확히 알기는 어렵지만 필자가 보기에 이러한 비판은 어디까지나 사후적 지혜(wisdom of hindsight)의 소산일지 모른다고 판단된다. 만약 일본은행이 금리인하의 시점을 앞당기고 인하속도를 가속화시켰다면 부동산 가격의 하락을 조금이나마 완화시킬 수 있었을지 모르지만 버블 붕괴의 가장 근본적인 원인이라 할 수 있는 미래 부동산 가격에 대한 사람들의 인식, 즉 부동산 가격이 앞으로도 계속 하락할 것이라는 일반인들의 인식을 바꾸어 놓기에는 역부족이었을 가능성도 배제하기 어렵기 때문이다.

#### 나. 버블붕괴의 다른 원인

1980년대 중반에 있었던 경기부양을 위한 금리인하만이 버블의 발생 및 확장의 원인의 전부도 아니었다. 이를테면, 당시 금융기관들의 부동산 관련 대출을 크게 늘렸던 것에 주목하는

26) 금리를 인하하면 기업부문의 구조조정에 부정적인 영향을 줄 것이므로 금리를 내릴 수 없다는 논리는 1998년 봄 무렵 금리인하 주장에 대해 한국은행이 내세우던 반대 이유이기도 하다. IMF 직후인 1998년 초 고금리로 인해 기업부문이 커다란 타격을 받으면서 대량 실업이 쏟아져 나오기 시작하고 1/4분기에는 설비투자가 -40%를 넘는 사상 최악의 감소세를 나타내자 금리를 인하해야 한다는 주장이 제기되었는데, 여기에 대해 한국은행은 금리를 인하하면 대기업에게만 유리할 것이므로 대기업 구조조정에 방해가 된다는 이유로 금리인하를 반대한 바 있었다.

27) 옛날 도둑을 잡는 절대적 권력을 가진 포도대장이나 암행어사격인 하세가와 헤이조오(長谷川平藏)라는 인물에 빗댄 말로서 도둑들은 그를 귀신 같은 헤이조(鬼の平藏) 또는 줄여서 오니헤이(鬼平)라고 불렀다고 한다.

견해가 그것이다.<sup>28)</sup> 이에 따르면, 버블을 잡기 위해서는 금리를 올릴 것이 아니라 금융감독을 더 강화했어야 했다. 아닌 게 아니라 일본의 버블이 절정에 다다랐을 즈음, 그리고 급격한 금리인상에도 불구하고 부동산 가격이 그칠 줄 모르고 상승하던 즈음, 재무성은 대출총량규제, 즉 금융기관들로 하여금 공공주택토지개발공사에 대한 대출을 제외한 모든 부동산관련 대출을 총대출 증가율 범위 내에서만 증가시키도록 하는 규제를 시행하였다. 또한, 부동산관련 산업과 건설업에 대한 대출에 대해서는 재무성에 관련내용을 보고하도록 하는, 다시 말하여 부동산 및 건설업에 대한 대출을 사실상 금지하는, 매우 강력한 조치를 취하였다. 그리고 공교롭게도 이 조치가 시행되자마자 거품이 터지기 시작하였다.

만약 대출억제가 것처럼 강력한 효과를 발휘하였던 것이 사실이었다면 부동산 관련 대출에 대한 규제를 버블의 정점에서가 아니라 좀더 일찍, 그러니까 버블의 발생단계 또는 확장초기에, 강화해 나갔더라면 버블의 확장을 어느 정도 억제할 수 있었을 뿐 아니라 그만큼 붕괴의 파괴력도 완화시켰을 수 있었을 것으로 이해할 수 있다.<sup>29)</sup>

지난 2002년 연초부터 시작된 우리나라 부동산 가격상승을 놓고 정부와 한국은행이 버블의 존재를 인정하던 2006년 가을까지 4년 반 동안 그것이 버블인지 아닌지에 대한 논쟁이 계속되었었다. 이러한 우리의 경험으로 미루어 보아도 어떤 한 시점에서 부동산 가격 상승이 버블인지 아닌지에 대한 합의는 도출하기 쉽지 않았을 것이며 그런 상태에서 감독기관이 부동산관련 대출에 개입할 명분을 찾기도 매우 어려웠을 것으로 생각된다. 일본정부도 부동산 버블이 누가 보아도 명백해지고 그에 따른 문제가 사회문제로까지 번지고 나서야 비로소 부동산 관련 대출에 개입할 수 있었던 것이다. 그렇게 하다 보니 당국의 개입이 너무 늦게 이루어져, 적절한 시기를 놓쳐버렸고, 그러한 뒤늦은 정책대응은 버블의 팽창을 억제하는데 기여하다기보다는 버블의 붕괴를 초래하는 결과를 빚고 말았다.

28) 2002년 이후 현재까지 우리나라에서 벌어지고 있는 부동산 버블도 부동산 관련대출의 급증이 매우 중요한 원인 중 하나로 꼽히고 있다.

29) 우리나라에서도 가계대출에 총부채상환비율(DTI)을 엄격하게 적용하기 시작한 2007년 1월 이후 부동산 가격이 급속한 안정세를 보이고 있다. 경제주체들 사이에 대출을 받아 자산을 매입하는 것이 유행처럼 번지고, 그로 인해 자산의 가격이 상승하여 더 많은 참여자들이 생기는 악순환이 진행되는 상황에서는 문제의 발단인 대출을 억제하지 않고는 효과적인 해결방법을 찾기 어려운 것이 사실이다. 금리인상도 결국은 대출의 비용을 높여 대출을 억제해 보자는 것이다. 대출의 규모를 억제함에 있어서도 최근의 우리나라처럼 총부채상환비율을 규제하는 등의 시장원리에 따른 방법을 사용한 것이 아니라 버블 붕괴당시의 일본정부는 특정 산업에 대해 대출을 사실상 금지시켜 버렸다는 점에서 시장원리에도 맞지 않을 뿐 아니라 너무 갑작스럽게 대출을 줄여버렸다는 점에서 시장에 불필요한 충격을 주었을 가능성이 있다.

#### 다. 버블 붕괴의 파급효과

미래의 부동산 가격이 올라갈 것이라는 기대에 따라 버블이 발생하고 확장하였던 것과 마찬가지로 미래의 부동산 가격이 하락할 것이라는 기대가 형성되자 버블이 붕괴되었다. 그리고 버블붕괴가 초래한 부정적 여파의 하나로서 내수경제의 위축이 나타났다.

부동산 가격이 상승하였을 때 富의 效果가 나타나는 것과 마찬가지로 부동산 가격의 하락은 음의 부의 효과(reversed wealth effects)를 통해 경제심리를 위축시켰다. 부의 효과에 영향을 받는 경제심리는 보통 소비심리를 의미하지만 부동산 버블 붕괴는 소비심리를 위축시키는 데에서 그치지 않았다. Kiyotaki·West(1996), Kiyotaki·Moore(1997) 등은 버블 붕괴에 따른 자산 가격 폭락이 기업고정투자에 부정적인 영향을 주었다고 주장하고 있다. 다음에서 살펴보겠지만 기업투자의 부진은 장기침체 기간 동안 거시경제가 회복을 하지 못하였던 가장 중요한 원인 중 하나로 꼽히고 있다. 따라서 부동산 가격 하락이 정말로 기업의 고정투자를 위축시켰다면 일본에서의 부동산 버블붕괴는 필연적으로 경기침체를 장기화시킬 수밖에 없었다고 해석할 수 있다.

뿐만 아니라 부동산 버블의 붕괴는 금융기관 대차대조표의 조정, 즉 금융기관의 자본기반(capital base)의 조정을 불가피하게 만들었다. 이에 따라 금융기관의 대출여력이 급속하게 위축됨으로써 버블 붕괴의 경기위축 효과를 경제 전반에 걸쳐 광범위하게 증폭시켰다.

부동산 버블 붕괴가 금융부실을 통해 경제 전반을 위축시켰던 것은 일본경제가 잃어버린 10년을 겪게 된 핵심적인 요인으로 학계와 언론의 많은 주목을 받아왔다. 그러나 부동산 붕괴가 시작되자마자 곧바로 금융기관 부실채권이 폭증한 것은 아니었다. 버블 붕괴 이전의 기간 동안 왜곡된 가격체계가 형성되었고 그에 의해 자원배분의 왜곡이 초래된 것도 부동산 붕괴에 못지않은 금융부실 누적 원인이었다. 즉, 버블 기간 동안 이루어졌던 과잉투자 및 과잉고용이 그것이었다. 1980년대 후반의 버블기 동안에 형성된 과잉투자와 과잉고용이 해소되는 데에는 매우 오랜 시간이 필요하였고 그렇게 되기까지 일본경제는 신규투자를 충분하게 할 수 없었다. 1990년대 말의 전세계적 IT호황에도 불구하고 일본경제가 적절한 수준의 투자를 하지 못함으로써 모처럼의 호기를 경제회생의 전기로 삼지 못했던 중요한 이유도 여기에 있었다고 알려져 있다(DBJ 2005). 과잉투자를 해소하는 과정에서 신규 설비투자가 계속 부진하였는데, 이는 잃어버린 10년의 기간 중 일본경제의 공급능력을 크게 위축시키는 원인이 되었다.

이와 같이 일본에서의 버블붕괴가 실물경제에 영향을 미쳤던 경로는 陰의 富의 效果에 따

른 수요위축 말고도 설비투자부진에 의한 공급위축이라는 양방향에 걸친 것이었다. 이 경험으로 미루어볼 때 부동산 버블이 꺼질 때 반드시 장기침체가 올 것인지를 그 침체가 장기화될 것인지를 판단하기 위해서는 버블이 붕괴되기 이전에 경제 전체적인 자원배분이 어떻게 이루지고 있었는지를 비롯하여 여러 가지 측면을 점검해 보는 것이 대단히 중요하다고 생각된다.<sup>30)</sup>

#### 라. 버블붕괴와 금융부실의 발생에 대한 일본의 대응

1987년에서 1992년의 5년 동안 일본 은행들의 기업대출은 GDP의 73%에서 97%로 높아졌는데, 이는 주로 담보대출이었고, 고객의 신용도를 스크린(screen)하는 체제는 아직 존재하지 않고 있었다. 이런 배경 속에서, 1991년 버블붕괴와 함께 부동산 관련 대출을 주로 하던 住專을 필두로 금융기관의 부실문제가 불거지기 시작하였다. 금융부실과 함께 부동산 담보 가치가 하락하여 자본경색(capital crunch)이 발생하면서 전반적인 신용위축이 일어났고, 이는 다시 기업 부도와 그로 인한 새로운 부실채권의 누적을 초래하였다. 여기에 대해 일본 大藏省은 住專의 부채의 40%가 부실채권이었음을 인정하였지만 신속한 처리를 하지는 않았다. 게다가 이 문제를 해결함에 있어서 10년간에 걸친 기간(regulator window)을 허락함으로써 결과적으로 문제의 처리를 지연시켰다.

일본의 금융기관에 별다른 문제가 일어나지 않았던 1980년대까지는 부실기업의 처리방식에 있어서 해당기업의 주거래은행이 풍부한 자금력을 바탕으로 기업의 파산을 가급적 방지하려 노력해 왔었는데, 실제로 이 방식은 어느 정도의 긍정적인 효과<sup>31)</sup>도 분명히 가지고 있었다. 그런데 버블의 붕괴로 금융기관에 부실채권이 누적되자 주거래 은행에 의한 전통적인 부실기업 처리방식은 점차 불가능해졌다. 이에 따라 부실채권의 처리를 뒤로 미루는 경향이 강화되었으며 그러는 사이에 부실채권은 점점 더 누적되는 악순환이 나타났다. 실제로 1995년 住專의 부실채권 비율은 처음 문제가 발생했던 4년 전에 비해 35%p가 늘어난 75%까지 올라감으로써 처리를 더 이상 미룰 수 없는 단계에까지 악화되었다.

금융부실 처리방식이 투명하지 못하였던 데에 대한 일본국민들의 격렬한 부정적 반응도

30) 현재 우리나라의 여건과 버블 붕괴 당시의 일본을 비교분석·정리한 결과는 제Ⅳ장에 제시해 놓았다.

31) 예를 들어, 기업이 파산할 경우 실업자가 발생하면서 인적자원의 손실이 불가피해지는데, 일본의 경우처럼 주거래 은행이 나서든 채권단이 나서든 기업들 스스로가 나서든, 부실기업의 파산을 합리적으로 막을 수 있다면 적어도 불필요한 인적자원의 손실은 막을 수 있었다고 할 수 있다.

이 시기에 일본 정부가 금융기관의 부실을 미온적으로 대처하도록 했던 또 하나의 이유였다. 당시 농협계통의 금융기관들은 住專에 대규모 융자<sup>32)</sup>를 하고 있었는데, 住專에 문제가 생기자 커다란 손실이 불가피해졌다. 그러자 이들은 자신의 손실을 줄이기 위해 정치적 배경을 동원하여 공적자금이 투입되도록 압박을 가했다고 한다. 결국 공적자금을 통해 6조 8천억 엔에 달하는 부채를 처리하기로 하였지만 자신의 손실을 제대로 분담하지 않은 채 국민의 세금으로 문제를 해결하려 한다는 부정적인 여론이 비등하면서 이 문제가 정치화되기 시작하였다.

이런 진행과정을 보면서 일본국민들은 공적자금의 조성 자체에 대해 매우 부정적인 인식을 갖기 시작하였으며 일본정부도 정치적인 반대를 무릅쓸 수밖에 없어진 공적자금을 통한 문제해결을 매우 꺼리게 되었다. 이후에도 금융 불안이 불거질 때마다 정부는 공적자금을 활용하는 적극적인 대응책을 마련하지 못하였고, 이에 따라 부실채권 처리는 민간 스스로의 조정에 맡겨질 수밖에 없었기 때문에 시간이 더 소요되면서 부실채권 해결은 계속 지연되었고 최종적인 문제해결비용도 점점 늘어났다.<sup>33)</sup>

일본정부가 공적자금을 가급적 동원하지 않으려고 한 데에는 부동산 버블 붕괴에 따른 경기침체를 일시적 또는 순환적인 침체로 판단한 것도 중요한 원인이었다고 알려져 있다. 즉, 좀더 시간이 지나 경기가 회복되면 지가와 주가 등이 회복될 것이고 그렇게 되면 부실채권 문제도 자연히 해결될 것으로 생각하였기 때문에 부실채권문제 처리에 적극적으로 나서지 않았다는 것이다.<sup>34)</sup>

#### 마. 반짝 경기회복과 L차형 침체

일본경제는 1993년 10월 경기저점을 통과한 후 1997년 5월까지 이어지는 43개월간의 확장기에 들어섰지만 이 기간 동안의 경기회복의 특징은 과거의 경기회복기에 비해 회복속도가

32) 농협계 금융기관들이 주전에 제공하였던 대출금은 1990년 현재 2조 9천억 엔이었고 3년 뒤인 1993년에는 5조 9천억 엔으로 2배 정도 늘어나 있었다(진창수 2002).

33) 미국이 GDP의 3%를 들여 5년 만에 문제를 해결했던 것에 비해 일본은 약 15년이 지난 최근에 와서야 문제가 해결되었다. Kuttner · Posen(2001)은 2000년 현재 부실채권의 처리를 위한 최종 비용이 GDP의 20%에 달할 것으로 예측한 바 있다.

34) 당시 미야자와 총리는 공적자금 투입을 심각하게 고려했으나 불안심리의 확산이 시장혼란을 초래할 것이라는 논리로 大藏省이 여기에 반대하였고 경제계도 정부의 은행관여, 경영책임을 우려하여 반대를 표명함에 따라 공적자금 투입방침을 철회했다고 한다. 1992년 당시 미야자와 총리가 공적자금 투입을 단행하였더라면 일본은 잃어버린 10년을 경험하지 않았을지도 모른다는 평가도 있다.

극단적으로 느렸다는(extremely slow) 점이였다. 공식적으로는 경기확장기였음에도 불구하고 1994년과 1995년의 성장률은 각각 1.0%, 1.6%에 불과하였으며 경기는 사실상의 L자형 침체를 지속하고 있었다. 경기 확장기의 확장세가 이처럼 지지부진했던 반면, 경기 침체기에는 전례 없는 마이너스 성장을 하는, 올라갈 때는 조금밖에 못 올라가고 내려갈 때는 깊이 내려가는, 무기력한 경기 순환을 세 차례 반복하다보니 장기침체가 되어버린 것이다.

1990년대의 경기 확장세가 이처럼 부진했던 원인으로서 여러 가지 요인을 거론해 볼 수 있지만 외부적인 요인으로서 급격한 엔화절상을 들지 않을 수 없다. 물론 1995년 1월에 발생한 고베 지진은 많은 재산상 손실을 끼쳤으며 경제심리에도 부정적인 영향을 준 것이 사실이지만, 거시경제적으로 일본의 경기확장을 무기력하게 만들었던 핵심적 원인 중 하나는 1990년부터 1995년 2/4분기까지 계속된 엔화환율의 절상이었을 것으로 생각된다.

엔화 환율은 플라자 합의를 전후한 1985년 2/4분기에서 1988년 2/4분기의 3년간 50.0% 절상되었었는데, 1990년 2/4분기에서 1995년 2/4분기까지 5년 동안에는 달러당 155.3엔에서 달러당 84.4엔으로 다시 45.7%만큼 절상되었다. 이와 함께 GDP 대비 순수출의 비중도 1993년의 1.31%에서 1995년에는 0.4%로 내려갔으며 1996년에는 -0.15%를 기록하게 되었다. 통관기준 상품수지는 1994년의 1,206억 달러 흑자에서부터 2년 뒤인 1996년에는 약 절반가량이 줄어든 631억 달러의 흑자에 불과하였다(<그림 5>).

이 시기의 엔화절상은 4차 엔고에 해당하는 것인데, 1995년 4월 19일에는 달러당 79.75엔이라는 사상 최저치의 환율을 기록하였었다. 4차 엔고가 발생한 배경을 보면, 먼저 1995년 미국의 경기가 둔화되면서 미국금리가 하락세를 보이기 시작하였고, 집권 초기의 클린턴 행정부가 미국 재정적자 축소에 대한 확신을 주지 못하였으며, 그러는 가운데 미국이 해마다 거액의 무역적자를 내면서 자금의 조달을 계속 해외에 의존하고 있었던 점 등을 들 수 있다. 한편, 일본의 경기도 저조한 모습을 보여 수입이 활발하게 늘어나기 어려운 상황이었기 때문에 일본 정부가 규제완화 내지 경기부양을 통해 일본의 무역흑자를 얼마나 줄일 수 있을지에 대해서도 확신을 주지 못한 것도 엔화강세의 요인이 되었다. 게다가 멕시코와 캐나다의 통화 가치가 하락하는가 하면 자금유출이 일어나는 등 NAFTA圈 경제와 중남미 경제가 동요하는 모습을 보이자 국제투자자들은 그에 대한 대안으로서 엔화를 선택하였던 것도 4차 엔고의 중요한 요인으로 거론되었었다(정문건 1995).

1980년대 중반의 3차 엔고 때에는 기업들이 내수시장의 확대를 통해 엔고에 대응할 여지가 어느 정도 남아있었다. 그러나 1990년대 전반기의 4차 엔고는 버블 붕괴에 의한 경기부진과 동시에 진행되는 바람에 환율 충격을 완충할 방법이 별로 마땅치 않았으며 그에 따라

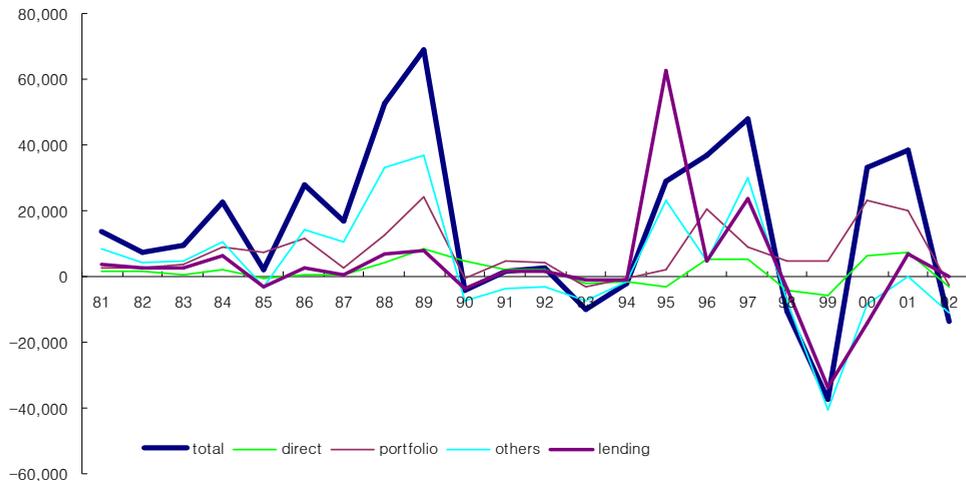
경제에 대한 타격도 상당히 클 수밖에 없었다. 일본기업의 대응도 3차 엔高 때와 달리 원가 절감<sup>35)</sup>의 차원을 넘는 근본적인 대책을 마련하여야 했으며, 특히 동일 계열기업에 대한 도와 주기식 내부거래 대신 경쟁력 있는 외부업체로부터 제품구매(out-sourcing)를 확대하는 전략이 두드러지게 확산되었다(이영진 외 1996).

무엇보다도 10년 전에 비해 환율이 1/3 수준으로 떨어지자 1989년을 정점으로 감소하던 해외 직접투자가 냉전종식 이후 급격히 활발해진 지구촌화(globalization)의 추세를 타고 다시 가속화되었다. 특히 1995년 2/4분기에 엔화 환율이 사상 최저수준으로 떨어진 것은 기업으로 하여금 해외탈출에 대한 강력한 동기를 부여하였던 것으로 보인다. 엔高가 극에 달하던 1995년에는 은행권의 해외대출규모가 폭증하였고, 이러한 추세는 1997년까지 계속되었다(〈그림 13〉).

일본기업의 1994년 해외 직접투자실적은 전년대비 14% 증가하여 경상 GDP의 0.86%에

〈그림 13〉 일본의 대외투자 포지션의 추이

(단위 : 십억엔)



자료 : 일본은행, 『Japan's International Investment Position at Year』

35) 3차 엔高의 시기에 일본기업들은 마른 수건을 짜내는 원가절감 노력을 그치지 않았다. 하루라도 여유자금이 불필요하게 회사 내에 머물지 않도록 현금 흐름에 대한 일일관리를 통해 재무경비를 절감하는 한편, Toyota회사같은 경우는 전력요금의 절약을 위해 전기요금이 싼 주말에 정상근무를 하고 전기요금이 비싼 주중에 휴무를 실시하는 구두쇠 작전을 전개했다고 한다.

해당하는 411억 달러까지 늘어났는데, 이 가운데 중국과 ASEAN 등을 포함한 아시아 투자는 97억 달러로서 전년대비 무려 47%나 급증하였다. 중소기업의 해외투자가 증가한 점과 현지 메이커에 대한 공급을 목적으로 하는 부품공장의 건설이 이 시기 일본의 해외직접투자의 특징이었다고 한다. 즉, 일본기업들은 일부 생산라인 및 부품기지를 해외로 이전하던 그동안의 소극적 대응에서 한 걸음 더 나아가 개발 및 생산 기능까지도 현지화하는 적극적인 전략으로 대응하였다. 이는 물론, 일본경제의 고비용구조와 아시아 국가들의 저비용구조와의 격차 때문에 일본기업들이 비용절감을 위해 국제간 분업화를 하지 않을 수 없었던 데에 기인하는 현상이었다. 이러한 생산비 절감이라는 목표 외에도 도요타 회사가 GM과의 제휴로 미국 현지 합작공장을 건설한 경우처럼 전략적 제휴를 통해 투자리스크를 축소하려는 목적도 있었다. 국내 생산을 포기한 채 국내에는 기획, 관리 등 스텝과 관련된 기능만 남기고 생산기지 자체를 해외로 이전하는 기업<sup>36)</sup>들이 나타났는가 하면 일본 본사를 해외로 이전하고 일본의 舊本社가 해외본사의 자회사가 되는 극단적인 사례도 등장하였다고 한다.

버블기에 형성된 과잉설비가 미처 해소되지 못하고 있는 가운데 버블 붕괴 이후의 경기침체로 국내투자가 부진할 수밖에 없던 여건에서 엔高에 의한 일본기업의 해외탈출 러시가 발생한 것은 투자가 국내에서 이루어지기 더욱 어렵게 만든 요인이 되었다(Fukagawa 2006). 특히 아시아 지역으로 생산설비 이전이 급속하게 이루어지는 과정에서 아시아로의 자본재 수출이 크게 증가하였는데, 이는 그만큼 국내투자가 감소할 수밖에 없음을 의미하기도 하였다. 결국, 4차 엔高부터는 해외투자가 크게 확대되면서, 저금리에 따른 기업의 수익성 향상이 수출 증가나 국내투자로 이어지지 못하고 만성적인 수요부족이 나타나기 시작한 것이다. 그 결과, 총투자의 GDP 대비 비중은 1993년의 30.02%에서 1995년에는 28.91%로 낮아졌다. 또한 기업의 해외탈출은 내수기반의 약화를 초래하여 정부의 금리인하 및 대규모 재정팽창 등 경기부양 정책의 효과를 희석시키는 역할을 하였다.

이 과정에서 일본경제는 아시아에 대한 직접투자를 대폭 늘였고, 그에 따라 일본의 대외 무역량에서 아시아가 차지하는 비중도 크게 늘어났다. 비용절약을 위한 무역구조의 변화라는 측면에서 볼 때, 이것은 자연스러운 현상이기도 했지만 아시아와의 교역규모가 대폭 확대된 것은 1997년 하반기에 발생한 아시아 외환위기와 그에 따른 극심한 경기침체가 일본으로 직접 파급되게 하였던 주요 경로가 되었던 것으로 보인다.

뿐만 아니라 전통적으로 유지되었던 통관기준 수출 증가세가 4차 엔高 이후, 일본기업의

36) 예를 들어, 신메이(神明)전기는 동남아로 생산거점을 100% 해외 이전했으며 AV업체인 아이와(Aiwa)의 경우 해외생산비율을 77%까지 늘였다.

해외탈출로 인하여, 1995년 하반기부터는 구조적으로 꺾였으며 통관기준 수출액은 더 이상의 추세적 증가를 하지 못한 채 옆으로 횡보(橫步)하기 시작하였다(〈그림 14〉). 1995년 2/4분기에 기록한 통관기준 수출액의 최고치는 8년 반이 지난 2003년 4/4분기에 와서야 비로소 추세적으로 추월될 수 있었다. 수출금액이 횡보하던 시기에는 특히 자동차, 운송장비 수출이 두드러지게 위축되었는데, 이는 해외생산 확대에 커다란 영향을 받았던 결과로 알려져 있다.

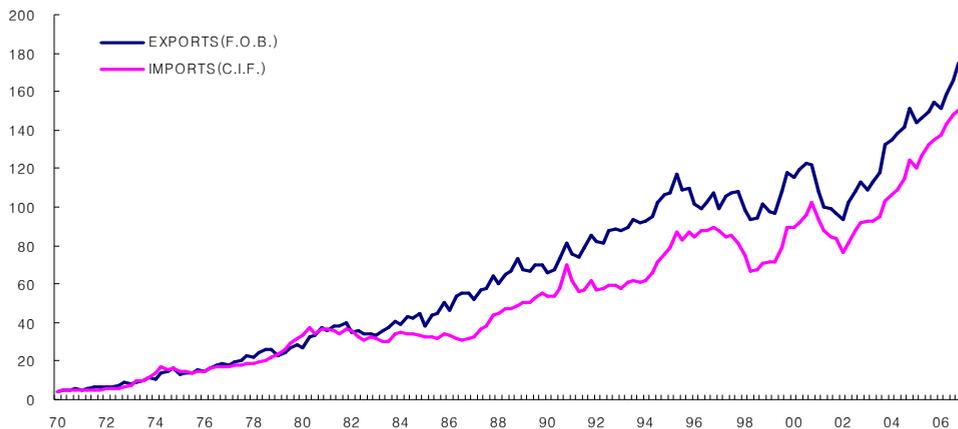
환율 하락에 따른 생산 활동의 해외이전을 보여주는 직접적인 통계자료 중 하나로서 전체 제조업 생산 가운데 해외생산이 차지하는 비중을 들 수 있다. 이 비중은 1988년의 5%에서 1992년에는 6%로 4년간 1%p만큼 완만하게 늘어났었으나 그 이후부터는 급증하여, 6년 뒤인 1998년에는 14%로 높아졌다. 또한 1993년 해외생산 기업의 수는 전체의 17%였지만 1998년에는 35%로 급증하였다.

1995년은 버블붕괴 이후 5년 만에 돌아오는 본격적인 경기회복의 첫 해가 될 것이라는 기대가 있었다. 그러나 4차 엔高 현상, 특히 1995년 연초부터 가속화되던 엔화 절상은 1월의 고베지진의 영향과 맞물리면서 그때까지 경기회복 쪽으로 천천히 움직이고 있던 일본경제에 대해 뜻하지 않던 강한 경기위축 요인으로 등장하였다.

정책금리를 1%대로 인하하였음에도 불구하고 경기위축이 지속되는 가운데 환율까지 하락하면서 1992년에서 1996년까지의 일본 생산자물가는 5년 연속 마이너스, 매년 평균 -1.3%

〈그림 14〉 일본의 통관기준 수출입의 추이

(단위 : 십억달러)



자료 : IMF, 『International Financial Statistics』

씩 하락하였으며 같은 기간 소비자물가 상승률도 평균 0.7% 상승에 그치는 등 이 기간 중 인플레이션은 거의 일어나지 않았다.<sup>37)</sup> 소비자물가의 안정세는 기업의 수익에 부정적인 요인이었지만 1995년 하반기 들어서는 매출이 조금씩 늘어나기 시작하여 제조업의 이익이 대기업을 중심으로 증가추세를 나타냈다. 1995년 9월 일본은행은 재할인금리를 0.5%라는 극한 수준까지 인하하였는데, 1991년 이후 그 때까지 계속되던 금리인하로 기업의 영업외 이익이 확보되었으며, 이를 재원으로 향후 기업투자가 점차 늘어날 것이란 기대가 형성되기도 하였다(JDB 1996).

1995년 하반기 이후에는 민간소비가 점차 증가하면서 내수경기가 조금씩 살아났고, 이것이 다시 기업의 매출 증가로 이어지면서 일본경제는 고베지진과 엔高의 충격에서 조금씩 조금씩 벗어나는 모습을 보였다. 그리고 15,000대까지 떨어지던 Nikkei 평균지수도 1996년 6월 들어 22,000을 회복하자 일본 경제기획청은 경기가 본격적인 확대과정에 들어섰다고 공식 발표를 하기까지 하였다.

이와 같이, 1990년대 중반이 되어서까지도 일본경제는 아직 자신이 장기침체의 한 가운데에 놓여있음을 인식하지 못하고 있었던 것으로 보인다. 1996년 성장률이 전년의 1.9%에서 2.6%로 올라가자 불황이 끝난 것이 아닌가 생각한 것이다. 일본이 당시의 경제여건에 대해 심각하게 생각하지 못했던 가장 중요한 원인은 일본경제가 비록 L자형의 부진한 회복세를 보이긴 하였지만 그렇다고 해서 누구나 위기상황을 피부로 느낄만큼 재앙적이지도 않았기 때문이었다고 이해할 수 있다(Fisher 2001). 장기침체의 양상이 심각한 위기상황이라기보다는 장기간에 걸친 경기부진(under-performance)이었기 때문에 고통스러운 경제체질 고치기에 나서지 않았다는 것이다. 경기가 장기간 회복되기 어려운 구조적인 문제에 빠져있다는 위기감보다는 오히려 경기가 머지않아 정상 회복될 것으로 예상하는 경향이 있었던 것이다.

예를 들어, 일본정부는 1995년 가을, 사상 최대의 공공지출 예산을 통과시킨 바 있었다. 이는 당시 일본의 세입여건으로 미루어 볼 때 매우 뜻밖의 결정이었다고 할 수 있다. 일본의 일반회계 세입규모는 버블 붕괴 직전이던 1990년 60조 1천억엔을 정점으로 1991년부터 하락하기 시작하였는데, 1995년에는 불과 50조엔 수준까지 줄어든 심각한 상황이었다. 그럼에도 불구하고 그와 같은 대규모 공공지출을 단행한 것은 향후 경기가 회복되어 성장이 본 궤도에 올라가면 자연스럽게 稅收가 늘어나 재정적자를 메울 수 있다는 확신 같은 것이 있었던 것 아

37) 국내시장의 침체에서 벗어나기 위한 기업들의 해외이전 확대는 현지에서 생산된 저가 역수입품의 증가로 이어지면서 국내물가를 하락시키는 결과를 가져오기도 하였다. 그리고 중국, 동남아산 저가품의 유입확대는 그 자체로서 물가를 하락시켰을 뿐 아니라 자국산 제품과의 가격경쟁을 격화 시킴으로써 국내 물가를 더욱 하락시키는 요인이 되기도 하였다.

닌가 생각된다. 그러한 확신도 없이 세수가 매년 대폭 감소하는 상황에서 재정지출을 줄이기는커녕 대폭 확대하는 결정을 내렸다면, 그것은 국가재정을 운용하는 정부로서 무책임한 태도가 아닐 수 없기 때문이다. 최악의 상황이 일어날 가능성을 최소화해야 한다는 입장에서 볼 때 만약 의도대로 경기가 회복하지 않거나 회복을 하더라도 세수여건이 개선되지 않는다면 재정적자의 확대를 막아낼 방법이 별로 없을 것이기 때문이다. 그리고 만약 일본정부가 경기회복을 통해 세수여건이 정상화된다는 확신을 정말로 가지고 있었다면, 비록 事後의인 비판일 수도 있겠지만, 그러한 확신을 가지고 있다는 것 자체가 일본경제의 심각성을 제대로 파악하지 못하였기 때문이었다고 할 수 있다.

한편, 1997년 7월에는 GDP 2%에 해당하는 긴축효과를 가지는 소비세율 인상을 단행하였는데, 이것 역시 그 정도의 세율인상을 하더라도 1996년 이후의 경기회복세가 이를 견뎌낼 수 있을 정도로 충분히 강하다는 확신이 없었다면 시행하기 어려운 정책이었다고 생각된다. 오랫동안의 부진한 경기에서 탈피하여 거의 정상적인 경제성장이 가능해진 만큼 1996년 현재 GDP의 4%나 되는 재정적자문제를, 특히 인구노령화를 앞두고서, 조속히 해결할 시점이 되었다고 판단하였을 것으로 보인다.

#### 바. L자형 침체기간 중 통화정책과 자금중개기능에 대한 평가

Bernanke(2000), Bernanke · Gertler(2000)등은 1990년대 일본중앙은행이 디플레에 대한 대응이 너무 느렸으며 어떤 의미에서는 反인플레이적 보수주의 성향이 점차 강력해지기까지 했다는 지적을 하고 있다. 앞서 언급한 바와 같이 일본은행은 1991년 여름, 부동산 가격이 하락하자마자 1993년 4월까지 20개월에 걸쳐 재할인 금리를 낮추었다. 이 과정에서 재할인금리는 6%에서 시작하여 버블기의 최저수준인 2.5%까지 내렸고 1993년 10월에 한 번 더 인하되어 1.75%까지 내려간 뒤 고베 지진이 발생한 직후인 1995년 4월에는 1.0%로 낮추어졌다. 일본의 정책금리 인하는 여기서 멈추지 않았는데, 1995년 초 엔화가 사상 최저수준으로 내려가자 1995년 9월에는 사상 유례가 없는 0.5%로 추가 인하되었다. 이러한 사상 초유의 초저금리에도 불구하고 부동산 가격의 하락세는 전혀 멈추지 않았으며(〈그림 12〉), 경기 도 살아나지 못하였다.

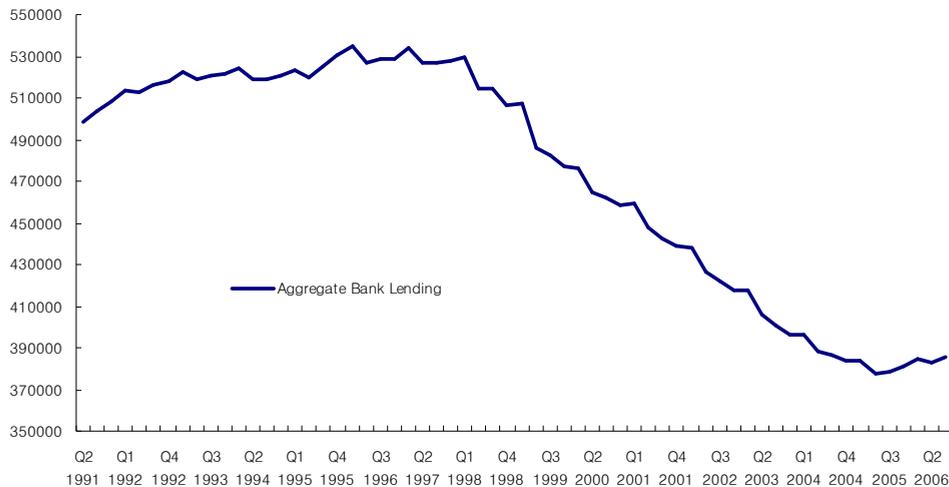
저금리에도 불구하고 경기가 살아나지 못한 원인으로서는 일본기업의 생산 활동이 대폭 해외이전되었기 때문이라는 점 말고도 금리하락에도 불구하고 대출이 별로 늘어나지 않았던 점이 주목을 받았다. 〈그림 15〉에서와 같이 일본의 은행 대출은 1998년 무렵부터 계속 감소

하였으며 최근에 들어서야 경기회복과 함께 비로소 조금씩 늘어나고 있는 실정이다. 은행대출의 감소는 일차적으로 은행의 자금중개기능에 문제가 있는 것 아니냐는 의심을 품게 한다. 버블붕괴 이후 대폭 늘어난 금융권의 부실채권이 제대로 해결되지 않다보니 1997년 말의 금융위기가 발생하였고 그러는 가운데 자금의 중개기능이 약화되었으며, 이것이 다시 실물경제에 악영향을 끼쳐 경기침체를 증폭시켰고, 결국은 침체를 장기화시켰다는 주장(Bayoumi 2001)이 상당한 공감을 얻었다.

버블 붕괴로 주가가 폭락하고 부동산 가격이 하락하자 은행에 부실이 쌓이기 시작하고 은행이 보유하고 있던 자산의 가치가 줄어들어 일종의 자본경색(capital crunch) 현상<sup>38)</sup>이 나타났었음은 이미 언급한 바와 같다. 자금공급의 주체인 은행이 아니라 자금수요의 주체인 기업의 입장에서 보았을 때에도 주가와 부동산에서의 버블붕괴는 자신들이 보유하고 있던 담보의

〈그림 15〉 일본의 은행권 대출 잔액 추이

(단위 : 십억엔)



자료 : 일본은행

38) 부동산 버블이 붕괴되어 은행의 담보가치가 줄어든 것도 중요했지만 그에 앞서 주가버블이 꺼지면서 은행이 보유하고 있던 주식의 가치가 떨어진 것도 중요했다. 그러나 은행보유의 주식은 시가평가가 아니라 액면가치로 평가했기 때문에 주가의 하락은 실제 은행의 portfolio에는 상당 기간 동안 반영되지 않았었다.

가치하락을 의미하는 것이기도 하였다. 즉 주식과 부동산 등 자산 가격이 하락하자 은행의 자금중개기능 저하와 함께 기업의 차입능력도 그만큼 줄어든 것이다.

은행의 자금중개기능 부진이 장기침체의 원인이라는 주장은 금융부실에 따라 자금중개 기능이 마비되어 금리가 거의 0%가 되어도 실물경제에 대한 부양효과가 거의 나타나지 않았다는 점을 특별히 강조한다. 어쨌든 자금중개기능이 제대로 작동하지 않을 경우 금리인하라는 거시경제 부양정책은 별다른 효과를 거둘 수 없다는 점에 대해서만큼은 별다른 이견이 없어 보인다. 그러나 여기에 대해 몇 가지 반론, 그러니까 적어도 버블붕괴에서부터 1997년 금융위기 발생 이전까지 약 6년 동안에는 자금중개기능의 마비가 L자형 경기침체의 주된 원인이 아닐지도 모른다는 몇 가지 분석결과도 있다. 무엇보다, 앞서 <그림 13>에서 보았듯이 1995년 들어 일본의 은행들로부터 해외로의 대출이 급증하였던 사실은 당시의 일본 은행들의 자금공급 여력이 그다지 부족하지 않았을 가능성을 강하게 시사하고 있다.

1980년대 중반 이후 꾸준히 늘어나던 일본 은행들의 해외대출은 주가버블이 붕괴되던 1990년을 계기로 전면 중단되다시피 하기도 했었지만 1995년으로 접어들면서 금융위기가 발생하던 1997년까지는 또다시 빠른 속도로 늘어나고 있다. 만약 일본 은행들의 자금공급 여력 자체가 부족하였다면 해외대출을 이처럼 큰 폭으로 늘이지 못했을 것이다. “잃어버린 10년” 동안 일본 은행의 대출이 부진하였던 것은 사실이나 그 이유는, 적어도 1995년 이후부터는, 은행의 자금 공급능력에 문제가 있었다기보다는 일본 기업들의 자금수요가 미약했기 때문일 가능성이 있다는 것이다. 결국 <그림 13>은 대략 1995년경부터는 은행의 부실채권 문제가 더 이상 실물경제의 성장을 가로막지는 않았을 가능성을 시사한다고 해석할 수 있다.

1995년 이후의 기간뿐만 아니라 1990년대 초 부동산 버블이 막 붕괴되고 있을 동안에도 대출의 부진은 수요부족 때문이었지 공급이 모자랐기 때문은 아니었다는 주장도 있다. Kiyotaki · West(1996)는 버블 붕괴 직후에 나타난 일본의 투자위축은 투자수요가 감소하였기 때문이었지 은행권으로부터 문제가 생겼기 때문은 아니었다는 결론을 내리면서 당시의 투자의 위축은 은행보다는 오히려 주가가격의 하락에 의해 더 커다란 영향을 받았을지도 모른다는 증거를 제시하기도 하였다.

한편, <그림 16>은 1997년 이전 일본의 은행대출이 1994년 하반기 중 일시적으로 소폭 감소한 것 말고는 오히려 조금씩이나마 꾸준히 늘어나고 있었음을 상기시켜주고 있다. 이 <그림 16>은 일본에서 은행대출의 감소가 문제가 되었던 시기는 부동산 버블의 붕괴 직후이던 1990년대 초반이 아니라 금융위기가 발생하고 곧이어 디플레이션이 찾아왔던 1998년부터였음을

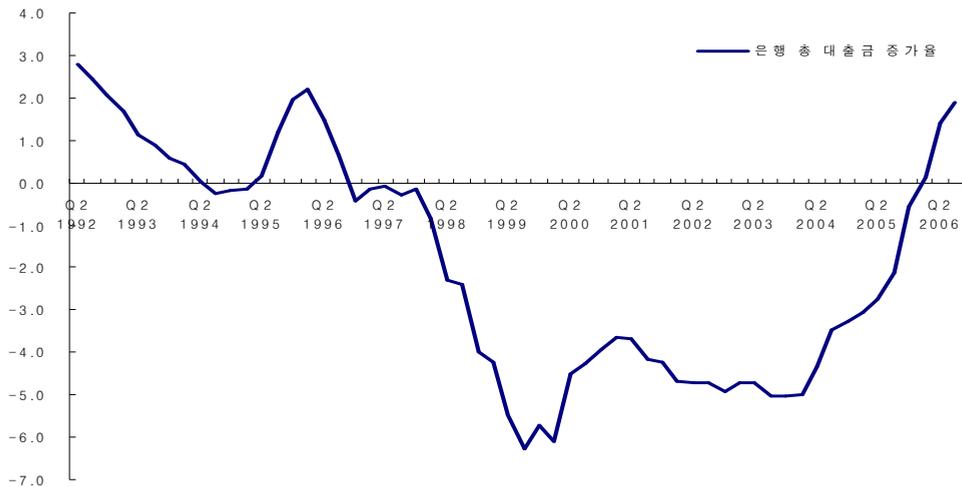
잘 보여주고 있다. 아닌 게 아니라 Woo(2003)는 1990년대 이후 일본에서 신용경색(credit crunch)이 발생한 적이 있었는지를 계량분석을 통해 점검해 보았는데 분석결과에 따르면, 신용경색 현상을 발견할 수 있었던 기간은 금융위기로 가장 심각한 어려움을 겪던 1997년 근처 뿐이었다. 나머지 1990년대 대부분의 기간 동안에는 대출이 풍부하게 可用하였다는 것이다.

Motonish · Yoshikawa(1999)도 1992년부터 1994년까지의 투자 감소는 대부분 실물요인에 의해서 설명이 가능했으며, 1997년부터는 신용경색이 발생하였는데, 이는 실질 GDP 성장률을 1.6% 감소시키는 효과가 있었다고 분석하고 있다. 마찬가지로 Hayashi · Prescott(2002)의 연구에서도 1997년 말에서 1998년 초까지의 기간에는 신용경색이 실제로 나타났었으나 1990년대 내내 신용경색이 만연하였다는 증거는 찾지 못하였다. 또한 Ogawa(2003)는 장기침체의 기간 동안 금융기관의 대출태도(lending attitude)는 회사의 규모에 관계없이 투자에 영향을 미쳤는데, 대출태도가 가장 열악했던 때는 1998년 신용경색때였다고 분석하고 있다.

이러한 거시적 분석 말고도 기업 데이터를 사용한 미시적 분석에서도 일본경제의 자금중개기능의 마비가 “잃어버린 10년”의 기간 내내 경기회복을 가로막지는 않았을 것이라는 반론을 뒷받침하는 연구결과들이 나왔다. Hoshi · Kashyap(1999)에 따르면, 일본 대기업의 경우 이미 1990년 무렵부터 자본시장 자유화를 계기로 은행대출을 줄이는 한편, 직접금융시장

<그림 16> 일본의 은행권 대출 증가율 추이

(단위 : %, 전년동기대비)



자료 : 일본은행

에서 자금을 조달하는 전환과정을 거의 마무리하고 있었다고 분석하고 있다. 이 결과는 1991년 부동산 버블의 붕괴로 은행부실이 쌓이기 시작하고 자본경색 또는 신용경색으로 은행의 자금중개 기능이 마비되었다 하더라도 대기업들은 이미 그로부터 거의 영향을 받지 않는 여건이었음을 시사한다. 더욱이 Hayashi · Prescott(2002)에 따르면, 1990년대의 일본 중소기업들도 버블기간 동안에 쌓아 두었던 현금과 금융자산의 처분을 통해 필요한 투자자금을 충분히 확보할 수 있었다고 주장한 바 있다. 버블 期에 축적해 둔 현금 및 금융자산이 버블 붕괴 이후 나타난 은행대출의 감소에 대해 충분한 완충역할을 했을지 모른다는 의미이다.

이런 연구들이 주장하는 바와 같이 버블 붕괴 이후 금융위기 직전까지 일본의 금융이 실물경제를 특별히 악화시키는 역할을 눈에 띄게 하지는 않았다 하더라도 일본정부가 금융권의 부실을 청산하고 구조적인 문제를 해결하려는 노력을 등한시켰다는 점만큼은 논쟁의 여지가 별로 없는 것 같다. 특히 경기침체가 장기화되면서 정부의 실책으로 가장 신랄한 비판을 받았던 부분 중 하나는 1991년 住專 문제의 발생 이후 1997년의 금융위기까지 6년의 시간이 흐르는 동안 금융문제의 해결을 거의 진전시키지 못했다는 사실이었다. 그리고 금융부실을 적극적으로 해소하지 못했던 일이 1997년 이전까지의 실물경제에 커다란 악영향을 미치지 않는다는 하더라도 금융부실이 계속 누적되도록 한 결과, 1997년 말 금융위기가 발생하였고 그 이후부터는 신용경색으로 인해 실물경제가 악영향을 받지 않을 수 없었다는 점에서 결국은 1991년 버블 붕괴 이후 6년 동안 일본정부가 취해 온 미온적인 대처방식이 결국은 경제에 커다란 악영향을 끼치고야 말았다는 것을 부정하기는 어려워 보인다. 게다가 금융위기가 발생한 이후 2002년 고이즈미 내각이 집권할 때까지의 기간에도 금융부실 청산은 적극적이지 않았다는 평가도 많다. 문제를 발견(identify)하였다면 어떤 식으로든 해결을 해야 하지 이것을 뒤로 미루어 놓을 경우 문제는 더 악화될 뿐인 것이다.

1991년의 住專의 부실채무 비율은 40% 정도였으나 일본정부는 여기에 대한 신속한 해결보다는 경기회복을 통해 저절로 문제가 해결되기를 기다리는 입장이었다. 즉, '경기회복 ⇒ 지가 및 주가상승 ⇒ 부실채권처리 ⇒ 금융불안 해소'의 시나리오를 상정한 뒤 이 시나리오의 제일 첫 부분인 경기회복을 기다린 것으로 볼 수 있다. 그러나 경기가 본격 회복될 것으로 예상되던 1995년에도 고베 지진과 급속한 엔화절상으로 오히려 경기의 하방압력이 생기는 등 기대와 달리 충분한 경기회복은 없었고 그러한 사이에 1995년 말 住專의 부실채무 비율이 75%까지 올라가기에 이르자, 일본정부는 드디어 住專의 처리에 나서지 않을 수 없게 되었다. 아울러 1995년에는 지역 2류 은행이던 Hyogo은행도 파산하였다.

이러한 일련의 사건들이 발생하자 일본정부는 금융불안 해소에 본격적으로 착수하여 1996

년 관련 법안을 작성하는 등의 노력을 기울였다. 이와 함께 주가도 호조를 보여 금융 불안이 순조롭게 해소될 것처럼 보이기도 했으나 오래지 않아 1996년 말부터 주가는 다시 급락하고 20대 은행 중 일부의 경영악화가 표면화되는 등 금융 불안이 재차 심각해졌다. 급기야 1997년에는 니산 생명, 산요증권, 야마이치증권, 홋카이도 칙식은행들이 차례로 파산하면서 본격적인 금융위기가 찾아왔다.

금융위기가 발생하는 것은 사실 어느 경제에서나 발생할 수 있는 일이지만 일본의 경우는 다른 나라에서 찾아보기 어려울 만큼<sup>39)</sup> 매우 오랜 시간 동안 문제를 해결하지 않은 채 방치해 왔다는 점에서 特異했다는 평가를 받고 있다(Katz 2003). 일본이 이렇게 금융구조조정을 지연시켜 온 것은 여러 가지 이유가 있을 것이다. 그 가운데 일본 정치의 구조가 충분한 문제해결 능력이 어렵게끔 만들어져 있다는 점이 많은 지적을 받았다. 문제해결에 앞서 문제를 확인(identification)하는 능력 또한 부족했다는 지적도 있다. 관련 경제주체들 모두가 금융문제의 심각성을 제대로 인식하지 못하고 과거의 성공에 안주하여 안이하게 대처해왔기 때문에 문제를 확인할 수 없었고 문제의 해결도 미온적일 수밖에 없었다는 것이다.

당시 일본에서도, 우리나라의 1998년 금융위기 때 우리에게 많은 참고가 된 바 있던, 스웨덴의 금융구조조정 성공사례를 배워야 한다는 목소리가 높았다고 한다. 그런데 고바야시 게이이치로(小林慶一郎 2000a)의 지적에 따르면, 이 시기의 일본 경제관료들은 ‘경제대국 일본’을 자부하는 데 익숙해져 있었기 때문에 미국 이외의 나라를 일본의 비교대상으로 삼는 것 자체가 우스운 일이라는 불손한 공기가 경제관청에 만연해 있었다고 한다. 아울러 그는 약 5~6년의 충분한 시간이 주어졌음에도 불구하고 일본이 1997년의 금융위기를 피하지 못했던 배경에는 은행위기같은 것은 일본과 비교도 할 수 없는 개도국에서나 발생하는 이상한 현상에 불과하며, 따라서 그런 나라들의 경험이 일본에 유익한 참고가 될 수는 없다는 인식이 팽배해 있었기 때문이었다는 평가를 내리고 있다.<sup>40)</sup>

1991년 이후 5년을 끝다가 결국 1995년에 파산처리된 住專의 처리과정을 보아도 정부의 대응이 매우 미온적이고 투명하지 못하여 금융위기를 객관적으로 평가하고 관리해 나가겠다는 의지를 시장에 보여주지 못했다는 평가를 받았다. 생존력이 거의 없는(moribund) 기업들

39) 대개의 경우, 금융위기 발생 이후 보통 1~2년 만에 대책을 마련하며 6년 이내에 사태가 수습되는 것으로 알려지고 있다. 우리나라의 경우도 1998년과 1999년에 중요한 금융위기 대책이 모두 수립·시행되었으며 대략 2004년부터는 금융위기 재발 우려에서 완전히 벗어났다고 볼 수 있다. 반면, 일본은 1992년 이후 2002년까지 10년 동안 금융위기 상태가 지속되어 왔다.

40) 아울러 그는 “정치지도자들은 정쟁에 해가 지고 날이 새며, 개혁의 이념과 체계를 국민에게 말할 능력을 가지지 못했다. 관료는 완전히 去勢되어 나라를 근심한다는 말조차 꺼내지 못한다.”라며 2000년 당시의 일본의 답답하고 지지부진한 경제구조조정에 대해 개탄을 하고 있다.

을 정리해 버리기보다는 신용보증기관을 통한 직접적인 지원을 계속하였는데, 1999년 들어 신용보증의 전체 은행대출에서 차지하는 비중은 기존의 6%에서 10% 가까운 수준으로 급증하였다. 그리고, 1990년대에 채무이전(debt waiver)을 받았던 400개의 기업 가운데 1/4이 2001년 말까지 도산, 청산 또는 흡수되었고 그 이후에는 더 많은 기업들이 파산하였다는 조사결과도 이 시기의 금융 및 기업 구조조정이 별로 엄격하지 못했거나 효율적이지 못했다는 사실을 간접적으로, 그리고 결과적으로 보여주고 있는 셈이다.

2000년까지 은행의 자산평가 기준이 두세 번에 걸쳐 점점 더 강화되었지만 일반국민이나 시장관계자들 사이에는 은행의 自己査定은 물론 금융청의 査定도 겉으로 드러난 것보다 허술하지 않느냐라는 의심이 뿌리 깊게 퍼져있었다고 한다. 이러한 국민적 불신은 결국 공적자금 사용에 대한 격렬한 반대를 불러 일으켰는데, 이는 구조조정을 지연시키는 또 다른 이유가 되었다. 예를 들어, 2000년 들어 Sogo 백화점이 파산위기에 몰리자 은행과 정부는 Sogo 백화점의 체인점들이 가지고 있던 6,300억엔의 부채를 탕감해 주기로 결정하였지만 그에 필요한 970억엔의 공적자금 사용에 대해 납세자들은 강하게 반대하여 Sogo백화점 불매운동을 벌이기까지 하였다. Sogo는 최종적으로 1조 9천억엔의 빚을 남기고 파산하였다.

#### 사. L자형 침체기간 중의 재정정책

사상 초유의 초저금리를 지속적으로 유지하였음에도 불구하고 경기가 전혀 살아나지 못하는 가운데 일본정부는 경기부양의 수단으로서 재정정책에 크게 의존하였다. 당시 일본의 재정여건은 1980년대까지만 해도 선진국 가운데 가장 건전한 상태를 자랑하고 있었으므로 경기침체에서 벗어나기 위한 정책수단으로 재정책대에 의존하고자 했던 것은 적어도 장기침체 초기의 시점에서는 그다지 무리한 판단은 아니었을 것으로 생각된다.

〈그림 17〉에서 보듯 일본의 정부소비/GDP 비중은 다른 선진국에 비해 상당히 낮은 수준에서 억제되어 왔었는데, 경제 전체에서 정부부문이 차지하는 비중이 작았던 것<sup>41)</sup>은 일본이 건전한 재정을 유지하는 데에 상대적으로 유리한 요인이었을 것으로 생각된다. 국방비는 물론 일반 행정을 위한 지출비용과 사회보장 서비스 제공을 위한 비용 등이 다른 선진국에 비

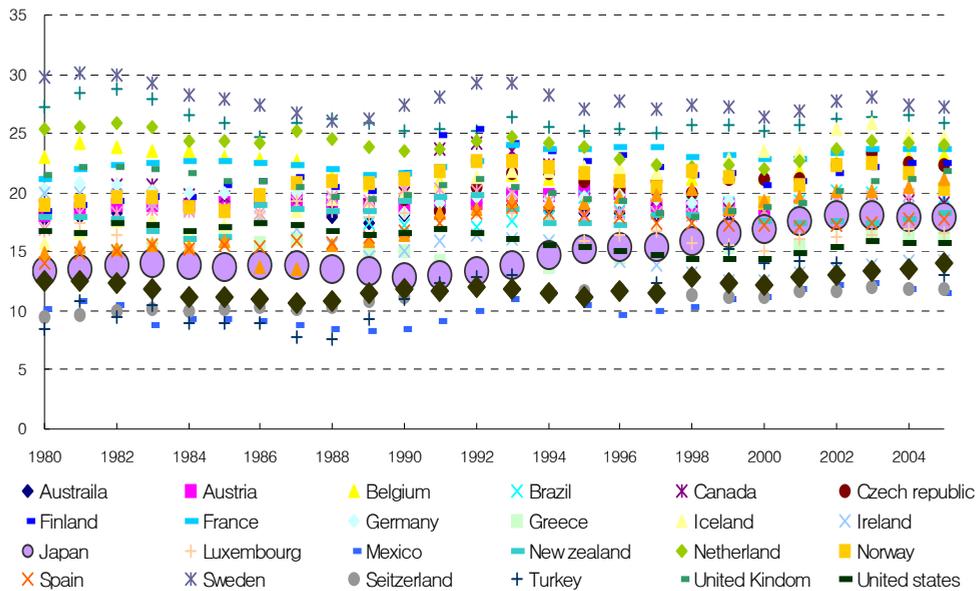
41) 물론, 정부소비는 경제에서 차지하는 정부의 몫을 충분히 포괄하지는 않는다. 정부소비가 표현하고 있는 부분은 중앙정부 및 지방정부, 그리고 사회보장기금이 생산하는 서비스로서 공무원의 인건비 및 물품 구입비 등의 일반행정비와 국방비, 그리고 보건, 교육, 문화, 오락 및 기타 사회서비스의 제공과 사회복지 및 기술개발활동 등이며 정부가 집행하는 공공투자는 정부소비에 포함되지 않는다.

해 적게 드는 구조였다는 의미이다. 이와 같이 상당히 건전한 재정기반이 있었기 때문에 경기가 침체되자 이를 토대로 매우 공격적인 재정지출을 시도하였던 것으로 보인다.

1992년 경기가 침체기에 접어든 이후 1990년대가 끝날 때까지 일본정부는 여덟 차례에 걸쳐 총 126조엔에 달하는 재정확대 지출<sup>42)</sup>을 단행하였다(김동환 2002). 이 규모가 모두 재정적자로 이어졌는지 아닌지는 분명하지 않지만,<sup>43)</sup> 이들을 연도별로 합산하여 2000년 기준 경

〈그림 17〉 OECD 국가들의 정부소비/GDP 비중(경상가격) 연도별 추이

(단위 : %)



주 : 굵은 원이 일본 데이터임.

자료 : International Finance Statistics, Data Stream

42) 1992년 8월 종합경제대책(10.7조엔), 1993년 4월 신종합경제대책(13.2조엔), 1993년 9월 긴급 경제대책(6.2조엔), 1994년 2월 종합경제대책(15.3조엔), 1994년 4~6월 긴급 엔高 대책(7조엔), 1995년 9월 경제대책(14.2조엔) 1998년 4월 종합경제대책(16.7조엔) 등을 포함한다.

43) 이를테면, 정부의 범위에 포함되지 않는 공공기관에 의한 재정집행은 재정적자에 포함되지 않는다. 우리나라의 경우를 보아도 정부의 경기대책에는 공공기관이나 민간의 자금을 동원하는 부분까지 포함하여 발표되는 경우가 없지 않다. 이 경우 경기대책 규모가 전부 재정지출 요인이 되지는 않는다.

상 GDP와 비교해 보면, 각 연도의 경기활성화를 위한 재정지출 규모의 GDP 대비 비율은 1992년 2.2%, 1993년 4.0%, 1994년 4.6%, 1995년 2.9%, 그리고 1998년에는 3.3%에 이르고 있었다. 이와 같이 막대한 재정지출을 거의 매년 집행하였음에도 불구하고 일본경제는 L자형의 침체상태에서 벗어나지 못하였다.

당시 일본경제의 여건을 보면 재정정책이 유용한 경기부양 수단이라고 생각할 이유는 충분히 있었다. 우선 일본 소비자들은 전통적으로 home-bias가 강하여 자금을 해외로 옮기는 성향을 별로 보이지 않았다. 뿐만 아니라 가계는 엄청난 규모의 금융저축을 가지고 있었다. 버블 후 일본에 남겨진 최대 자산은 1400~1500조 엔의 개인 금융자산이었는데, 가계부문에서 현금예금이 차지하는 비중은 1990년의 50%에서 2000년에는 55%로 5%p 정도 늘어나고 있었다. 이러한 상황에서 재정정책이 민간의 소비를 촉진<sup>44)</sup>시킬 수 있다면 재정팽창을 통한 경기부양은 상당히 효과적일 것으로 기대할만 했다. 실제로 장기침체 기간 동안의 감세 및 세출 증가가 적어도 단기적으로는 경기부양 효과를 냈었다는 분석(Kuttner · Posen 2001b)도 있다.

그러나 이 기간 중 경기부양을 위한 재정지출은 주로 공공투자 중심의 자본지출이었기 때문에 민간소비를 직접적으로 촉진시키는 효과는 별로 나타나지 못했다. 재정적자가 눈덩이처럼 불어나는 가운데 경기회복이 이루어지지 못하자 재정지출 확대가 과연 경기부양 효과를 냈었는지 아닌지를 놓고 상당히 뜨거운 논쟁이 이어졌다. 그런데 재정수지가 엄청난 적자를 거듭하는 상황에서는, 학자적 호기심만을 충족시키기 위한 것이 아니라면, 재정지출 확대가 과연 경기를 팽창시키는 효과가 있었느냐 아니면 하나도 없었느냐를 따져보는 것도 중요하겠지만 효과가 있었다면, 재정적자라는 비용을 상쇄할 만큼 그 크기가 충분히 컸는지의 여부도 중요하게 살펴보아야 할 것이다.

Yoshino et al.(2000)의 연구에 따르면, 재정지출 증가의 상당부분을 차지하였던 공공투자<sup>45)</sup>의 승수효과는 1990년대 말 현재 과거의 3.5에서 1에 가까운 수준까지 떨어졌고,

44) 예를 들어, 독일에서는 1993년부터 3회에 걸쳐 세계개혁과 자본시장 개혁을 병행하여 46%이던 현금예금 비율이 33%까지 하락하면서 자금이 투신이나 예금에서 주식으로 이동하여 자본주의를 활성화하는 효과를 거둔 바 있다. 자본이득에 대해서는 원칙적으로 세금을 매기지 않았으며 자본손실(capital loss)에 대해서는 그것이 해소되지 않는 한 거의 영원히 소득세에서 공제의 대상으로 용인해 주었다. 연간소득이 3만 5천 마르크 이하의 저소득층이 주식을 사면 놀랍게도 20% 가량의 보조금을 주기도 하였다고 한다.

45) 전체 예산의 40% 정도가 재정투융자(Fiscal Investment and Loan Program)에 투입되었는데 이는 공식 예산에 포함되지 않는(off-budget) 우편저축과 정부연금기금으로부터 재원을 충당하였다.

Kuttner · Posen(2001b)의 분석에서도 10% 감세의 GDP 부양효과는 4년간 누계치로 9.2%, 10% 세출증가는 이보다 작은 6.7%로 나타났다. 이런 연구결과들은 당시 일본에서의 재정지출 증가가 경제를 살리는 효과보다는 재정적자만 늘이는 결과가 되었다는 견해를 뒷받침하고 있다.

공공투자의 승수가 1990년대 들어 이 정도까지 하락한 데에는 경기침체의 영향으로 한계 소비성향이 감소하고 투자의 소득 민감도가 하락하였다는 이유도 중요했지만 공공투자가 애초에 민간투자와 민간소비를 유발시키기보다는 일자리를 늘이는 것을 목표로 하였기 때문이라는 시각도 있다. 다시 말하여, 효율을 우선하기보다 혜택의 범위를 가급적 확대시키려 했었다는 의미이다. 그 때문에 도시지역보다는 농어촌 지역에 공공투자가 더 많이 배분되었고, 그러다보니 투자의 효율성이 더욱 떨어졌으며 경기부양효과도 크게 나타날 수가 없었다는 것이다. 장기침체의 기간 중 일본의 공공투자가 효율성이 낮았던 사례는 여러 가지<sup>46)</sup>가 알려져 있을 뿐 아니라 장기침체 以前의 버블기간 동안에도 일본의 공공투자는 국제경쟁력이 없는 리조트 개발<sup>47)</sup>에 많은 자금을 투입하는 등 투자효율이 이미 높지 않았었다고 한다.

이와 같이 조세수입이 매년 감소하는 와중에 대규모 재정지출을 연속적으로 집행한 결과, 1992년부터 대폭적인 재정적자가 났고 적자 폭은 매년 빠르게 벌어졌다. 그 결과 선진국 가운데 가장 건전한 재정을 자랑하던 일본은 불과 10년이 지나지 않아 선진국은 물론 세계에서 재정여건이 가장 불건전한 나라로 바뀌어 버렸다. 2000년 회계 연도에 일반정부의 재정적자는 GDP의 무려 10%에 달하였고 총부채는 GDP의 120%에 달하였다. 여기에 사회보장에서의 흑자를 더하면 재정적자는 8%로 줄어들지만 이 수준 역시 선진국 중에는 최고 수준이었다(Ihori 2000). 그리고 경기가 회복된 이후 3년이 지난 2005년에도 일본의 재정적자는

46) 2001년 1월 Financial Times는 일본이 海邊의 60%를 “콘크리트 用器에 집어넣었다(encased in concrete)”고 지적할 정도였다. 비효율적 국책사업의 가장 대표적 사례로는 혼슈(本州)와 시코쿠(四國) 사이의 섬과 섬을 연결하는 대규모 연육교 건설사업이 회자되고 있다. 1998년 4월 총연장 도로 173km와 철도 32km의 세계 최장의 다리노선 3개가 개통되었는데, 실제 교통량은 1999년말 현재 사전예측의 70% 수준에 머물렀다. 교통량이 이처럼 적다보니 이 다리를 관리하는 혼슈-시코쿠 連絡橋 公團의 요금수입은 8백85억 엔밖에 되지 않아, 1999년 말 부채 3조8천3백92억 엔의 이자 1천4백87억 엔을 지불하기에도 모자랐다. 낭비적 재정사업의 또 다른 예로 자주 거론되는 사례는 다나카 가쿠에이(田中角榮) 전총리의 고향 니가타(新潟) 니시야마조(西山町)의 포장도로 건설 사업이다. 이 도로 밑에는 히터를 묻어놓아 눈이 쌓이지 않도록 했지만 사람의 그림자가 하나도 없을 정도로 이용이 부진했다고 한다. 반면, 정작 투자를 많이 했어야 했을 수도권 고속도로는 요금이 700엔이나 되지만 차량을 소화하지 못하여 주차장을 방불케 하였다고 한다.

47) 당시 10만엔이면 괄이나 하와이 관광을 즐길 수 있던 시기에 비행기 값만으로 5만엔이 드는 홋카이도 개발을 위해 상당한 규모의 재정자금을 썼던 것으로 알려지고 있다.

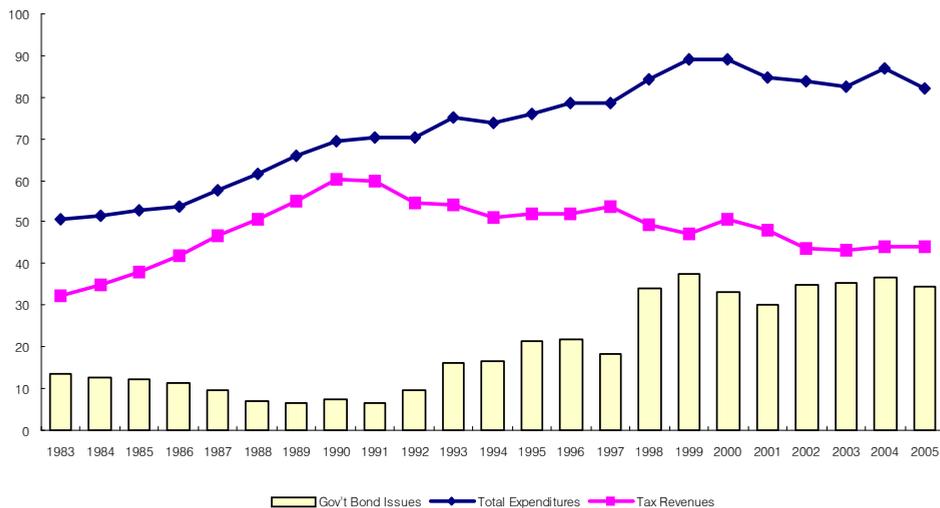
GDP의 6%를 넘고 있는 실정이다.

장기침체 이후 지금까지 일본의 재정이 악화되던 과정 가운데 가장 놀라운 특징은 일본의 조세수입이 장기침체와 더불어 감소해 왔다는 점이다(〈그림 18〉). “잃어버린 10년” 동안 여러 번에 걸쳐 엄청난 규모의 재정지출을 단행한 것도 일본의 재정악화에 주요 원인인 것이 사실이지만 이에 못지않는 근본원인으로서 조세수입이 감소추세에 접어들었다는 점, 즉 장기침체와 더불어 일본의 과세기반이 와해되었다는 점에도 주목해 보아야 할 것이다. 일본이 1990년대에 걸쳐 집행한 총 126조 엔의 재정지출은 그 규모도 엄청나거니와 조세수입이 추세적으로 감소하는 여건에도 불구하고 그렇게 많은 재정지출이 집행되었다는 점에서 더욱 흥미롭게 음미해볼 필요가 있다고 생각한다.

일본의 조세수입 감소에 대해 Kuttner · Posen(2001b)은 장기침체에 따른 경제성장의 둔화가 가장 중요한 원인이라는 설득력 있는 설명을 하고 있다. 그들은 일본의 경상 GDP에 대한 조세수입 탄력성이 1.25라고 가정한 뒤 생산성 향상 속도가 장기침체 이전의 수준인 연간 2.5%를 유지할 수 있었다면, 즉 일본경제가 장기침체에 빠지지 않았다면, 사회복지장부문을 제외한 재정적자는 거의 발생하지 않았을 것이라고 시사하고 있다.

〈그림 18〉 일본의 중앙정부 총지출, 조세수입 국채발행액 추이

(단위 : 조엔)



자료 : 일본 재무성

일반적으로 경기변동은 재정수지에 대해 일시적인 영향을 미친다. 그런데 일본의 경기침체는 일시적이 아닌 10년 이상의 장기간에 걸쳐 지속되었으며 그러다보니 재정수지에 대한 영향이 단기에 그쳤어야 할 경기요인도 일시적이 아닌 장기에 걸친 구조적 요인처럼 보이게 되었을 수도 있다. 그러나 일본의 조세수입이 1992년부터 감소세로 돌아선 것은 장기침체, 즉 경상 GDP성장률 하락만으로는 충분히 설명되기 어렵다고 생각한다. Kuttner · Posen(2001b)에서 가정하고 있는바 일본의 조세탄력성이 1.25라 함은 경상 GDP 1단위 증가에 대해 조세수입은 1.25 단위 늘어난다는 의미이다. 그런데 일본의 경상 GDP가 감소하기 시작하였던 것은 1998년부터였고 1997년까지 경상 GDP는 부진하나마 증가를 계속하고 있었다(〈그림 19〉). 따라서 그 논리대로라면 적어도 경상 GDP가 증가하고 있던 1997년까지는 조세수입은 계속 늘어나고 있었어야 했을 뿐 아니라 조세탄력성이 1.25라면 조세수입은 경상 GDP 증가보다 더 빠르게 늘어나고 있었어야 했다. 그런데 실제로는 〈그림 18〉에서 보는 바와 같이 일본의 조세수입은 경상 GDP가 감소하던 1998년이 아니라 그보다 6년 전인 1992년부터 이미 감소를 시작하고 있었다. 그 결과, 일본의 조세부담률도 1990년에는 13.8%를 기록하였으나 1998년에는 한자리수인 9.8%로 낮아졌고 그 이후에도 계속 하락하여 2005년에는 8.7%에 불과하였다.

〈그림 19〉 일본의 경상 및 실질 GDP 성장률 추이

(단위 : %)



주 : 1980년~1993년은 1995년 기준가격, 1994년 이후는 2000년 기준 가격임.

자료 : 일본 내각부

물론, 장기침체가 조세수입 감소에 결정적인 영향을 미쳤을 것이라는 점에는 이론의 여지가 없다. 그러나 일본의 조세수입 감소를 설명하기 위해서는 적어도 장기침체 과정에서 과세기반에 대한 모종의 심각한 잠식이 일어났거나 일본의 조세구조가 경기침체에 너무 취약하게 구성되어 있었을 가능성도 생각해 보아야 할 것이다. 일본의 税源은 극히 작으며 특히 가계부문의 세원은 더욱 그러하고, 임금근로자들은 불공평하게 많은 세부담을 지는 반면, 소기업 소유자와 농어촌 거주자들은 거의 아무런 세금을 내지 않는다고 알려져 있다.<sup>48)</sup>

불과 몇 년 만에 재정이 크게 악화되던 과정을 장기침체 기간의 경기변동과 연계하여 좀 더 자세하게 살펴보기로 한다. 먼저 자산버블이 확장을 거듭하던 1988년에서 1990년까지 3년 동안 실질 GDP 성장률은 연평균 5.8%를 기록하였었다. 그러나 1991년 4월 이후의 부동산가격 하락과 더불어 1991년 2/4분기부터 실질 성장률도 크게 둔화되기 시작하였다. 1992년 들어서는 1/4분기부터 성장률이 1%대로 떨어졌다.

이에 대응하여 일본정부는 1992년 8월과 1993년 4월에 GDP의 5%에 달하는 대규모 재정 부양 패키지를 발표하였지만 실제 집행된 규모는 그보다 훨씬 작은 GDP의 2% 정도였다. 또한 1992년부터 1994년까지의 3개년 동안 실질 성장률의 평균은 0.8%로서 1%에도 미치지 못하였고 특히 1994년 1/4분기의 성장률은 전년동기대비 -3.2%까지 내려갔다. 이러한 경기침체에 대해 1994년 11월 일본국회는 GDP의 0.6%에 해당하는 소득세 특별 감세안을 통과시켰는데, 이는 1995년에서 1997년 회계 연도 초까지만 유효한 한시적 감세였다.

성장률이 버블기의 약 6% 정도에서 갑자기 1%대 이하로 급락하였다면, 이는 상당히 충격적인 경기위축으로 받아들여졌을 것으로 짐작된다.<sup>49)</sup> 게다가 그 동안 일본의 재정은 다른

48) Ihori(2000)에 따르면, 일본은 다른 나라에 비해 개인소득세 최고세율은 높지만 개인 소득세 稅收規模는 작는데, 이는 税源이 넓지 못하기 때문이다. 전통적으로 일본에서는 자영업자들이 부담하는 세부담이 불공평하게 적다는 일반적인 믿음이 있으며, 그에 대한 임금근로자의 불만을 완화시키기 위해 자영업자들에 비해 임금근로자들에게 관대한 세금공제 조항을 많이 만들어 놓았다. 그리고 노인층에 대한 세금공제가 관대하여 인구노령화의 진행에 따라 노인층보다 젊은 층의 세부담이 상대적으로 증가하는 구조를 가지고 있다. 한편, 소비세의 경우에는 과표 산정시 아주 단순한 방법(special simplified procedure for measuring the tax base)을 채택하고 있고 모든 단계의 거래에 있어 送狀 시스템(invoice system)이 필요하지 않도록 되어 있어 과표를 정확하게 계산하기 매우 어려워, 허위 내지 불성실 신고를 하려는 강한 인센티브를 제공하고 있다고 한다. 또한, 불필요하고 중요하지 않은 면제 및 공제 등이 너무 많이 남아있다고 한다.

49) 우리나라에서 외환위기가 발생하던 1997년 말, IMF 팀이 來韓하여 1998년의 경제성장률 전망치(내지 IMF 프로그램상의 목표치)를 기존의 6~7%에서 3%로 하향조정한다는 발표를 하자 수많은 국민들이 커다란 충격에 휩싸였었다. 제2차 오일쇼크 때 말고는 실질 경제성장률이 3%까지 내려가 본 적이 한 번도 없었기 때문이었다. 그러므로 1991년 당시 일본의 실질 성장률이 버블기의 약 6%에서 갑자기 1%대로 하락한 사실은 일본국민들에게도 커다란 충격으로 다가왔을

선진국에 비해 예외적이라 할 만큼 건전한 상태를 유지하여 왔었음을 감안할 때 1992년의 GDP 대비 2.2%, 1993년의 GDP 대비 4.0%, 그리고 1994년의 GDP 대비 4.6%의 재정팽창은 규모가 엄청나게 크긴 했지만 당시 일본의 입장에서는 시도해보지 못할 정도로 크지는 않았을 것이라고 판단된다. 그리고 앞서 언급한 바와 같이 당시의 경기침체를 순환적인 일시적 침체로 판단하고 있었다면 경기가 회복되는 대로 세수도 다시 늘어나면서 재정적자는 만회할 수 있을 것으로 생각하였을 가능성이 높다.

1995년에는 1월의 고베(神戸)지진에도 불구하고 연간 성장률은 1.9%까지 올라갔고 1996년에는 2.6%까지 높아졌다. 그리고 1997년 1/4분기 성장률은 전년동기대비 3.7%로 버블붕괴 이후 6년 만에 가장 높은 값을 기록하였다. 이러한 경기회복을 배경으로 일본정부는 경기부양보다는 재정건전화에 관심을 돌릴 여유가 생기기 시작했던 것이 아닐까 생각된다. 이미 일본의 재정수지가 심각한 수준까지 악화되었을 뿐 아니라 장기적으로 볼 때도 인구 노령화로 정책적 노력 없이 저절로 재정수지가 개선될 가능성은 별로 없다고 보았을 것이다. 또한 그 당시까지의 실적을 보면, 경기는 확장을 지속하고 있었으므로 경기부양을 위한 더 이상의 재정팽창이 필요하지 않다고 판단했을지 모른다. 게다가 세출을 삭감하고 세입을 늘이는 재정건전화를 하더라도 방법을 잘 택할 경우 경기를 위축시키지 않고 오히려 경제성장에 도움이 될 수 있다는 소위 “경기부양적 재정건전화(expansionary consolidation)” 주장도 당시의 일본으로서는 매력적이고 흥미로운 대안이었을 것으로 생각된다.

이에 따라 1997년에는 한시적 소득세 감세를 당초의 예정대로 철폐하였을 뿐 아니라 여기에 더하여 소비세 세율을 3%에서 5%로 인상하였다. 아울러 1997년에는 국민연금 각출료율을 인상하였다. 이러한 조치들의 결과로서 전체 국민부담률이 약 2%p 정도 증가하였다. 소비세율을 인상한 것은 “경기부양적 재정건전화”에서 권고하는 방향, 즉 직접세보다는 간접세를 중심으로 이동하는 것이 유리하다는 분석결과와 부합하는 것이었다.

그러나 사실상 일본의 재정건전화 정책은 “경기부양적 재정건전화”의 방향과 상당히 어긋난 것이었다. 1960년대 이후 OECD 20개국의 재정건전화 정책의 경험을 실증적으로 분석한 Alesina · Perotti(1996), Perotti(1996) 등의 연구에 따르면, 재정 건전화에 성공한 경우의 73%는 세출삭감을 위주로 하였으며, 증세를 해서 성공하였던 경우는 법인세나 간접세를 중심으로 하되 세율인상보다 세원확대를 통한 것이었다. 그리고 가계에 대한 조세 및 사회보장기여금의 증가는 거의 손대지 않았었다.

여기에 비추어 볼 때, 일본의 1997년 소비세 세율 인상은 간접세를 중심으로 했다는 점

---

것으로 추측해 볼 수 있다.

에서는 “경기부양적 재정건전화”와 부합하였지만 세원확대보다 세율인상에 의존<sup>50)</sup>했기 때문에 소기의 성과를 거두기 어려웠지 않았을까 생각된다. 뿐만 아니라 “경기부양적 재정건전화”에서는 성공적인 재정건전화를 위해 세출삭감이 중요하다고 강조했었는데도 일본정부는 별다른 세출삭감을 하지 않았으며(〈그림 18〉 참조), 가계의 세부담을 가급적 늘이지 말도록 권고하였음에도 소비세율을 인상하고 국민연금 각출료율을 인상하였다. 이러한 점들은 “경기부양적 재정건전화”의 권고에 역행하는 것이었다.

당시 일본이 재정건전화를 위해 세출삭감보다 소비세율 인상에 의존하였던 것은 어느 정도 이해되는 측면도 있다. 즉, 1992년 이후 세수가 지속적으로 감소하고 있는 상황이므로 재정건전화를 위해서는 가장 핵심적인 과제가 세수 증가에 있다고 판단했던 것 같다. 그러나 부가가치세제를 염두에 두고 만들어진 소비세의 세율인상이 정상적인 부가가치세제의 효율을 발휘하기에는 심각한 결함이 있었다는 주장(Ihori 2000)으로 미루어 볼 때 1997년의 증세가 경기부양적 재정건전화가 되기에는 상당한 한계가 있을 수밖에 없었다고 판단된다.

또한, 재정긴축의 주요 수단이 세출삭감이 아닌 증세였기 때문에 재정긴축의 시그널 효과를 거두기 어려웠던 점도 있었을 것으로 생각된다. 즉, 재정긴축이 소비자들이 갖는 미래의 세부담에 대한 우려를 줄임으로써 소비확대를 유도하기 위해서는 아무도 예상하지 못했을 정도의 과감한 세출삭감, 그것도 정부가 정치적인 이유 때문에 일반적으로 하기 어려운 것이라고 생각하는 부문의 세출에 대한 과감한 삭감을 통해서 비로소 기대할 수 있는 효과이다.

정부가 정치적으로 줄이기 어려운 세출이라 함은, 그로 인해 불이익을 받는 유권자들의 숫자가 상대적으로 많은 지출항목들을 의미한다. 예를 들어, 공무원의 수를 줄인다는 건 수많은 사람이 혜택을 받던 복지지출을 줄인다는 건 하는 것들이다. 여기에 비해 공공투자 지출은 관련된 사람들이 건설회사 직원, 토지를 공급하는 토지소유자 및 공공투자시설 주변의 주민들을 비롯하여 비교적 소수에 불과하므로 이를 줄이는 것은 공무원 수를 줄이거나 복지 지출을 삭감하는 것에 비해 그다지 정치적으로 어려운 일이라고 보기는 어렵다. 그러므로 공공투자 지출을 줄이는 것은 일반인들에게 정부의 재정건전화 의지를 확인시키는 데에 별로 도움이 되지 않는다. 왜냐 하면 이 지출은 줄이기가 쉬웠던 것처럼 늘이기도 쉬워, 당장에는 이것을 줄인다 하더라도 이 지출은 언제고 또 다시 늘어날 수 있다고 보기 때문이다.

그런데 1997년의 재정건전화 조치는 정치적으로 별로 어렵지 않다고 알려져 있는 공공투자지출조차 줄이지 않았다. 또한 이 시기의 재정긴축은 증세를 통한 것이었기 때문에 미래

50) 2000년의 시점에서도 일본의 세원확대 노력은 거의 없었다는 평가가 나온 바 있었다(Ihori 2000). 1997년의 재정정책에서는 세원확대가 세율인상과 함께 동시에 이루어졌다고 보기는 어렵다고 판단된다.

의 증세에 대한 심리적 부담은 완화하였을지 몰라도 당장 소비자들의 가처분소득을 줄임으로써 현재의 소비를 직접적으로 위축시켜 경기부양적 재정긴축의 효과를 상당히 상쇄시켰을 것으로 판단된다.

더욱이 우리로서는 상상하기 어려운 엄청난 재정적자와 그에 따른 급격한 정부부채의 증가에도 불구하고 일본의 장기금리는 거의 상승압력을 받지 않았으므로 재정적자가 크게 확대되었지만 그에 따른 투자에 대한 구축효과는 나타나지 않았었다. 재정적자가 매년 대규모로 발생하였지만 재정 인플레이션(fiscal inflation)에 대한 우려가 커지기는커녕 1998년부터는 오히려 디플레이션이 왔다. 경기부양적인 재정긴축이 달성되려면 재정긴축으로 금리가 하락하여 투자가 촉진되는 역구축효과(crowding-in)가 나타나야 했지만 당시의 금리는 이미 극히 낮은 수준, 더 이상 낮아지기 불가능한 수준이었기 때문에 금리하락을 통한 투자활성화 효과를 기대하기도 어려운 측면이 있었다.

Kuttner · Posen(2001b)은 구조적 VAR 분석을 해 본 결과, 당시 일본의 재정적자가 끊임 없이 확대되고 있었음에도 불구하고 전반적인 일본의 재정정책 기조는 1997년 이후 대체로 긴축적이었다는 결론을 내고 있다. 장기침체 기간 동안 재정정책 기조는 당연히 팽창기조를 유지하여야 했지만 실제의 재정기조는 팽창과 긴축을 번갈아 오고가는 등 일관성이 없었기 때문에 재정정책이 경기부양에 별다른 효과를 거두지 못했다는 얘기다. 이들은 그나마 재정을 큰 폭의 적자로 유지했기 때문에 더 심각한 경기침체를 막을 수 있었다는 주장을 한다.

그러나 이러한 지적은 너무 일방적인 평가일지 모른다고 생각한다. 소비세율 인상의 直前年度인 1996년에는 이미 조세수입이 일반회계 총지출의 66%밖에 담당하지 못하고 있었고 재정적자폭도 심각한 수준까지 벌어져 있는 상황이었을 뿐 아니라 경기회복도 어느 정도 이루어지고 있었음을 감안할 때 재정을 건전화시키려던 시도를 일관성이 없었다는 이유로 비판을 하는 것은 공정한 평가는 아닐 것이다.

필자의 판단으로는 재정건전화의 효과가 나타날 겨를도 없이 외부요인에 의한 경기위축, 즉 1997년 말의 금융위기와 아시아 외환위기에 따른 국내외적인 불안요인이 갑자기 불거졌으며, 이를 계기로 일본경제는 다시 불황과 디플레이션에 빠지게 된 것이라고 생각한다. 이러한 외부적 요인들을 미리 예견해 가면서 정책을 마련할 능력을 가진 정부는 매우 드물다고 보아야 할 것이다. 정확하게는 1997년 5월부터 일본경제는 다시 침체국면으로 접어들었으며 그에 따라 재정기조도 다시 팽창기조로 전환될 수밖에 없어 1997년의 재정건전화 시도는 극히 짧은 수명밖에 누리지 못한 것이다.

이상에서 살펴 본 바와 같이, 1990년대 중반의 일본의 재정건전화 정책에 있어서 아쉬웠던

점은 비효율적인 공공지출을 너무 대규모로 확대시켰다는 점과 1997년의 재정건전화는 경기 부양적 재정건전화 논의에서 권고하는 세출삭감 중심이 아니라 소비세 및 소득세, 그리고 국민연금 각출료 등 소비자에 대한 세부담을 늘이는 성격이었고, 그러한 세부담 증가의 방법도 세원확대가 아닌 세율인상 중심으로만 이루어졌다는 점을 들 수 있겠다. 그러나 다른 어떤 것보다도, 경제가 장기침체의 과정을 겪고 있었음에도 불구하고 일시적이고 반복적인 재정팽창만에 너무 의존하였던 점이 뼈아픈 실책이었다고 할 수 있겠다. 당시의 일본으로서는 경기침체가 정말로 장기화되는 것인지에 대한 인식이 1997년까지도 아직 분명하지 않았던 것으로 보인다. 만약 경기침체가 장기화될 것으로 생각하였더라면 재정을 크게 악화시킬 것이 분명한 대규모 재정팽창은 시도할 수 없었을 것이기 때문이다.

### 5) 금융위기의 발생과 두 번째 경기침체(1997~1998)

일본경제가 1990년대 초부터 유례없는 장기침체를 겪었다지만 1997년 말까지만 해도 일본사람들은 별로 고통을 체감하지는 못했던 것 같다. 장기침체에 들어간 것이 1992년부터였으나 적어도 1997년 1/4분기까지는 실업률도 그다지 높지 않았고 실질 임금도 그다지 줄어 들지 않았다. 그리고 앞서 언급한 바와 같이 일본사람들은 풍족한 금융자산을 보유하고 있었기 때문에 경기가 L자형의 침체를 계속하고 있었음에도 불구하고 생계에 위협을 느끼는 심각한 침체로 받아들이지는 않았을 것으로 생각된다.

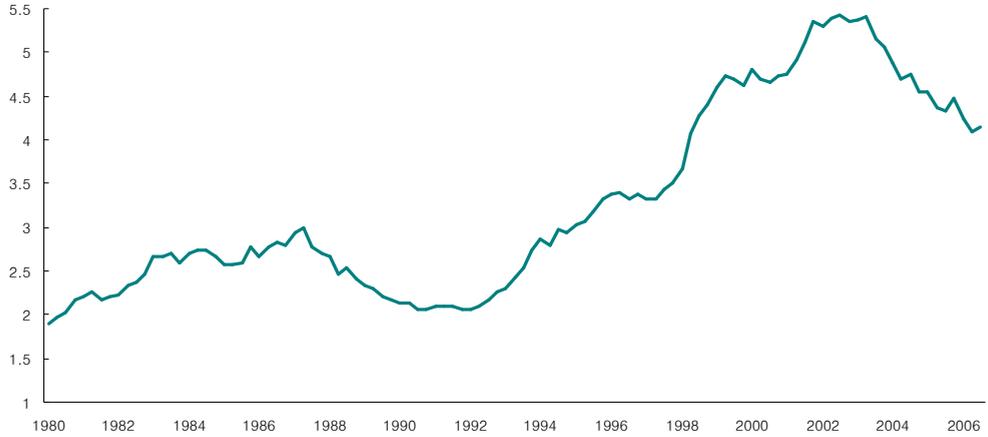
그러나 1997년 말부터 실업률은 크게 상승하기 시작하였고 동시에 실질임금도 하락하기 시작했다. 1980년대 일본의 실업률은 연평균 2.5%였다가 1992년부터의 경기침체에도 불구하고 1990년대 전반기에는 오히려 연평균 2.4%로 낮아지기도 했다. 그러다가 1995년 이후에는 3%를 초과하기 시작하여 1997년까지 3년 동안에는 각각 연평균 3.15%, 3.37%, 3.40%로 점차 높아졌고 1997년 4/4분기에는 드디어 3.5%를 넘어서기 시작하였다(〈그림 20〉).

금융위기가 발생한 다음 해인 1998년에는 경기침체가 심각해지면서 실업률도 4%를 넘었으며 일본의 실업률은 그 이후에도 계속 상승하여 2002년에는 5.4%까지 올라갔다. 또한 1998년부터는 경제 전체적인 명목 피용자보수도 감소하기 시작하였다(〈그림 21〉). 이로써 미루어 볼 때 1997년 말부터 비로소 일본국민과 정책당국자들은 경기침체의 심각성을 체감하기 시작한 것으로 짐작된다. 즉, 잃어버린 10년의 마지막 1/3 쯤에 가서야 일반 국민들과 정책당국자들은 일본경제가 당면하고 있는 문제들의 심각성을 깨닫기 시작한 것이다.

<그림 20>

일본의 실업률 추이

(단위 : %)

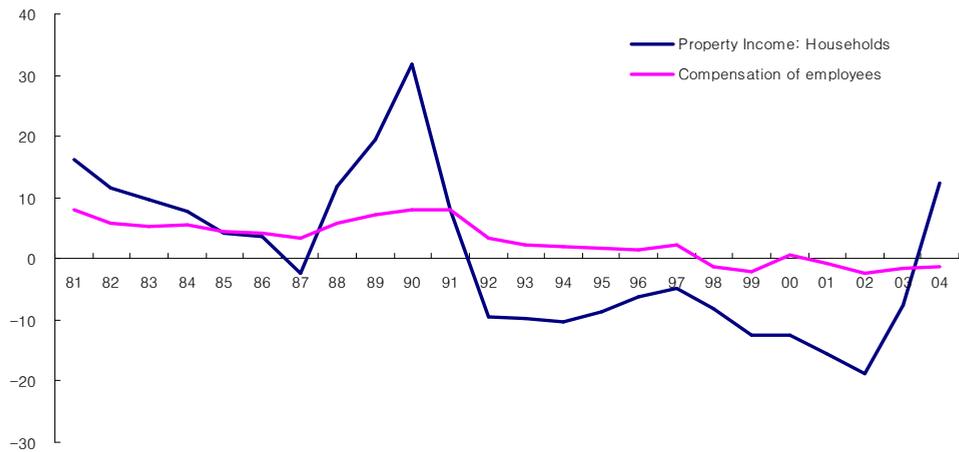


자료 : 일본 후생노동성

<그림 21>

일본의 피용자보수 및 가계의 재산소득 증가율(경상) 추이

(단위 : %)



자료 : 일본 내각부

## 가. 금융위기의 발생

1997년 말은 일본에 금융위기가 발생했던 시점이다. 1991년 이후 점차 불거지기 시작한 부실채권 문제가 해결이 계속 지연되면서 점점 심각성을 더해 가다가 급기야 1997년말에 이르러 위기국면으로까지 발전한 것이었다. 1991년 부동산 버블 붕괴 이후 금융권 부실채권에 대한 본격적인 처리가 미루어지면서 문제가 점점 더 확대되었는데, 1995년 중반에 이르러서는 두개의 대형 신용조합과 지방은행이 부실채권 문제로 파산하였고 가을에는 Daiwa 스캔들이 발생하였다. 그리고 住專 문제가 발생하였고 그 처리를 위해 민간 및 공적자금이 투입되었다.

당시 住專의 전체 총 손실 6조 4100억엔 가운데 55%인 3조 5천억엔은 住專의 설립은행(founding banks)들이 부담하였고 27%인 1조 7천억엔은 대출은행들이, 8%인 5300억엔은 농협관련 금융기관들이, 그리고 나머지 10%인 6800억엔은 정부가 부담하였다(Miyajima · Yafeh 2003). 이와 같이 금융권이 어려움을 겪게 되자 Euro market에서는 일본의 은행들의 부채에 대해 0.7% 가량의 “Japan Premium”이 처음으로 나타났고 신용평가기관들은 일본은행들의 신용등급을 낮추기 시작하였다. 당시 주요 은행들의 신용등급은 AA 이상이었지만 주전위기와 은행의 구제 이후에는 많은 은행들의 신용등급이 하락하였는데, 장기신용은행, 일본채권은행, 북해도 척식은행, 그리고 Daiwa 등은 A에서부터 BBB까지 내려갔다.

금융위기 발생 직전이던 1996년, 일본은 수수료 경쟁을 허락하고 개인의 해외금융계좌 보유한도를 없애는 한편 은행, 증권, 보험사들 사이의 경쟁을 허용하는 내용의 2001년까지 진행될 금융 빅뱅을 선언하였다. 이는 일본의 금융시스템을 자유화하려는 것이었는데, 금융시스템을 보다 투명하게 하고 보험과 증권관련 규제를 완화하며 기업에 대한 감세를 단행하며, 금융시장에 신규진입을 보다 자유롭게 하자는 것이었다. 구체적으로 살펴보자면, 금융재건위원회(Financial Reconstructing Committee)와 금융감독청(Financial Supervisory Agency)을 설립하였고 중앙은행의 독립을 보장하는 것이 골자였다. 이 금융 빅뱅은 향후의 일본의 금융구조조정의 골격을 제공하는 역할을 함으로써 장기적으로 일본의 금융발전에 기여할 수는 있었으나 일 년 뒤에 벌어질 금융위기를 사전에 방지하기에는 역부족이었던 것으로 보인다.

금융에 문제가 발생하였을 때 그 해결에 신속히 나서지 않고 약간 지연되는 것은 대부분의 나라에서도 전형적으로 있는 일이지만 일본과 같은 선진국이 금융문제의 해결을 지연<sup>51)</sup>하거나 금융문제 발생 자체를 부인을 한 경우는 없었다고 한다(Katz 2003). 결국 1997년 11

51) 미국은 S&L 위기가 발생하자 GDP의 3%를 들여 5년 만에 문제를 해결했던 것에 비해 일본은 10년 이상 문제를 해결하지 못하였다. Kuttner · Posen(2001a)은 일본의 금융문제 처리를 위한 최종비용이 GDP의 20%에 달할 것으로 예측한 바 있다.

월 금융위기가 발생할 때까지 정책당국은 은행문제를 해결하기 위한 본격적인 착수를 하지 않았으므로 금융부실의 문제는 민간이 스스로 해결할 수밖에 없었고 결과적으로 문제해결에 시간이 더 걸렸다.

문제해결의 지연 속에, 소비세 증세가 있던 1997년 4월 이후 거시경제여건이 악화되기 시작하여 5월부터는 경기 사이클도 위축기로 접어들었다. 그리고 거시경제의 침체는 부실채권 문제의 악화를 더욱 가중시킬 수밖에 없었다. 결국은 1997년 11월 산요증권(三洋證券)과 北海島拓植銀行, 야마이치 증권, 도쿠시마 시티 은행 등 네 곳이 파산하는 일본 최초의 금융위기 상황, 사실상의 bank run이 발생하였다.<sup>52)</sup> 1997년 11월 3일 산요증권이 은행간 대출시장(loan market)에서 채무를 불이행한 것을 시작으로 11월 중순에는 北海島拓植銀行이 붕괴되었고, 11월 말에는 4대 증권회사이던 야마이치 증권이 붕괴되었다. 이에 따라 일부 대형은행의 신용등급이 BBB 또는 BB까지 하락하였다.

이 가운데 4대 증권사 중 하나이던 야마이치 증권의 도산은 충격으로 받아들여졌다. 이 때문에 은행간 익일물(overnight) 시장의 폐쇄가 있었고, Nikkei225 주가는 10월 평균 17,274 포인트에서 금융위기 상황이 벌어지던 11월에는 12,000 포인트 아래로 폭락하기도 하였다. 정부가 산요, 호카이도, 야마이치 증권을 기존의 선단식 방식에 따라 구제하지 데에 실패하자 일본 사람들은 전통적인 금융시스템이 무너졌음을 철저하게 깨닫게 되었다. 은행예금자들은 은행에 대한 불안으로 자신들의 예금을 은행에서부터 우편예금으로 이동시키거나 현금을 선호하였는데, 이러한 경향은 1998년 상반기에서 시작하여 1999년 상반기까지 계속되었다.<sup>53)</sup>

1998년 3월에는 금융위기 관리위원회(Financial Crisis management Committee)가 구성되어 신용불안의 진정을 위해 은행부문에 대한 공적자금을 투입하였으나 은행문제의 완벽한 처리에 대한 확신을 주지 못한 채 여름 들어서는 戰後 일본 사상 최대 규모의 은행 도산으로 기록될 長期信用銀行의 위기가 발생하였다. 1998년 4월에는 금융기관들을 대상으로 적기시정조치가 도입되었는데, 이 조치의 도입으로 국제결제은행 기준에 의한 자기자본비율이 낮은 금융기관들은 신용등급이 내려갈 수밖에 없었다. 신용등급이 내려가는 경우 정부로부터 영업정지처분 등을 당할 가능성이 예고되어 있었기 때문에 금융기관들은 스스로 시급히

52) 1997년 말 현재, 도쿄 미쓰비시 은행 등 상위은행들의 경우 적자결산을 감행하여 부실채권 처리를 거의 마무리 지었으나 나머지 금융기관들은 부실채권 문제로 압박을 받고 있었다. 대체로 금융기관 중 1/3은 처리완료, 1/3은 진행중, 1/3은 미착수의 상태였던 것으로 알려져 있었다. 그리고 이와 같은 금융기관의 부실채권 처리를 완료하는 데에는 향후 몇 년이 더 걸릴 전망이다. 라는 것이 당시 일본 내의 분위기였다.

53) 이 기간은 단칸 대출태도가 악화되었던 기간과 일치하고 있다.

자산 건전성을 확보해야 했었다. 이는 또한 금융기관들이 기업에게 과거의 메인뱅크제도 하에서와 같은 형태의 지원을 계속할 수 없게 되었음을 의미하는 것이기도 했다.

특히 종합건설 회사들이 부도위기에 몰리면서 회사갱생법 적용을 신청하는 사례가 급증하였다. 그 동안 종합건설업계는 구조조정 때문에 직장을 잃은 사람들을 중심으로 고용을 늘여왔었다. 그런데 종합건설회사가 위기를 맞아 대량 실직의 가능성이 높아졌고 전반적인 고용불안이 초래될 우려를 초래했다. 이런 과정을 통해 금융 불안이 실물부문의 불안으로 파급되기 시작하였다.

1998년 6월에는 일본정부는 금융청(financial Supervision Agency)을 설립하여 금융 감독 책임을 대장성에서부터 넘겨받아 독립된 기관으로 운영되도록 하였다. 그리고 이를 모체로 2000년 7월 금융청이 탄생하였다. 이는 소위 재금분리, 즉 재정(大藏省)과 금융의 분리로 인식되었는데, 이런 조치를 단행했던 데에는 住專 문제를 계기로 부각된 大藏省의 금융행정상의 실정과 그와 관련하여 드러난 정관계 관련자들의 부패상이 직접적인 원인이었다. 또한 경제의 발전단계에 비해 뒤떨어져 있던 금융행정도 과거의 호송선단 체제에서 탈피하여 사전감시, 재량축소, 룰에 의거한 투명한 행정으로 전환하는 근본적 개혁을 하지 않을 수 없다는 이유도 있었다. 새로이 설립된 금융청의 주도하에 새로운 대차대조표 검사(inspection) 방법이 도입되었고 이에 기초하여 초대형 은행 중 도쿄 미스비시 은행을 제외한 나머지 모든 대형 은행과 이류(second tier) 은행 대부분에 대해 조건부 공적자금 투입이 시행되었다.

1998년 10월에는 2001년 3월까지만 적용되는 시한입법인 금융재생법과 금융기능조기전환화법 등 소위 금융 2법이 만들어졌다. 이들 금융 2법은 필요시 금융기관을 어떤 형태로든 국유화<sup>54)</sup> 해버릴 수 있도록 함으로써 은행의 경영진에 대해 강한 압박을 가하는 효과를 도모하는 동시에 재부가 건전한 대형 은행에게 공적자금을 투입한 뒤 경영개선을 강제하고 이를 발판으로 은행재편을 유도하려는 목적을 가지고 있었다. 실제로 1998년 가을에는 금융재생법에 따라 장기신용은행과 일본채권신용은행이 국유화되었다. 또한 일본정부는 12월에 금융재생위원회(Financial Reconstruction Committee)를 발족시켜 공적자금 규모를 종전의 규모보다 두 배로 늘어난 60조엔(나중에 70조 엔으로 증액)으로 설정함과 동시에 일본채권신용은행(日債銀)을 파산 처리했으며 1999년 1월에는 모두 7조 5천억 엔의 공적자금을 투입하였다.

이후 몇 달간 예금이 다시 은행으로 돌아오고 대형은행들은 대출에 대한 차환을 줄이는 모습을 보였다. 그러나 이러한 개혁과정에서의 규율은 실제로는 그다지 엄격하지 못하였던

54) 일본정부가 투입한 공적자금의 상당액은 보통주보다 배당은 많고 주주총회의 의결권은 없는 우선주 형태로 들어갔는데, 모두 보통주로의 전환권이 있어, 필요할 때는 정부가 은행주주로서 경영에 개입할 수 있었다.

것<sup>55)</sup>으로 알려져 있으며 강제적인 통합이나 자본재투입(recapitalization)에 있어서는 거의 진전이 없었다. 당초 제안된 1998년 말의 신용 리스크 검사 매뉴얼에 따르면, 불실채권의 판단기준을 채무초과액을 일정기간(기본 2년 이내, 금융기관이 지원중이면 5년 이내)에 해소 못하는 경우로 정하였고 파산우려 대상인 금융기관은 채무초과분을 손실로 계상해야 하였는데, 이는 당시 일본으로서는 획기적으로 엄격한 것이었다. 그러나 1999년 4월부터 시행된 최종적 매뉴얼은 기준이라고 할 수도 없을 만큼 느슨해진 것이었다.<sup>56)</sup> 느슨한 개혁이 진행되다보니 금융위기 이후에도 일본의 금융부문은 부실채권이 계속 누적되고 이윤을 내지 못하는 취약한 상태를 벗어나지 못하였다.

일본의 감독당국이 엄격한 규율을 적용하지 못하였던 사례로서는 2001년 9월에 1조 7천억 엔의 부채를 남기고 파산했던 마이카루의 경우를 들 수 있다. 1998년 초 S&P와 Moody's는 마이카루의 신용등급을 BB- 및 BB의 정크수준으로 평가하고 있었으며 2000년 봄 S&P는 이를 다시 B로 낮추었다.<sup>57)</sup> 그러나 일본의 신용평가기관들과 금융감독청은 그보다 훨씬 높은 등급을 부여하고 있었다. 또한 장기신용은행이 파산하기 4개월 전에는 채무초과가 4조 엔이었음에도 불구하고 1998년 6월에 바젤 원칙에 따라 계산했다고 발표된 자기자본 비율은 10.32%에 달하였다. 이러한 사례들은 금융 감독청이 정확한 숫자를 숨기고 싶어 하는 것이냐 하는 강한 불신을 심어주는 근거가 되었다고 한다. 금융위기 당시 우리나라에서 벌어졌던 상황과 마찬가지로, 정부의 부실채권 추정치는 민간 분석가들의 추정치에 비해 매우 작았지만 나중에는 민간 분석가들의 추정치가 더 정확했던 것으로 드러나곤 하였다. Fisher (2001)에 의하면, 금융청이 금융위기를 다루는 데에 있어 과거에 비해 진전된 모습을 전혀 보이지 못하였다고 할 수는 없지만 불행히도 공공부문이 문제해결을 주도하였던 적은 사실상 한 번도 없었다.<sup>58)</sup>

금융위기 이후 일본 금융부문의 조정과정이 신속하지 못하였던 근원적인 이유 가운데 하나로써 일본의 금융위기가 우리나라와는 달리 대기업의 과다채무 때문이 아니라 중소기업에

55) 미국의 S&L 위기 때는 은행과 S&L 임원 중 1600명이 유죄판결을 받았다고 한다. 이에 비해 일본은 그보다 훨씬 대규모의 위기를 겪었음에도 불구하고 2001년까지 단 100건의 고발이 있었을 뿐이라고 알려져 있다.

56) 최종 매뉴얼에서는 기업의 재건기간을 5년에서 20년까지(후지타 5년, 佐藤工業 10년, 長谷 코퍼레이션 15년, 青木建設 20년 등)잡아 놓았다. 그러나 青木建設의 경우 2001년 11월에 도산하였다고 한다.

57) 이는 대략 3년 내 파산확률이 16% 정도이며 7년 내 파산할 확률은 25% 정도임을 의미한다.

58) It would be an injustice to the Financial Services Agency not to recognize that progress has been made in dealing with the banking system. Unfortunately, however, at no time has the official sector really gotten on top of the problem(Fisher 2001).

대한 과잉대출에 기인하였다는 점을 들 수 있다. Hoshi · Kashyap(1999)은 일본의 금융위기의 연원은 1980년대 후반 자본시장 자율화 이후 대기업의 자금조달이 은행에서부터 직접금융으로 이동하면서 은행의 대출도 전통적인 계열사 대출(keiretsu lending)에서부터 주로 토지를 담보로 한 중소기업 대출로 전환된 것으로 거슬러 올라갈 수 있다는 주장을 하고 있다. 이와 같이 일본의 금융위기는 대기업이 아닌 중소기업에 대한 대출이 문제가 되면서 금융권에 부실채권이 누적된 결과였기 때문에 대기업이 주로 관련되었던 우리나라의 금융위기보다 신속한 해결이 더 어려웠을 수도 있었다고 생각된다.

### 나. 전후 최악의 경기침체

금융기관들이 줄지어 파산하기 직전이던 1997년 5월부터 일본경제는 하강기에 접어들고 있었다. 이 경기침체는 1999년 1월까지 이어지는데, 이 시기의 경기침체는 일본국내의 금융위기와 함께 아시아 외환위기까지 겹치면서 전후 최악의 상태가 되었다. 경기가 침체되기 이전 7년간에도 평균성장률은 1.5%밖에 되지 않았었는데, 금융위기와 함께 찾아온 침체기 동안에는 5개 분기 연속 마이너스 성장을 하여야 했다. 소비심리가 극도로 위축되는가 하면 국민소득도 2차 대전 이후 처음으로 감소하였다. 그리고 1998년부터는 소비자물가지수가 지속적으로 하락하는 디플레이션이 찾아왔다(〈그림 22〉).

〈그림 22〉 일본의 주요 물가지표 증가율 추이

(단위 : %, 전년동기대비)



자료 : Datastream

디플레이션과 마이너스 성장은 일본경제의 전통적인 이중구조에 치명적인 타격을 주었다. 식료품 산업의 경우 고용인원의 6%를 방출하지 않을 수 없었고 전체적으로는 1997년에서 2002년 중반까지 250만개의 일자리가 사라졌다(Katz 2003). GDP가 마이너스 성장을 하고 부실채권 문제가 악순환을 이루면서 사태는 가속도적으로 악화되어 대형 슈퍼마켓인 마이카루(マイカル)가 자신의 주거래은행인 第一勸業은행이 추가운전자금의 지원을 거부하자 파산하였으며 이와 관련한 보통사채의 채무불이행이 사채시장에 영향을 미쳐 BBB 이하의 사채가 폭락하는 일이 벌어졌다. 이 와중에서 한 대형 상사의 주식은 한때 한 株當 17엔에 매각되기도 하였다.

### (1) 미래에 대한 불안감 확산에 따른 소비심리의 위축

대략 이 시기부터 일본경제의 침체는 구조적 요인들이 복합적으로 작용한 결과라는 점이 더욱 분명해졌다. 우선, 실업률이 크게 높아지면서 미래의 소득 흐름에 대한 불안감이 확산되어 소비지출이 둔화되었다. 1998년 일본의 실질 민간소비는 전년대비 0.8% 감소하였는데 이와 같은 소비 부진은 소비자들의 미래에 대한 불안감 때문이라는 점을 가계저축률의 추이를 통해서도 파악해 볼 수 있다.

버블붕괴로 일본경제가 장기침체로 접어들기 직전이던 1991년, 일본 가계의 순저축률은 15.0%까지 상승하였다가 그 뒤 경제가 장기침체로 성장이 부진해지면서 가계 순저축률도 계속 하락하였다. 이는 일본 소비자들이 저축을 줄여가면서 모자라는 소득을 소비에 충당하는 모습으로 해석할 수 있다. 그런데 1998년에는 가계 순저축률이 전년의 10.4%에서 11.6%로 갑자기 높아졌다(<그림 23>). 경기 침체 하에서 갑자기 저축률이 높아진 이유는 일본소비자들이 미래에 대해 갑작스런 불안감을 느꼈고, 그 불안감에 대비해 두기 위해 예비적 동기(precautionary motive)에 따라 소비를 줄이고 저축을 높였기 때문이라고 평가할 수 있다.<sup>59)</sup>

자금순환표상의 개인부문 자금과부족 추이를 보아도 일본 소비자들이 1997년과 1998년 중에 여유자금의 규모를 늘리고 있었음을 알 수 있다(<그림 24>). 이것 역시 일본 국내의 금융위기와 아시아 외환위기 발생으로 전후 최악의 경기침체가 찾아오자 일본 소비자들은 미래에 대한 불안을 느꼈고 이에 대응하기 위해 소비지출을 억제하였음을 말해주고 있다.

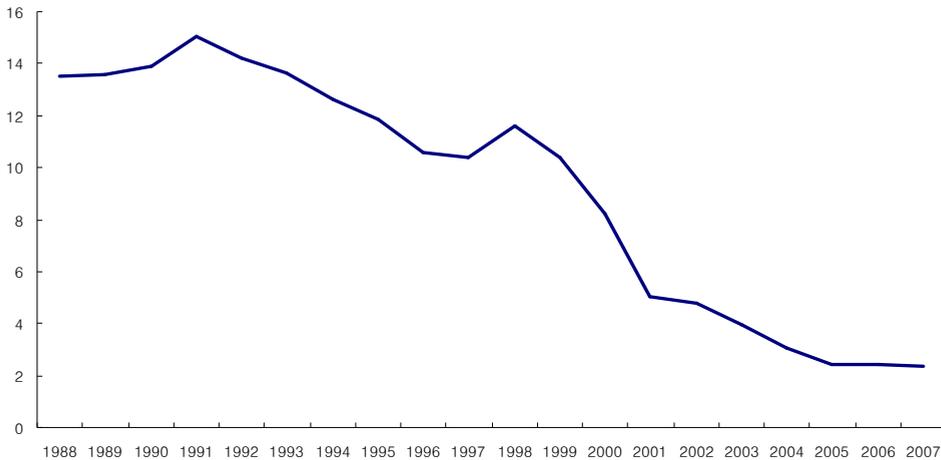
59) 우리나라에서도 1998년 경제위기가 닥치자 소비자들이 예비적 동기에 따라 소비를 억제하면서 가계저축률이 급상승하였던 적이 있었다.

그러나 일본 소비자들의 예비적 동기에 따른 소비억제가 장기침체 기간 내내 계속 진행되었다고 말하기는 어려워 보인다. 1997년과 1998년에 여유자금 규모와 저축률이 약간 올라갔던 것을 제외하면 추세적으로는 1990년대 이래 개인의 소비대비 여유자금 비중과 가계 순저축률은 계속 하락하여 왔기 때문이다. 경제상황이 위기상황에 가깝던 1997년과 1998년 두 해를 제외하면, 1990년대 장기침체 기간 동안 일본소비자들이 미래의 불안감 때문에 소비를 억제하고 저축을 늘렸던 행동은 거시적인 의미를 가질 만큼 뚜렷하지는 않았었다고 판단된다.

경기가 침체에 빠졌느냐 아니냐 하는 순환적 시각보다 좀더 장기적으로 시야를 넓혀 보았을 때, 일본 소비자들은 적어도 노후에 대한 불안감 정도는 실제로 가지기 시작했던 것 같다. 1998년에 실시된 정부의 한 설문조사에 따르면, 20세 이상 일본국민의 73%가 노후생활을 걱정하고 있는 것으로 나타났는데, 수치는 10년 전 조사에 비해 크게 상승한 것이었다고 한다. 그리고 근로자들을 대상으로 한 설문조사에서는 “미래의 사회보장 시스템의 미래를 신뢰하지 않고 매우 걱정한다(very worried)”는 응답자의 비율이 60%에 달하였다는 것이다 (Schoppa 2001).

〈그림 23〉 일본의 가계부문 순 저축률 추이

(단위 : %)

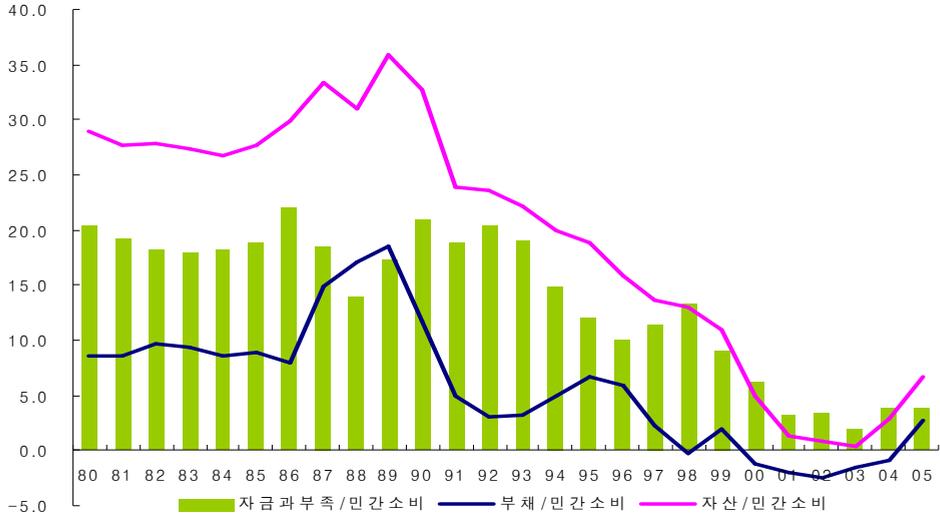


주 : 2006~2007년은 전망치임.

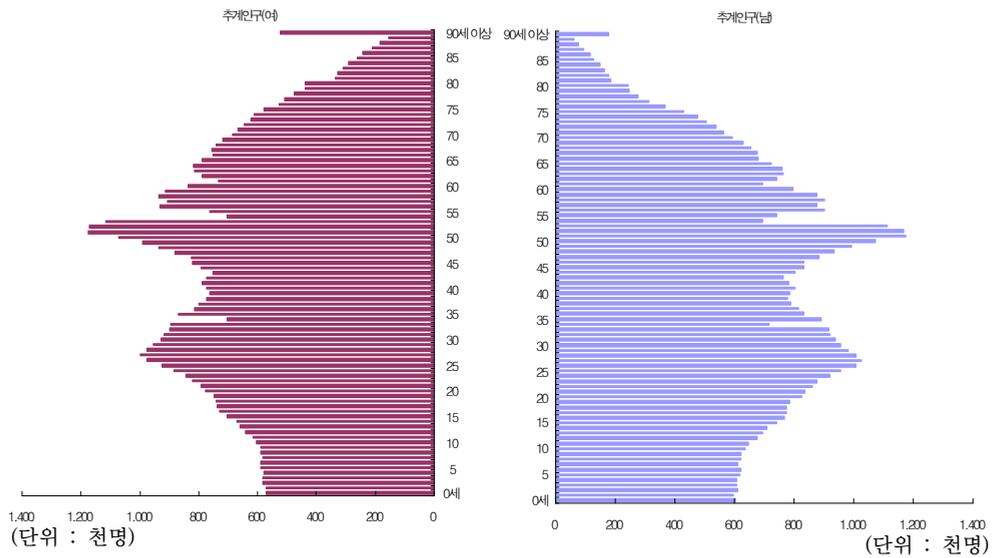
자료 : OECD Economic Outlook 79 database

〈그림 24〉 일본의 개인 부문 자금 과부족 추이

(단위 : %)



〈그림 25〉 일본의 성별 및 연령별 인구분포(2006년 현재)



자료 : 일본 후생노동성

아닌 게 아니라 장기침체기 동안 일본 소비부진의 구조적인 문제로서 가장 두드러진 것 중 하나가 노령화 문제였다. 일본은 가장 노령화가 진전된 국가로서 2005년에 이미 전체 인구수가 감소하기 시작하였으며 앞으로 약 20년이 채 지나지 않아 일본 인구의 절반이 노령층이 될 것으로 추정되고 있다(〈그림 25〉). 2001년 현재에도 1인가구의 비중은 전체 가구수의 약 1/4을 차지(DBJ 2002)할 정도로 일본의 전통적 가족의 개념 내지 행태는 이미 상당한 변화를 겪고 있었다. 가족으로부터의 부양을 기대하기 불가능하다는 인식이 확산된 것이다. 게다가 일본의 연금제도가 소비자들에게 별로 확실한 신뢰를 주지 못하면서 굉장히 많은 사람들이 노후생활에 대한 불안을 느끼게 되었으며 노후에 대한 대비를 스스로 하지 않을 수 없다는 생각이 깊게 뿌리를 내리게 되었다. 이에 따라 일본의 소비자들은 미리부터 소비를 줄이고 저축을 해 놓으려는 인센티브를 갖게 되었다. 실제로, 개인들이 보유하고 있던 금융자산의 약 50%는 소비성향이 낮은 60세 이상의 세대가 보유하고 있었는데, 이는 그것 자체로 소비가 활발한 증가를 가로막는 중요한 인구학적 요인으로 등장하였다.

## (2) 금융시장 자금증개기능 약화

한편, 금융위기가 발생하자 금융부실이 실물경제로 확산되는 모습을 보였다. 부동산 버블이 붕괴되던 1990년대 초에도 자본경색(capital crunch) 현상이 나타났었음은 앞서 언급한 바와 같으나, 1997년 금융위기를 전후하여서 나타난 자본경색은 매우 심각하였다. 대부분의 자본경색이 그러하듯이 이 당시 일본의 자본경색도 관련규제 때문에 초래(regulatory driven) 되었다고 할 수 있다. 즉, 1997년 11월 北海島拓植銀行이 파산하자 대장성은 적기시정조치(PCA: Prompt Corrective Action)를 위한 건전성 정책 가이드라인을 시행하였는데, 이는 위험조정자본(RBC: Risk Based Capital) 비율이 일정 수준<sup>60)</sup>이하로 떨어지면 대장성이 은행에 개입할 수 있도록 하는, RBC 기준을 처음으로 제도화하는 내용이었다.

이처럼 감독당국이 은행들로 하여금 스스로의 자산을 엄격하게 평가하지 않으면 안 되도록 강한 압박을 가하자 은행은 물론 금융시장 전반에 걸쳐 대규모의 음의 자본충격(negative capital shock)이 발생하였고 곧이어 은행들이 실제로 대출을 줄이기 시작하면서 자본경색 현상이 발생한 것이다.

감독기준이 강화되면서 일본의 은행들은 1997년과 1998년에 각각 13조 3천억엔과 13조 5

60) RBC 비율은, 1998년 4월 국제업무에 대해서는 8%가 적용되었고 1999년 국내은행업무에 대해서 4%가 적용되었다.

천억엔의 천문학적 규모의 대손충당금을 쌓았으며 1998년 10월과 12월에는 장기신용은행과 일본채권은행이 국유화되었다. 그리고 1999년 3월에는 16개 대형은행에 RBC 요건을 충족시키기 위한 공적자금 7조 5천억엔<sup>61)</sup>이 투입되었다. 공적자금의 투입은 陽의 자본충격(positive capital shock)으로서 은행으로 하여금 자본경색에서 벗어나게 해주었으며 1998년과 1999년에는 더 이상 자본경색이 발생하지 않았다. 그러나 이 정도의 공적자금으로는 1997년 말부터 시작된 陰의 資本衝擊을 완전히 상쇄하는 데에 역부족이었으며 자금중개기능의 위축을 완전히 정상화시키지는 못하였다.

은행의 파산은 은행에 의존하는 대출자에게만 부정적인 충격으로 다가온 것이 아니라 통화정책의 파급경로를 제한하는 거시적인 역할까지 하였다(Watanabe 2004). 실제로 대출과 성장에 대한 연구결과를 보면, 1990년대 이후 세 차례에 걸쳐 발생했던 일본의 경기침체 가운데 대출이 성장에 영향을 준 것은 두 번째 경기침체인 이 기간 동안뿐이었다(Hayashi · Prescott 2002).

일본의 은행대출 잔액은 1998년 1/4분기 529조 9,950억 엔에서부터 30개 분기 동안 연속하여 전년동기대비 감소를 지속하였다. 그 결과, 2005년 3/4분기에는 1998년 1/4분기의 73% 수준인 387조 2950억 엔으로 줄어들어 있었다(<그림 15>). 이 과정에서 가장 커다란 영향을 받았던 부문은 기술수준과 채산성이 낮고, 많은 부채를 가지고 있으며, 채권시장에 대한 접근이 어려운 소기업들이었다.<sup>62)</sup> 은행대출이 이노베이션을 뒷받침하기 위한 자금원으로서 별로 중요한 역할을 하지 않았었음에 비추어 볼 때 장기침체기 동안의 은행대출의 감소는 주로 운전자금 등 경상경비의 충당을 위해 은행대출을 이용하던 소기업들에게 커다란 영향을 주었을 것으로 추정되고 있다(Miyajima · Yafeh 2003).

은행의 실질이윤과 은행의 대출태도에 대한 확산지수(diffusion index)를 분석한 Motonish · Yoshikawa(1999)의 연구에서도 대기업의 경우 금융제약은 투자부진의 중요한 요인이 아니었던 반면, 소기업에게는 중요한 투자부진의 요인이었던 것으로 나타나고 있다. 또한 누적 채무와 투자의 관계를 기업단위 데이터(Annual report of Financial Statements for Incorporated Business)를 사용하여 분석한 Ogawa(2003)의 연구 역시 부채자산비율(ratio of debt to total asset)이 소기업 설비투자에 유의한 陰의 효과를 나타낸 반면, 대기업에 대해서는 통계적으로(statistically) 작은 영향밖에 주지 않았던 것으로 추정하고 있다.

금융기관의 자금중개기능 약화가 기술수준과 생산성이 낮은 소기업들에게 상대적으로 커

61) 6조 2천억엔은 우선주, 1조 3천억엔은 후순위채권의 형태로써 정부가 인수하였다.

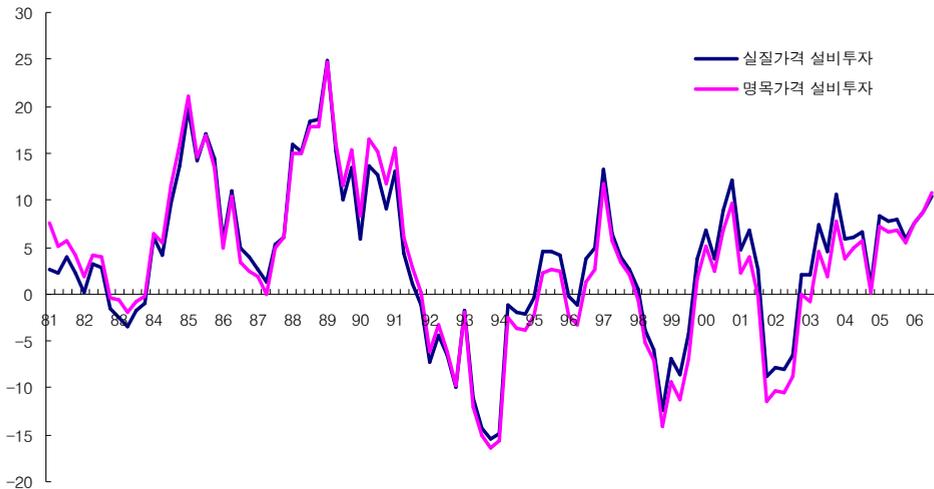
62) 주가를 관찰해 보면, 운송장비, 전기, 정밀 기계장비 등의 산업들은 부동산, 건설 및 직물과 같은 산업들보다 훨씬 사정이 나았다고 한다.

다란 타격을 주면서 경제 전반을 위축시키기도 했지만, 장기적인 시각에서 볼 때 긍정적인 부분도 없지 않았다고 할 수 있다. 전통적으로, 생산성이 낮은 소규모 기업들이 금융위기를 거치면서 일종의 창조적 파괴의 과정을 밟았다고도 볼 수 있기 때문이다. 즉, 취약한 기업들이 정리되었다는 점에서 이 과정은 일본 경제의 미래를 위해 반드시 해롭기만 했던 것은 아니었다는 의미이다.

금융위기와 조정과정을 거치면서 기업들은 은행들이 기존대출을 不時에 회수할지 모른다는 막연한 불안감을 갖게 되었다. 그 결과, 기업들은 차입을 통해 신규투자를 늘리기보다는 채무상환을 우선시하는 방어위주의 전략을 택하였는데, 이에 따른 신규 기업투자의 위축은 경제 전반에 걸친 투자부진을 초래함으로써 미래의 성장잠재력이 저하될지 모른다는 우려를 낳았다. 예를 들어 기업의 현금흐름(순유입액)과 설비투자액은 1997년까지만 해도 거의 비슷한 균형을 유지했으나 1998년과 1999년에는 기업이 채무상환을 우선시하면서 투자가 감소세에서 벗어나지 못하였고 2001년과 2002년에도 설비투자는 감소세를 기록(<그림 26>)하였다.<sup>63)</sup>

<그림 26> 일본의 설비투자 증가율 추이

(단위 : %, 전년동기대비)



자료 : 일본 내각부

63) 2002년에도 기업의 순유입액은 54조 엔인 데 비해 설비 및 재고투자는 31조엔에 불과하여 기업의 수익성이 개선됨에도 불구하고 투자가 부진한 현상이 지속되었다.

한편, 금융위기 이후 일본 은행들의 기업대출은 줄어든 반면, 개인에 대한 대출은 급속히 확대되었다. 2000년 이후 금융기관들은 개인에 대한 대출기준을 경쟁적으로 크게 완화하고 개인 신용한도를 대폭 확대하면서 개인의 금융부채가 빠르게 늘어나기 시작한 것이다.

금융위기를 겪고 난 후, 돈을 빌려 투자를 늘리기보다는 차입금을 상환하려 했던 일본 기업들의 방어적인 전략, 그리고 은행의 대출 가운데 기업대출보다는 개인에 대한 대출이 크게 늘어났던 점들은 우리나라에서도 금융위기 이후 일어났던 일들이었다. 다만, 우리나라의 경우보다는 정도가 심하지 않았던 것으로 판단된다. 2000년 이후 늘어나기 시작했다고 하는 개인대출을 보더라도 개인부문의 부채의 감소속도가 완화되는 정도(<그림 24>)였지, 2001년과 2002년의 우리나라에서처럼 개인부채가 폭증하여 개인의 여유자금 규모가 마이너스로 돌아서는 정도는 아니었다. 또한 기업투자도 우리나라의 경우와 달리 2002년 들어서는 완만한 증가세로 전환되었으며 그 뒤부터는 더 이상의 감소 없이, 일본 경제회생의 核心動力으로서의 역할을 충분히 해내고 있을 정도다.

### (3) 디플레이션의 발생

일본경제가 금융위기와 함께 전후 최악의 경기침체를 겪으면서 1999년부터는 소비자물가가 전년대비 지속적으로 하락하는 디플레이션이 발생하였다. 물론 과거에도 소비자물가가 하락하는 일이 한 두 차례 있었던 것은 사실이지만 그것들은 모두 일시적이었다. <그림 27>에서 보듯이 1986년 4/4분기에서 1987년 1/4분기까지, 1995년 2/4분기에서 1996년 1/4분기까지 관찰되던 소비자 물가의 하락은 주로 엔화환율의 급속한 절상 이후 찾아오곤 하였다. 그리고 엔화가 절하하면 소비자물가의 하락세는 금방 멈추곤 하였다. 그러나 1999년 이후의 디플레이션 기간 동안에는 엔화가 2000년 4/4분기 이후 약세로 돌아섰음에도 불구하고 소비자물가의 감소세는 그치지 않았고 물가하락의 폭은 오히려 더 커지기까지 하였다.

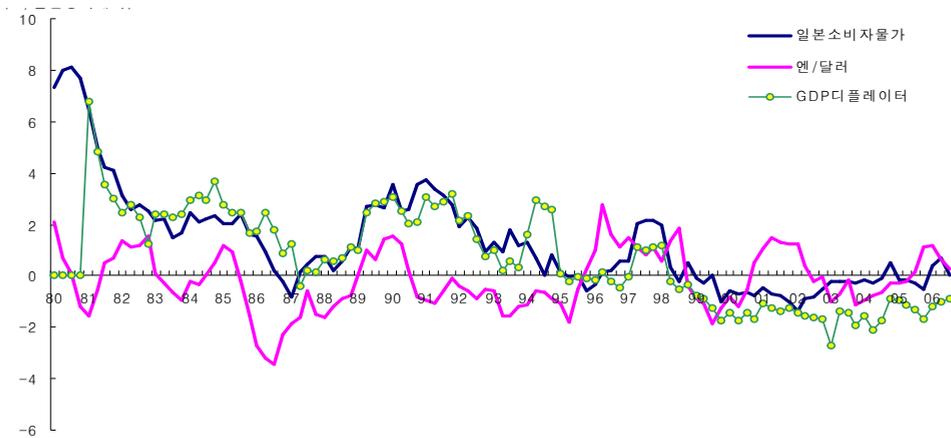
과거 일본경제는 여러 면에서 너무 물가가 비싼 경제였음은 이미 널리 알려져 있었다. 일본 내부에서도 디플레이션으로 물가가 하락하자 이를 “가격파괴” 내지 “좋은 디플레이션”이라며 긍정적으로 받아들이기는 견해도 있었던 것이 사실이다. 즉 디플레이션은 전통적으로 물가수준이 매우 높았던 일본경제가 인젠가는 필연적으로 겪었어야 했던 조정과정이었으며,

그런 의미에서 일본의 디플레이션은 긍정적인 현상으로 받아들여야 한다는 주장이었다. 특히 봉급생활자 및 연금생활자들에게 디플레이션은 자신의 실질 소득 내지 실질 재산가치가 상승함을 의미하는 것이었기 때문에 디플레이션이 경제에 부정적인 영향을 준다는 사실을 별로 체감하기 어려웠을 것이다.<sup>64)</sup>

실제로, 소비자물가의 지속적인 하락은 그만큼 일본소비자들의 실질 구매력을 증가시킴으로써 궁극적으로는 소비증가를 통한 성장재개의 토대를 마련한 것으로도 볼 수 있었다. 특히, 몇 가지 품목의 경우 규제완화 내지 유통시스템의 효율성 증가, 또는 기술진보 내지 이노베이션에 의해 가격이 하락하였었는데, 이는 문제시할 필요가 전혀 없는, 오히려 장려해야 할, “좋은 디플레이션”으로 간주되었다(Hayami 2001).<sup>65)</sup> 예를 들어, 중국산 의류를 대

〈그림 27〉 엔화환율 변동률과 일본 CPI 및 GDP 디플레이터 상승률 추이

(단위 : %, 전년동기대비)



자료 : 일본은행, 일본 내각부

- 64) 이와 관련하여 디플레이션이 빠른 시일 내에 해소되지 못하였던 데에는 그것이 적지 않은 정치적 지지를 받았었기 때문이라는 주장도 있다. 일본 국민들의 투표율을 보면, 20대의 투표율은 20%대, 60대의 투표율은 60%대로서 연령대와 투표율이 거의 일치하고 있는데, 일본 금융자산의 2/3를 보유하고 있는 60~70대에게 디플레이션은 일어날 수 있는 일 중에 가장 좋은 일이라는 것이다. 디플레이션으로 큰 피해를 보는 계층은 경제부진으로 인해 고용이 늘지 않음에 따라 일자리를 구하기 어려웠던 젊은 층이었다.
- 65) 이런 견해는 일본은행이 한동안 고수해 오던 입장이었다. 이로써 미루어 볼 때 통화정책적 측면에서 디플레이션을 불식시키려는 노력은 디플레이션 발생 이후에도 한동안 적극적이지 않았던 것으로 짐작해 볼 수 있다.

량으로 판매함으로써 높은 수익률을 내던 한 의류 판매회사의 활발한 활동은 전통적인 영업 방식을 고수하던 기업들이 본받아야 할 모범사례로 각광을 받기도 하였다

실제로, 고이즈미 정부에서 경제개혁을 주도했던 다케나카 헤이조 前 경제재정 및 금융장관의 회고에 따르면, 2002년 2월 일본정부가 ‘디플레이션 종합대책’을 수립하여 대책을 취하려 했었지만 실현할 수 없었는데, 이는 당시 사회 전체적으로 디플레가 좀처럼 중요한 과제로 인식되지 않고 있었기 때문이었다고 하였다. 경제학자들은 디플레를 문제시하는 발언을 상당히 해왔으나 일반인들은 그다지 관심을 가지지 않았는데, 그 이유는 첫째, ‘일본의 물가는 세계적으로 상당히 비싼 편이니까 물가가 낮아지는 것은 좋은 일이 아닌가’라는 소비자의 논리가 있었고 둘째로는 ‘기업이 코스트 삭감을 필사적으로 하여 물건 값을 내리는 것이 어째서 나쁜가’라는 논리가 있었다는 것이다.

그러나 1999년 디플레이션이 시작된 지 얼마 지나지 않아, 그것을 규제완화나 경쟁촉진의 결과로 발생한 긍정적인 현상으로 보기에는 너무 심각하다는 사실을 깨달을 수 있었다. 디플레이션은 기업과 금융기관에 산적해 있던 부채의 실질부담을 증가시킬 뿐 아니라 가격이 더 내려가기를 기다리는 소비자들의 디플레이션 기대심리로 내구재의 구입이 지연되면서 경기가 살아나지 않는 원인이 된 것이다. 여기서 한 걸음 나아가 파산위기에 몰린 기업들이 무작정 가격파괴에 나서면서 경쟁관계에 있는 건실한 기업들까지도 한계상황으로 몰아넣는 일들이 벌어졌다.<sup>66)</sup> 부실기업이 정리되지 않음에 따라 과잉공급이 나타났고, 이로 인해 가격 수준이 전반적으로 하락하는 디플레이션이라면 경제 전체를 위해서도 좋을 것이 별로 없다는 것이다.

일본의 금융기관들이 안고 있던 부실채권규모가 150조엔에 달하던 당시의 상황에서 디플레이션이 발생한 것은 일본의 금융구조조정을 위해서도 매우 불리한 일이었다. 디플레이션이 고비용구조의 해소에 기여하고 장기적으로 일본경제의 체질을 강화시켜주는 역할을 한 것을 전혀 부인하기는 어렵겠지만, 가격하락이 정말로 긍정적인 현상이라면 디플레이션이 그렇게 오래 지속되기는 어렵지 않겠느냐라는 생각을 해볼 수도 있다. 왜냐 하면 가격하락에 따라 소비자의 실질가처분소득은 증가했을 것이고 이렇게 증가한 실질 소득은 다른 분야

66) 금융구조조정의 지연으로 부실기업들이 연명하는 상황에서 한계기업의 무모한 가격인하는 건실한 기업까지도 어렵게 만드는 자기 소모적인 악순환을 불러 일으키는 것이다. 우리나라에서도 1998년 경제위기를 겪는 와중에 똑같은 현상들이 일어났었다. 한편, 다케나카 헤이조 전 장관의 회고에 의하면, 부실채권을 많이 안고 있는 사회에서는 디플레이션이 위험하다는 논의를 2001년 12월 ‘경제재정백서’에 명기하였는데, 2002년 1월부터 주가가 하락하자 그것이 일종의 자산 디플레라는 사실을 모두가 깨닫기 시작했고, 이를 계기로 디플레 대책을 실행할 수 있는 토양이 갑자기 마련되었다고 한다.

의 수요증가로 이어질 것이기 때문이다. 그 경우 수요가 새로이 증가한 부문의 물가는 올라야 할 것이므로 전반적인 물가수준이 지속적으로 하락하는 일은 없었어야 했다는 주장이다 (Kuttner · Posen 2001a). 어쨌든, 경제가 한 번 디플레이션에 빠지자 거기서부터 벗어나기가 대단히 어려웠고 디플레이션이 진행되는 동안에는 경기회복도 매우 어려웠다. 구조조정을 가속화하는 것도 좋지만 디플레이션이 진행되는 가운데는 아무 것도 진전을 보일 수 없었으므로 시간이 지나면서 경제정책의 최우선순위도 다른 무엇보다 디플레이션의 퇴치에 맞추어졌다.

#### 다. 금융구조조정의 진전

戰後 최악의 경기침체를 겪는 동안 건전했던 채권마저 부실채권으로 변해버리는 상황에서 금융구조조정은 더 이상 미루어 둘 수 없는 상태에까지 도달하였다. 아직은 정부가 구조조정을 주도하는 입장이 아니었고 민간 금융기관 중심으로 약간의 자발적인 금융구조조정이 이루어졌는데, 이는 정부주도의 대대적 구조조정은 아니었지만 상당히 중요한 의미를 부여할 만한 성과였었다. 즉, 1999년 봄부터 2001년까지 “합병의 물결”이 일면서(Miyajima · Yafeh 2003) 많은 은행들이 통폐합되었고, 그 결과 초대형은행이 등장한 것이다. 그러나 경기회복의 가장 핵심적 걸림돌이던 부실채권문제는 이 시점까지도 별다른 진전을 보지 못했다(<표 5>).

<표 5> 일본의 은행 관련 주요 지표

(단위 : %, 조엔)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
주요 은행들의 ROA	0.20	0.12	0.03	-0.54	-0.16	-2.01	-3.71	0.16	N/A	N/A
"위험한" 대출	12.8	13.6	12.5	21.9	16.4	22.0	20.3	19.8	19.3	27.6
부실대출에 의한 손실	1.6	3.9	5.2	11.1	6.2	10.8	10.4	5.4	4.3	7.7
총당금	3.7	4.5	5.5	10.3	9.4	13.6	9.3	7.7	6.9	8.7
누적상각액(1992년 이후)	0.4	2.5	5.3	10.8	14.5	18.0	22.3	25.9	28.5	31.9

자료 : Miyajima and Yafeh(2003)

민간주도의 금융구조조정이 일어난 데에는 1996년 11월의 빅뱅 계획이 중요한 기초가 되었으며 다음으로는 정부의 공적자금 투입이 중요했다고 평가되고 있다. 일본정부는 1999년 3월에도 26조 5천억엔의 공적자금을 사용<sup>67)</sup>하였는데, 앞서 설명한 바와 같이 이 가운데 많은 경우가 우선주 형태였으므로 은행의 경영이 구조조정에 실패하거나 우선주에 대한 배당은 지급하지 못할 경우 정부는 해당은행을 국유화할 수도 있었다.

게다가 1999년 1월부터는 미약하나마 거시경제도 확장국면으로 들어서면서 거시경제 여건도 약간 개선되었으며 국제금융시장에서 부과되던 'Japan Premium'도 봄부터 조금씩 하락하기 시작하였다. 이러한 우호적인 여건 속에서, 1999년 8월 다이이치 강요 은행과 후지은행, 일본 흥업은행이 합쳐진 미즈호(Mizuho)그룹의 설립을 기점으로 시중 대형은행 간 합병은 물론 신탁은행, 증권회사들에게까지도 합병바람이 불었다. 1999년 10월에는 Sumitomo 은행과 Sakura 은행이 합쳐진 SMBC 그룹이 만들어졌고 2000년 4월에는 Sanwa, Tokai, Asahi가 합쳐진 UFJ 그룹이 생겨났다. 이러한 형태의 대형 은행간 합병은 과거 주거래은행 내지 계열사의 테두리를 뛰어넘는, 몇 년 전까지만 해도 상상하기조차 불가능하였던 획기적인 것으로 받아들여졌다.<sup>68)</sup> 그 결과, 2001년 4월에는 시중은행의 숫자가 1993년의 13개에서부터 5개로 줄어들었다. 이러한 가시적 성과에도 불구하고 은행들의 수익률은 계속 저하되었고, 2002년까지만 해도 전체 은행들의 수익은 마이너스를 면하지 못하였다(〈표 6〉). 이에 따라 금융기관 스스로 주도하는 부실채권의 자체 처리도 한계에 도달하였다.

〈표 6〉 일본 은행의 손익관련 통계 추이

(단위 : 억엔)

	1998. 3	1999. 3	2000. 3	2001. 3	2002. 3
업무순이익	54,475	38,027	45,733	46,505	45,596
부실채권처분손실	132,583	136,309	69,441	61,076	97,221
최종 손익	-49,171	-42,028	9,075	-1,756	-41,989

자료 : 일본 전국은행협회, 금융청

67) 이 때 일본정부는 “일본의 금융위기는 끝났다”고 선언하였다고 한다. 금융구조조정이 마무리 되기도 전에 위기가 끝났다고 선언한 것도 경제위기가 진행 중이던 1998년 말 김대중 정부가 위기종료 선언을 했던 일을 생각나게 한다.

68) 미즈호 지주회사는 국내지점 170개와 해외지점 60개를 폐쇄하여 비용절감의 성과를 거두기도 하였으나 이들 은행간 합병은 별로 효율적이었던다는 평가는 별로 받지 못하였다. 이를테면, 유럽과 미국에서는 3-6개월이면 충분한 완벽한 통합작업이 미즈호의 경우 3년이 걸릴 것으로 예상되기도 하였다.

장기침체라는 거시경제적 요인도 은행의 수익력 저하의 주요원인이긴 했지만 은행들의 자산구성도 수익을 내기가 상당히 어려운 구성을 하고 있었다. 예를 들어, 2002년의 시점에 이르러서도 수익이 거의 없는 이자율 1% 미만의 대출이 은행 전체대출의 17%를 차지할 정도였으며 이자율이 0.5% 이하인 대출도 7%나 되었다. 이자율 2% 이하의 대출은 전체대출의 50%를 초과한다고 알려졌다(Katz 2003). 이러한 여건에서 아직도 광범위한 에버그리닝(evergreening)의 관행<sup>69)</sup>이 만연하였고, 이와 아울러 초저금리 지속으로 많은 부실기업들이 연명해 가면서 파산 일보 직전까지 이자를 갚아 나가고 있었다.

Goldman Sachs의 2001년 연구에 따르면, 조사대상 2,800개 회사가 부담하는 이자율은 평균 2.2%에 불과하였지만 그 중 16%에 달하는 기업이 이자보상비율이 1 미만이었다. 통상적으로 건전한 대출이라고 볼 수 있는 이자보상비율이 3 이상이 되려면 수익이 부채의 6.6%를 넘어야 했는데, 부채대비 수익이 6%를 넘지 못하는 기업이 빌려간 대출금이 전체의 43%에 달했었다.

또한, 당시의 일본에서는 전체 노동공급의 약 1/5 정도인 1200만 명이 파산 내지 거의 파산 상태에 있거나 문제가 심각한 기업에 근무하고 있었고 전체 노동공급의 8%인 520만 명은 사실상 파산해버린 기업, 즉 부채대비 수익률이 1% 미만인 기업에 근무하고 있는 것으로 집계되었다. 보통 일본기업이 도산할 경우 근로자의 절반이 일자리를 잃었으며 최종적으로 일자리를 찾는 사람들은 약 40%에 불과하다는 점을 감안했을 때 모든 문제기업을 청산 또는 재구성하고나면 약 200만명이 일자리를 찾지 못할 것으로 추정되기도 했었다.<sup>70)</sup>

일본 은행들은 1992년 이후 2002년 3월까지 총 82조 엔의 부실채권을 처리하였으나 경기 침체 기업이 수익악화에 따른 추가부실의 발생으로 부실채권은 오히려 증가하였다(〈표 7〉).

〈표 7〉 일본 은행의 부실채권 현황

(단위 : 조엔)

	1998. 3	1999. 3	2000. 3	2001. 3	2002. 3
총대출금	553.1	506.6	496.2	494.2	473.2
부실채권 잔액	29.8	29.6	30.4	32.5	42.0
부실처리 누계액	45.1	58.8	65.7	71.8	81.5

주 : 부실채권은 금융기관이 자체 집계·관리하는 리스크 관리채권 기준

자료 : 금융청

69) 금융기관이 채무자에게 기존 대출금의 원리금 상환을 위한 대출을 해 줌으로써 그 대출이 부실채권으로 분류가 되지 않도록 하는 행위를 말한다.

70) 어떤 경우는 부실채권을 모두 처리하려면 약 3~4백만 명이 일자리를 잃어야 한다고 추정하는 경우도 있었는데, 이는 당시 총노동공급의 5~7%에 해당하는 상당한 규모였다.

2002년에만 10조 엔의 부실채권을 처리했음에도 2002년 3월 일본은행들의 부실채권은 전년의 32조 엔에서 42조 엔으로 오히려 늘어났고 공식적인 부실채권 비율도 매년 증가하여 2002년에는 사상 최고치인 8.9%까지 올라갔다.

당시 Moody's는 일본의 부실채권을 모두 합하면 너무 규모가 커서 은행 자본을 초과하는 등 일본의 은행시스템 전체가 기술적인 insolvent 상태였다고 평가하고 있었다. 부실채권의 규모를 작게 잡는 경향이 있는 공식통계를 사용하더라도 문제가 있는 채권(problematic loan)의 총액은 GDP의 20~30%인 100조 엔에서 150조 엔에 달하고 있었다.<sup>71)</sup>

이러한 상황에서도 일본정부의 대응방식은 3D, 즉 Denial, Delay, Dithering이었다는 비난을 받을 정도로 미온적이었다. 매년 결산기만 되면 일본 금융시스템의 위기론이 반복적으로 제기되었다. 2001년 말에 나왔던 2002년 3월 위기설만 해도 정부의 디플레이션 대책 발표 등으로 일단 급한 상황을 넘겼지만 시장의 불안은 근본적으로 해소되지 않았고 5월 위기설, 9월 위기설 등으로 이어지기도 했다. 2002년 말에도 부실금융기관에 대한 공적자금 투입의 필요성과 함께 금융기관의 국유화 등 위기론이 다시 불거졌다.

부실채권 처리는 이처럼 매우 지지부진했었지만 이 시기의 일본금융의 변화를 긍정적으로 보는 입장에서는 일본경제의 장래를 위해 상당히 의미 있는 변화가 일어나고 있다는 평가를 내렸다. 즉, 이 기간 동안의 금융구조조정이 정부의 주도로 금융시장 전체가 급격하게 변한 것은 아니었지만 금융기관 스스로 관행을 변화시킴에 따라 기업들, 특히 중소기업들이 활동 방식이 변하였고 나아가 일본의 전통적인 경제의 방식 자체가 질적으로 변했다는 것이다. 즉, 정부와 주거래 은행, 대기업이 함께 일을 하던 철강, 자동차, 가전제품 중심의 하드웨어 경제에서 이노베이션과 경쟁이 주도하는 21세기의 글로벌 경제, 중소기업과 하이테크 기업들 사이에 이노베이션과 경쟁이 활발하게 일어나는 경제로 방향전환을 했다는 것이다. 그리고 이는 1800년대 중반의 메이지 유신과 제2차 세계대전 직후 미군정 하에서의 경제개혁보다 훨씬 더 큰 근본적인 변화이며 “조용한 혁명의 시작”이라 할 만큼 굉장히 중요한 의미를 가졌다는 것이다(Helweg 2001).

금융이 위기상황에 처하자 주거래 은행들이 계열기업에게조차 대출을 꺼리는 일<sup>72)</sup>이 벌

71) 채권자의 취약성을 보느냐, 채무자의 생존가능성을 보느냐에 따라 문제채권의 규모가 달라졌는데, 전자의 경우 공식적인 통계에서 약 100조 엔을 추가해야 하며 후자의 경우는 약 140조 엔을 추가해야 한다고 알려지기도 했다.

72) 대형 슈퍼마켓 마이카루(マイカル)가 파산 위기에 몰리자 주거래 은행이던 第一勸業은행이 추가운전자금의 대출을 거부하였다. 10년 이상 거래해 오면서 어려울 때도 융자조건을 바꾸지 않았던 기업에 대해 잇달아 신용등급을 낮추는 현상도 속출하였는데, 일본의 금융관행상 은행과 장기거래관계에 있는 기업들에 대해서는 좀처럼 일어날 수 없던 현상이었다(일본경제신문 2002년

어졌을 뿐 아니라 미즈호 그룹의 경우처럼 서로 다른 계열에 속하던 은행들끼리 자발적으로 합병을 단행하는 사례도 나타났다. 관계를 중시하던 과거 금융산업의 전통적인 관행에서 탈피하여 이익을 우선하게 된 결과였다. 은행들은 기업의 실제 재무상태가 재무제표보다 나쁠 것으로 의심하며 기업의 현금흐름에 대한 감시와 체크를 강화하였고, 일부 은행들은 기업도산확률을 계산하여 일정 위험수위에 도달하면 자동경고신호를 보내 해당기업의 신용도를 하향조정하는 경우도 있었다.

이러한 금융기관들의 변화는 기업부문으로 확산되어 기업들도 성장이나 장기투자에 몰두하던 과거의 패턴에서부터 탈피하여 단기적인 수익성 및 수익성확보를 위한 구조조정에 더 커다란 관심을 가지면서 개인과 기업 사이에 존재하던 관계중시 관행도 점차 사라지기 시작하였다. 주거래 은행에서 자금을 조달하지 못한 기업들은 유감없이 외국자본에 발길을 돌리는<sup>73)</sup> 등 주거래은행 중심의 전통적인 계열사 체계도 차츰 약화되기 시작하였다.

이와 아울러 대기업에 의한 고용보장과 연공서열로 특징지을 수 있는, 경영자와 피용자 사이의 전통적인 관계도 점차 변화하였는데, 대부분의 기업들은 고용보장에 집착하기보다는 근로자들을 조기 퇴직시키기 위해 많은 명퇴금을 기꺼이 지불하였다. 금융이나 고도의 기술 집약적 산업 그리고 신생 산업부문에서 stock option과 각종의 성과급 체계가 도입되었고, 이는 다시 여타의 산업부문으로도 확산되었다. 일본에 들어온 외국투자기업들과의 경쟁에서 살아남기 위한 경쟁력을 얻기 위해 일본기업들은 서로 간의 통합과 합병을 추구하거나 자발적으로 구조조정에 나서는 등 기업 간 경쟁과 이노베이션이 촉진되었다. 이처럼 정부 주도가 아닌 민간 스스로의 개혁이다 보니 속도가 너무 느리다는 불만도 있었지만 일본경제가 정부의 지시에서부터 시장의 신호에 민감하게 반응하는 쪽으로 이동하고 있다는 큰 흐름만큼은 분명했던 것 같다.

그러나 2001년의 시점에서 일본경제에 긍정적인 희망요인을 찾아냈던 이와 같은 주장들은 대단한 혜안(慧眼)이었다고 평가해주지 않을 수 없다. 앞에서 여러 차례 지적한 것처럼 당시 일본경제는 점점 나빠지고 있었을 뿐 아니라 장기침체를 초래한 구조적 원인으로 지목되던 요인들은 점점 더 악화되어가고 있었기 때문이었다.

---

12월 11일자).

73) 주거래은행에서 자금을 조달하지 못한 일본기업들은 해외자본에 더욱 의존하게 되었으며 그 결과, 일본으로의 해외직접투자는 1~2년 사이에 1997년 대비 두 배로 늘어났다. 일본에 대한 해외직접투자액은 1998년에 105억 달러를 약간 초과하였으나 1999년에는 상반기에만 113억 달러였다. 2000년 현재 일본에서의 기업분위기는 역대 최고라는 것이 많은 외국인들의 평가라고 한다(Helweg 2001).

## 라. 개혁의 모멘텀 상실

일본정부는 1999년 3월 공적자금을 투입하면서 금융위기가 종료되었다는 선언을 하였고, 실제로 1999년 상반기 중 금융시장이 약간 호전되는 기미를 보이기도 했다. 그러나 부실채권 문제를 비롯한 경제개혁 과제들을 정면으로 해결하려는 정부의 의지는 보이지 않았다. 대신 1998년과 1999년의 침체기간 동안 재정팽창을 통해 경기를 살려보려는 쪽으로 정책방향이 전환되었다. 이러한 전략은 부실기업을 잠시 더 연명시킬 수 있었을 뿐 결국 의미 있는 성공을 거두지는 못하는 것이었다.

경기 침체가 가속화되자 1998년 4월과 11월에는 공공투자를 중심으로 하는 대규모 재정부양계획이 발표되었다. 아울러 1998년과 1999년에는 법인세 세율인하가 있었고 1999년에는 개인 소득세(국세분) 최고세율을 50%에서 37%로, 지방주민세 세율을 15%에서 13%로 각각 인하하였다. 또한 1999년에는 증권거래세가 폐지되었다. 1998년의 재정부양 패키지는 GDP의 4%에 해당하였다. 그러나 1999년에도 경기가 본격적으로 회복하지 못하자 다시 한 번 GDP의 1.5%에 달하는 공공투자 중심의 대규모 재정부양<sup>74)</sup>이 있었다.

1998년과 1999년의 법인세 세율인하는 일차적으로는 경기부양에 목적이 있었지만 그보다 다른 선진국에 비해 매우 높은 편인 일본의 법인세 세부담을 하향조정하려는 목적도 있었다. 예를 들어, 1988년의 일본의 법인세 세율(국가+지방)은 56%로 독일과 비슷하였는데,

〈표 8〉 일본 연도별 법인세 세율

(단위 : %)

일반기업 법인세 표준세율	1988	1997	1998	1999
국 세 분	42.0	37.5	34.5	30.0
지 방 세 분	14.0	12.0	11.0	9.6
합계 실효세율	—	49.98	46.36	40.87

소기업 법인세 특별세율	1997	1998	1999
법 인 세	28.0	25.0	22.0
법 인 기 업 세	6.0	5.6	5.0

74) 그러나 이 자금의 상당부분은 지방정부와 財源을 matching하는 형태였으므로 실제로 전액이 집행되지 못하였다.

같은 해 영국은 35%, 미국은 39%였다. 그 뒤 버블이 붕괴한 이후 일본의 조세정책은 꾸준하게 법인세 세율을 인하해 왔으며 1998년 및 1999년의 법인세 세율인하도 그러한 조정의 일환이었다고 이해된다(〈표 8〉).

그 결과, 1988년에 비해 1999년의 일반기업에 대한 법인세 세율은 무려 12%p나 인하되었는데, 아쉽게도 자본비용과 자본의 차입비용을 줄여 기업의 투자를 증가시키는 효과는 별로 크게 나타나지 않았던 것으로 추정되고 있다. 일본의 기업투자는 전통적으로 조세요인에 의해서가 아니라 수요요인에 의해 결정되어 왔기 때문에 법인세 세율인하가 자본비용의 크기를 줄이는 역할을 했을지는 몰라도 기업의 투자행태에 대해서는 아무런 영향을 주지 못했다는 것이다(Ihori 2000).

1998년과 1999년에 단행된 일본의 감세정책은 많은 것을 생각하게 한다. 당시 경기는 마이너스 성장을 하고 있었지만 대규모 감세를 하기에는 재정이 이미 매우 취약해져 있었다. OECD의 경우 폭발적인 부채증가를 막기 위해서는 일본정부 순채무의 증가속도를 이룬 시일 내에 낮추어야만 한다는 경고를 하고 있었다(OECD 1998). 이런 여건에도 불구하고 일본정부가 대규모 감세를 단행한 것은 경기부양을 위해서라면 할 수 있는 것은 다 하겠다는 심정으로 임했던 것이 아니냐 라는 생각을 하게 한다. 또는 경기도 부양하고 모두가 환영하는 세율인하도 할 수 있는 一石二鳥의 정책이라는 단편적이고도 무책임한 발상으로, 장래의 재정여건을 무시한 채 인기위주의 감세를 단행했을 가능성도 배제할 수 없다. 왜냐 하면 저항이 없는 세율인하는 거둬들이지만 고통분담을 요구하는 세원확대 노력에는 너무나 소홀(Ihori 2000)했기 때문이다. 그리고 이러한 인기영합적인 정책을 지속한 결과, 일본의 재정은 엉망이 되었고 그 부담은 미래세대에게 고스란히 전가되었다.

IMF도 일본 재정이 지속가능성을 회복하기 위해서는 엄청난 정책변화를 이루어야 한다는 진단을 내렸지만(Faruqee · Mühleisen 2001), 재정적자의 심각성에 대해 일본정부 스스로 아무런 인식을 못한 것은 아니었다고 생각된다. 2001년 3월 경제담당 대신이던 미야자와 기미치(宮澤喜一)는 일본의 재정상태가 “붕괴에 매우 근접해 있다. 우리는 10년, 20년을 내다보며 21세기 일본의 재정을 다시 세우기 위한 근본적인 재정재건을 해야 한다”고 말하기도 했다.

재정적자의 심각성은 급기야 일본의 국가신용등급에도 영향을 주기에 이르렀다. 1998년부터 일본의 국가부채 수준은 국제신용평가 기관들의 주요 관심사로 부각되었다. 〈표 9〉에서 보는 바처럼 Moody's와 Fitch社는 마이너스 성장과 디플레이션 속에서 대규모 재정적자가 지속되자 1998년 일본의 국가신용등급을 낮추기 시작하였다. 일본의 국가신용등급은 2002년까지 계속 낮아지는 추세에 있었으며 경기회복세가 가시화되고 난 뒤인 2005년 이후 일본

의 국가신용등급은 '안정적 전망' 에서 '긍정적 전망' 으로 다소 상향조정되긴 했지만 그 이후 아직까지도 상향반전을 하지 못하고 있다.

일본정부가 국가신용등급을 하락시킬 정도의 대규모 재정적자를 발생시키면서까지 경기 부양에 매진하였지만 실제로 경기가 본격적으로 살아나는 효과를 거두지는 못했다. 1999년 1월부터 경기는 다시 확장국면(〈표 2〉)으로 들어섰으나 확장세는 매우 미약하였다. 우리나라

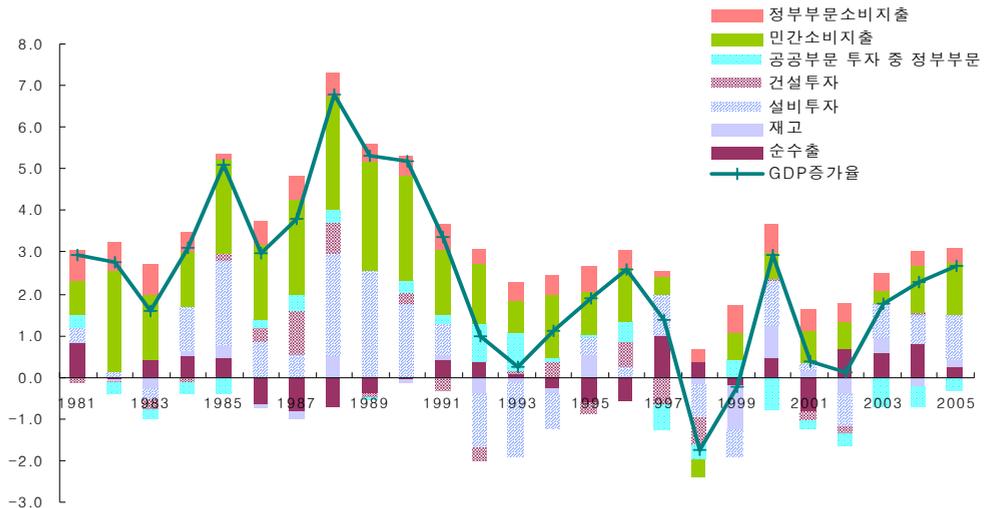
〈표 9〉 일본의 국가신용등급 추이

Moody's			S&P			Fitch		
일 자	Rating	Outlook	일 자	Rating	Outlook	일 자	Rating	Outlook
98/11/02	Aaa*-		75/02/28	AAA		94/08/10	AAA	
98/11/17	Aa1		01/02/22	AA+		98/09/21	AA+	
04/04/07	Aaa	STABLE	01/11/28	AA		01/11/26	AA	
06/06/01		POS	02/04/15	AA-		02/11/21		NEG
			04/03/24		STABLE	05/05/09		STABLE
			06/05/23		POS			

자료 : Bloomberg

〈그림 28〉 일본의 실질 GDP 성장률과 부문별 기여도 추이

(단위 : %p)



라가 외환위기 직후 1년 만에 성장률이 급반등한 것과 달리 일본경제는 1999년 성장률이 전년의 -1.8%에서 -0.2%로 올라갔을 뿐이며 2000년에는 2.9%로 다소 높아지긴 했으나 2002년과 2003년에는 0.4%와 0.1%밖에 성장을 하지 못하였다. 1999년 경제성장률은 -0.2%로서 1998년의 -1.8%에 비해 나아지긴 했으나 부문별 성장기여도를 보면 대규모 재정지출 확대에 의한 정부부문 공공투자의 성장기여도가 0.4%p에 달하여 민간부문 자력에 의한 회복이라고 보기 어려웠다(〈그림 28〉).

이와 같이 막대한 재정적자가 소기의 성과를 거두지 못하자 금융위기 이후의 일본의 재정정책은 ‘정말로 중요한 문제는 건드리지 않은 채, 손쉬운 방법으로 경기회복을 노렸던 실패한 시도였다’는 평가를 받게 되었다.

## 6) 반짝 경기회복과 IT 경기 붕괴에 의한 세번째 경기침체(2000~2002)

일본이 부실은행에 공적자금을 투입하면서 최악의 금융위기에서 벗어나던 1999년에는 전세계적 IT붐이 찾아왔다. 일본에서도 이 분야의 새로운 기업들이 등장하여 경제에 활력을 불어 넣는가 하면 세계경제의 호황에 따라 수출도 증가하였다. 1998년 아시아 외환위기의 여파로 일본의 연간 수출증가율이 1997년의 14.2%에서 1998년과 1999년에 각각 -0.4% 및 -6.33%로 급격히 하락하였으나 2000년에는 다시 8.45%로 높아졌다(〈그림 29〉). 이에 따라 2000년에는 실질 GDP에 대한 순수출의 성장 기여도가 전년의 -0.2%p에서 0.5%p로 높아져 경제성장을 자극하는 역할을 하였다.

2000년 성장에 순수출보다도 더 커다란 기여를 한 부문은 설비투자였다. 2000년 실질 설비투자는 연 7.9% 증가하였는데, 이는 버블 붕괴 직전이던 1990년의 10.1% 이후 10년 만에 가장 높은 수치였다. 아울러 2000년 설비투자의 성장 기여도도 1.1%p까지 올라가 전체 실질 GDP 성장률 2.9%의 1/3 이상을 설명하였다. 이것 역시 설비투자의 성장 기여도가 1.7%p였던 1990년 이후 가장 높은 값이었다(〈그림 28〉). 특히 2000년 1/4분기의 경제성장률은 연율로 환산할 때 연간 10%에 해당할 만큼 높은 수치였다. 이와 같이 모처럼만에 설비투자가 회복되고 경제성장률이 빨라지면서 몇 가지 거시경제 지표가 버블 붕괴 이전의 수준까지 개선되자 이제 드디어 장기간에 걸친 침체도 조만간 끝날 것이라는 기대가 생겼다(DBJ 2000).

그러나 2000년 하반기부터 IT산업 붕괴와 그로 인한 전세계적 경기불황이 찾아왔다. 이와 함께 일본경제도 2000년 11월부터 버블 붕괴 이후 세 번째인 불황으로 접어들었다. 중국을 제외한 세계 거의 모든 나라가 IT 붕괴로 불황에 빠질 만큼 심각했던 세계적 경기침체가 갑

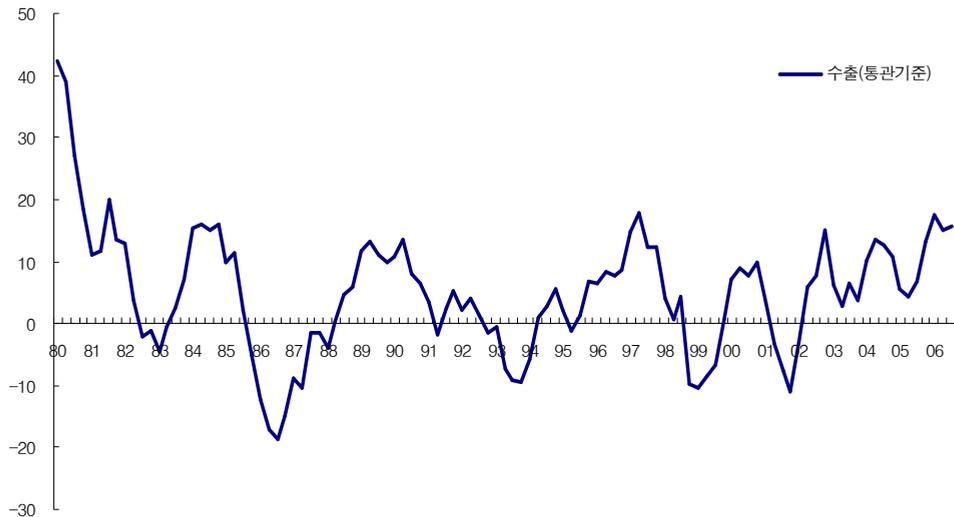
자기 찾아온 것은 경기회복을 기다리던 일본의 입장에서는 매우 불운한 일이 아닐 수 없었다. 특히 일본은행은 경기가 개선되어 가는 징후를 보면서 2000년 8월 제로금리를 포기하고 콜금리를 0%에서 다시 0.25%로 인상하고 있었다. 그런데 그로부터 몇 달이 채 지나지 않아 세계적 경기위축과 함께 일본경제도 침체에 빠지면서 디플레이션은 해소되기는커녕 더욱 가속화되기에 이른 것이다. 1998년과 1999년 연  $-0.34\%$  및  $-0.67\%$ 의 하락세를 보이던 일본 소비자물가지수는 2001년과 2002년에는 각각  $-0.73\%$  및  $-0.92\%$ 로 하락폭이 점점 커졌다.

물론, 일본 소비자물가는 1995년에도 약 1년 동안 소폭 하락한 적이 있었다. 그러나 당시의 물가하락은 4차 엔高의 여파에 기인하기도 하였지만 미시적으로는 대형 할인매점의 진입을 비롯한 소위 “가격파괴” 현상 내지 유통시스템의 합리화에 기인하는 측면도 강하였고 가격 하락의 지속기간도 별로 길지 않았었다. 그러나 버블 붕괴 이후 세 번째 경기침체를 맞던 2001년은 물가하락이 1998년 이후 4년째일 만큼 디플레이션이 장기화되어가던 시점이었다.

2000년 8월의 콜금리 인상으로 일본은행은 ‘디플레이션 속에서도 인플레이션의 위험을 내다보았다’ 며 ‘사상 초유의 디플레이션에 대처하는 중앙은행의 태도로는 지나치게 보수

**<그림 29> 일본의 달러기준 통관수출 증가율 추이**

(단위 : %, 전년동기대비)



자료 : 일본은행, 일본 내각부

적인 것이 아니냐'는 신랄한 비판을 받았다. 즉, 디플레이션이 완전히 종식되기도 전에 금리를 다시 인상했다는 점이 납득이 되지 않는다는 의미였다. 게다가 2000년 8월의 콜금리 인상이 2001년 이후의 경기침체를 유발시킨 계기였다는, 일본은행으로서는 다소 억울해 보이는 오해까지 사게 되었다.

IT 버블의 붕괴 이후 일본경제의 회복을 가로막는 가장 심각한 장애요인은 디플레이션의 지속으로 평가되고 있었다(Rogoff 2002). 이에 따르면, 일본의 장기침체가 2000년 이후에도 계속된 이유는 디플레이션을 퇴치하지 못했기 때문이고 디플레이션이 퇴치되지 못했던 것은 2000년 8월의 제로금리 포기가 결정적이었다. 결국, 당시의 금리인상이 2000년 이후까지도 장기침체가 계속되도록 하였던 결정적인 실책이었다는 얘기이다.

그런데 물가지수로서 GDP 디플레이터로 본다면 일본의 디플레이션은 사실상 1994년 하반기부터 시작되었다고 보아야 할 것이다. GDP 디플레이터를 기준으로 볼 때 일본의 디플레이션은 1997년 1/4분기부터 1998년 1/4분기까지 4개 분기 동안의 짧은 예외<sup>75)</sup>를 제외하고는 사실상 1990년대 중반부터 지속되어오고 있었다. 즉, 1994년 3/4분기부터 2006년 2/4분기까지 만 12년 동안 일본의 GDP 디플레이터는 단 1년을 제외하고는 모두 전년동기대비 마이너스를 기록하고 있는 중이었던 것이다.

디플레이션 때문에 기업들은 수익을 올리기 어려웠을 뿐 아니라 부채의 실질부담은 계속 늘어났으며, 경기침체의 지속으로 실업률이 빠르게 상승하여(<그림 19>), 소비자들의 소비심리도 지속적으로 위축되었다. 또한 디플레이션 기대심리가 형성되어 내구재 가격의 하락을 예상한 소비자들이 구매시기를 계속 지연시키면서 민간소비도 좀처럼 회복되지 못하였다. 이런 점들은 이미 앞에서 설명한 디플레이션의 경기위축 효과이다. 그러나 <그림 28>에서 볼 수 있듯이 2001년의 경기둔화에 가장 중요한 영향을 준 것은 세계적 경기침체에 따른 순수출의 둔화로 보아야 할 것이다. 2001년의 실질 성장률은 0.4%에 불과하였는데, 순수출의 성장기여도는 -0.8%p에 달하였기 때문이다.

해외경기침체라는 외부요인 때문에 수출이 침체되면서 어쩔 수 없이 또 한 번의 경기침체를 맞게 되었고, 이제는 드디어 “잃어버린 10년”의 헛수를 채우게 되었다. 1992년부터 2001년까지의 10년 간 평균 실질 GDP 성장률은 0.95%에 불과하였으며 1991년에서 2000년까지 일인당 GDP 성장률은 평균 0.5%였는데, 같은 기간 미국의 일인당 GDP 성장률은 평균 2.6%였다.

버블 붕괴 이후 세 번에 걸쳐 찾아온 경기회복이 모두 미약한 반짝 회복이었음이 확인되

75) 짧았던 동안이나마 이 기간 중 물가가 올랐던 이유는 소비세율 인상에 따른 플러스 인플레이션 효과 때문으로 보는 견해가 지배적이다.

는 한편, 무기력한 경기침체가 10년째로 접어들자 일본경제를 보는 국내외의 시각도 달라졌다. 이 무렵부터 일본경제는 세계경제를 선도하던 과거의 지위에서부터 “日本發 세계경제 위기설”이 주기적으로 불거질 만큼 세계경제에 짐이 되는 존재로 추락하였다. 침체가 장기화되고 경제회복의 장애물로 지목되던 여러 가지 요인들이 전혀 해결의 실마리를 보이지 않자 일본의 국가적 지위마저 위협을 받기에 이른 것이다. 2000년말 CIA의 보고서 『Global Trend 2015』는 ‘중국의 계속되는 부상을 감안할 때 일본이 미국과 EU에 이은 세계 제3위의 경제라는 현재의 지위를 지키는 데에 어려움을 가질 것’으로 전망하였다. 그리고 1998년 Moody's社는 일본 채권의 신용등급을 두 차례에 걸쳐 연속하여 강등시킴으로써 일본의 신용등급은 포르투갈 수준으로 떨어졌다(〈표 9〉).

심지어 일본경제는 1930년대 대공황에 못지 않게 세계경제에 악영향을 초래할 가능성이 있다고 평가되기도 하였다. 이렇게 보는 것은 일본경제가 이미 금리를 낮출 여지를 더 이상 갖고 있지 않았고 재정팽창 또한 더 이상 시도해 볼 수 있는 선택지(選擇肢)가 아니었으므로 장기침체에서 벗어날 수 있는 유일한 길은 엔화를 절하하는 길 밖에 없다는 전제를 바탕으로 한 것이었다. 만약 엔화가 일본경제를 장기침체에서 건져낼 만큼 충분히 상승할 경우 일본제품의 가격하락이 세계적인 가격쇼크를 유발할 가능성이 있다는 것이다. 게다가 일본 은행들이 위기탈출을 위해 전세계로부터 자금을 회수<sup>76)</sup>하기라도 한다면 일본의 불황이 세계적 불황으로 발전될지 모른다는 우려도 나왔다.

적어도 2001년의 시점까지, 적어도 외국인의 눈으로 보았을 때, 일본의 규제완화와 구조개혁이 매우 비관적인 상태(Lincoln 2001, Kuttner · Posen 2001a)였음은 굳이 자료를 찾아 확인해 볼 필요가 없을 정도였다. 그러나 이 시점부터는 일본사람 스스로도 이제는 커다란 방향전환이 필요하다는 점을 절감했던 것 같다. ‘변화와 개혁’을 내세운 고이즈미가 2001년 4월 선거를 석권하였다는 사실은 그 때까지 진행되어왔던 변화와 개혁이 일본사람 자신들도 얼마나 지지부진하게 느끼고 있었는지를 짐작케 하는 사례였다고 할 수 있다.

고이즈미 내각이 정권을 장악한 뒤부터는 일본 정부 스스로도 변화가 필요하다는 입장을 확고하게 가지기 시작했던 것 같다. 예를 들어, 이 무렵 일본 내각부는 ‘이대로 가다가는 2010년까지 성장률은 평균 0.5%로서 잃어버린 10년간 성장률 1%의 절반에 그칠 것’이라는 보고를 내놓기도 하였다(Cabinet Office 2002). 이런 것들이 일반인들로 하여금 더 이상 개혁을 미룰 수 없다는 위기감을 갖도록 하는 데에 일조하지 않았을까 생각된다.

76) 이는 아시아 경제위기 당시 일본이 1년 사이에 250억달러 이상의 자금을 회수함으로써 우리나라를 비롯한 아시아 국가들의 외환사정을 일거에 악화시켰던 경험을 염두에 둔 것으로 생각된다.

사실 2001년을 전후한 일본경제는 비록 성장률은 마이너스를 면하고 있었지만 금융이나 고용, 재정 등 여러 가지 문제들이 최악의 상황에 달해 있었다. 2001년 하반기 실업률은 5.2%로 종전후 약 반세기만에 처음으로 5%를 넘어서고 있었으며 취업의사가 없는 소위 '후리타' 계층이 꾸준히 증가하는 등 젊은 층의 직업의식이 급속하게 이완되고 있었다. 또한 1999년에서 2001년까지 경기악화로 파산기업이 증가(<표 10>)하면서 정상채권도 부실채권으로 변했으며 거듭되는 디플레이션과 지가 및 주가의 지속적인 하락은 부실채권을 계속 증가시키고 있었다.

<표 10> 일본기업의 도산 건수 추이

	1997	1998	1999	2000	2001
도산업체(건)	17,496	17,272	16,741	18,787	19,164

자료 : 이우광(2002), 東京商工리서치

금융이 문제가 되기 시작한 이래 10년이 지났지만 2002년 3월 현재 공식적인 은행 부실채권은 전체 대출의 10%에 달하는 42조엔에 달하였다. 1998년 4월에서 2001년 3월까지 3년간 일본은행들은 36조 4천억엔의 부실채권을 처리했으나 같은 기간에 부실채권 잔액규모는 오히려 12조 2천억엔이 더 늘어나 있었던 것이다. 이에 따라 2001년 3월 현재 은행 전체의 부실채권비율은 전년도의 6.6%에서 8.9%까지 올라갔다(<표 7>). 2001년 3월 현재 금융청은 모든 예금취급 금융기관의 총 대출 656조엔 가운데 21%인 141조엔과 주요 은행 및 지역은행의 총 대출 515조 가운데 20.9%인 108조엔이 향후 회수 여부가 확실하지 않은 대출인 것으로 파악하고 있을 정도였다.

그런데 이러한 수치마저도 그다지 신빙성 있게 받아들여지지 못하였다. 금융청이 은행의 취약성에 대해 내리는 평가는 매우 부정확하다는 인식이 확산되어 있었다. 실제로 2000년 4월에서 9월까지 파산한 모든 기업에 대한 대출 가운데 불과 30%만이 부실채권 리스트에 있었음이 드러났으며 Sogo, 마이카루 등 거대 소매기업이 도산할 때에도 그들의 부채는 Class 1(건전) 또는 Class 2(최소한으로 위험 : minimally risky)로 분류되어 있기도 하였다(日本經濟新聞 2001년 6월).

한편, 일본의 생산기반도 눈에 띄게 약화되었다. 일본제조업 해외생산비율은 1990년의 6.4%에서 2000년 14.5%로 상승함에 따라 국내투자가 부진할 수밖에 없었으며 개별기업은 번창했지만 전체 경제는 부진한 현상이 지속되었다. 국민경제계산이라는 방법으로 일본의

국민자산을 산출해 보면 버블의 정점이던 1991년 2300조 엔에 달하던 것이 2001년에는 1500조 엔으로 줄어들어 10년 사이에 800조 엔이 사라진 것으로 시산되기도 하였다. 이는 일본 GDP의 1년 6개월분인데 제2차 대전 중 사라진 자산은 GDP의 2년분 가량일 것으로 추계된 점에 비추어 일본의 “잃어버린 10년”은 태평양 전쟁에 이은 제2의 패전이라고 이름 붙이는 것이 가능하다는 자조의 목소리가 나오고 있었다.

## 2. 일본경제의 장기침체의 원인분석

지금까지 일본의 장기침체 과정을 설명하면서 그 원인에 대한 언급을 중간 중간에 잠깐씩 해 보았다. 그러나 본 절에서는 이것을 좀더 종합적인 시각에서 살펴보고자 한다. “일본경제는 왜 침체에서 그렇게 오랫동안 벗어나지 못했나”에 대한 원인 분석이다.

일반적으로 한 경제의 침체원인은 크게 보아 수요측면의 요인과 공급측면의 요인으로 구분해 볼 수 있다. 이제까지 제기된 장기침체에 대한 여러 가지 종류의 원인분석도 수요부진에서 원인을 찾는 입장과 공급측면의 부진, 즉 생산성의 하락에서 원인을 찾는 입장으로 크게 나누어 볼 수 있다. 수요부진에서 원인을 찾는 입장은 수요확대를 위해 금리를 인하하고 감세 또는 세출확대를 통해 경제를 Jump-start하면 된다고 주장하였다(Krugman 1998, Bernanke 2000, Bernanke · Gertler 2000 등). 반면, 공급측면의 문제를 강조하는 입장에서는 생산성을 회복하여야만 장기침체에서 벗어날 수 있으므로 생산성 회복을 위한 여러 가지 측면에서의 구조조정이 필수 불가결한 선택(Hayashi · Prescott 2002, Porter et al, 2000 등)이라고 주장하였다.

그런데, 일본의 장기침체를 공정하게 이해하려면 그 원인을 수요측면에서 찾든 공급측면에서 찾든 장기간에 걸친 디플레이션을 설명할 수 있어야 할 것이다. 먼저, 공급측면의 생산성 하락으로 장기간의 침체에서 벗어날 수 없었다면 왜 디플레이션이 생겼는지를 설명할 수 있어야 한다. 수요측면에서는 아무 문제가 없는 상태에서 공급능력이 저하되었기 때문에 장기침체가 발생했다면 그 과정에서 수요가 공급을 초과했을 가능성이 높고, 그렇다면 물가수준은 올라갔어야 했다. 물가가 상승하지 않더라도 적어도 물가가 하락하는 일, 그것도 지속적으로 하락하는 일만큼은 일어나지 말았어야 했다.

Bernanke(2000)도 일본경제 장기침체의 근본 원인이 구조적인 문제에만 있다면 공급능력의 저하로 인해 인플레이션이 일어났어야 했다면서 일본경제가 장기침체에서 벗어나지 못한

고 급기야 디플레이션이 발생한 것은 결국 총수요가 부족한 것이 근본 원인이라고 지적하고 있다. John Makin(2001) 또한 일본의 디플레이션이 경쟁심화에 의한 좋은 의미의 디플레이션, 다시 말하여 공급곡선의 우향 이동에 따른 디플레이션으로 평가할 수 있으려면 디플레이션이 진행되는 가운데서도 경제가 성장을 했었어야 했다면서, 일본은 경제가 줄어들었기 때문에 일본의 디플레이션은 공급곡선의 우향 이동 때문이라기보다는 수요곡선의 좌향이동 때문으로 보아야 옳다고 주장하였다. 결국, 1998년 이후 지금까지 일본경제에 디플레이션이 발생한 사실은, 특히 장기침체와 더불어 디플레이션이 진행되었던 사실은 장기침체의 원인을 공급부진에서 찾는 견해의 설득력을 상당 정도 희석시키는 증거라고 할 수 있다.

이에 비해 장기침체의 원인을 수요부진에서 찾는 견해는 적어도 디플레이션을 자연스럽게 설명한다는 장점을 가지고 있다. 수요가 부족했기 때문에 물가가 하락했다는 것이다. 그러나 장기침체가 수요부진 때문이라면 왜 그렇게 오랫동안 수요가 회복되지 못하였는지도 함께 설명할 수 있어야 한다고 생각한다. 보통, 수요부진은 대개 단기간에 국한된 현상으로 보는 것이 일반적이다. 만약 수요부진이 문제였다면 일본경제의 침체가 그렇게 오래 지속되어야만 했던 문제가 아니었을 것이라는 의미다. 수요부진은 적극적인 금리인하와 재정팽창을 통해서 상당부분 치유되어야 했던 문제가 아니었을까, 적어도 한 두 차례의 경기 사이클을 초과했어야 할 문제는 아니었지 않았나 하는 것이다.

일본경제는 장기침체기간 동안 정책금리를 극한 수준인 제로까지 인하하는 동시에 국가부채가 거의 지속불가능한 수준에 달할 정도로 천문학적인 적자를 연속하여 냈었다. 이와 같은 적극적인 수요확대 정책을 펴왔음에도 불구하고 일본경제는 좀처럼 살아나지 못하였고 수요부진이 회복되지 못하였다. 한 두 해가 아니라, 나아가 한 두 차례의 경기 사이클이 아니라, 10년에 이르는 장기간 동안 수요가 회복되지 못했다면 일본 장기침체의 원인이 수요부진 때문이었다는 견해도 그만큼 설득력을 잃고 있다고 보아야 할 것이다. 다시 말하여 통화 및 재정 정책으로 교정되지 못하는 수요측면의 장애요인이 있을 수 있느냐, 있다면 어떤 것이냐 하는 문제인 것이다.

결국, 일본의 “잃어버린 10년”은 보통의 경기침체와는 상당히 다른 성격을 가지고 있다고 보아야 할 것이며 따라서 이 현상을 수요와 공급이라는 단순하고도 추상적인 분석틀에 맞추어 이해해 보려는 것은 애초부터 성공하기 어려운 시도였을지 모른다. 게다가 수요와 공급 둘 중에 어느 것이 더 중요했느냐를 따지는 것은 학문적인 호기심의 영역일 수는 있어도 장기침체를 이해하는 데에 얼마나 도움이 될 수 있을지, 여러 가지 원인 가운데 하나를 선택하려는 시도가 얼마나 의미가 있는 것인지는 분명하지 않다. 어쩌면 수요측면의 문제와 공급

측면의 문제가 모두 복합적으로 나타났기 때문이거나, 아니면 두 가지를 貫流하는 모종의 근본적인 원인 때문으로 보아야 할지 모르겠다. 이에 대한 좀더 자세한 논의에 앞서 본 절에서는 지금까지 문헌에서 제시된 장기침체의 원인 및 처방을 새로운 각도에서 다시 한 번 정리해 보고자 한다.

### 1) 버블붕괴에 따른 금융부실 문제

일본경제의 장기침체에 대한 원인으로 우리나라에서 가장 널리 알려진 설명은 버블붕괴에 따른 금융부실을 지목하는 견해이다. 이는 IMF를 비롯하는 국제연구기관들을 중심으로 가장 널리 알려진 견해이기도 하다. 금융부실이 장기침체의 원인 자체였다는 의미보다는 버블붕괴 이후 누적된 금융기관의 부실채권이 버블 붕괴의 거시경제적 악영향을 증폭시킨 역할을 했다는 것이다(Bayoumi 2001). Watanabe(2004)의 연구에서도 1990년대 부실채권 가운데 구조적 요인(component)은 1980년대에 이루어진 부동산 대출에 의해 가장 잘 설명되며, 이는 또한 은행의 자기자본비율과 강한 음의 상관관계를 가지는 것으로 분석되고 있다. 즉, 버블期 동안 대폭 늘어난 부동산 관련대출이 버블붕괴로 부실화되었고 이것이 1990년대 장기침체가 내내 은행 부실채권의 根幹으로 남아 자본력을 악화시키고 자금중개기능을 약화시켰다는 의미이다.

버블 붕괴 이전의 일본에서는 은행부실을 심사하는 절차가 별로 엄격하지 못하였으므로 사실상의 부실채권이었다 할지라도 부실로 확인되지(identified) 않고 水面 아래에 숨어있었을 수 있었다. 그렇다면 Watanabe(2004)의 주장대로 버블붕괴 이후의 부실채권의 상당부분은 버블 붕괴 이전에 발생한 것들이 계속 水面 아래에 숨어 있다가 1990년대 들어 공식적으로 드러나게 된 부분이었을 개연성도 충분히 있었을 것으로 생각된다.

물론, 버블붕괴로 인한 금융부실 발생이 장기침체 원인의 전부는 아니라는 반론도 있다. 일본의 부실채권 문제는 잃어버린 10년 동안 개선되지 못하고 2001년에 이르기까지 지속적으로 악화되어온 것이 사실(〈표 5〉 및 〈표 6〉)이지만 우선 일본의 부실채권이 발생한 추이를 보면, 그것이 버블 시기의 유산이라기보다는 그 대부분은 버블붕괴 이후인 1990년대에 발생한 것이었다(Katz 2003). 이는 버블붕괴가 부실채권 누적의 발단이었다고 할 수는 있어도 부실채권이 모두 버블붕괴 때문에 발생한 것으로 보기는 어렵다는 의미이다. 금융부실이 경기를 침체시키는 원인 중 하나였다는 점을 부인하자는 것이 아니라 1990년대 내내 근 10년간 해결되지 못하고 거시경제에 악영향을 끼쳤던 금융부실 문제의 원인을 모두 버블붕괴

때문으로 돌릴 수만은 없다는 것이다. 부실채권이 쌓이기 시작하였다 할지라도 이것을 정리 하기에 충분한 시간이 있었다는 점도 감안해야 하기 때문이다. 원인이야 무엇이었던간에 부실이 발생했다면 그것을 적극적으로 해결했어야 했으며, 만약 그렇게 했더라면 금융부실이 경기를 장기적으로 침체시키는 일은 막을 수 있었지 않았겠느냐는 뜻이다. 게다가 부실채권 가운데 적어도 2001년 이후 급증한 부분은 버블붕괴와의 직접적인 관련성이 그다지 크지도 않았다.

1991년 버블 붕괴 이후 금융부실의 누적이 정말로 장기 침체의 가장 중요한 원인이었는지 아닌지를 떠나, 어떤 문제가 불거진 후 그에 대한 정책적 대응이 오랜 동안 지연되면서 문제가 더 커졌고 급기야 경제 전체적으로 악영향을 미치기에 이르렀다면 적어도 우리는 그것을 反面教師로 삼을 필요는 있다고 본다.

일본경제가 장기침체에서 벗어나 경기회복을 막 시작하던 2002년 4월까지 일본경제는 충분하든 충분하지 않든 GDP의 16%에 해당하는 상당한 규모의 부실채권을 10년에 걸쳐 정리 해 오고 있었다. 그럼에도 불구하고 <표 7>이 보여주는 바와 같이 은행의 부실채권은 줄어들지 않았으며 오히려 2001년 이후에는 빠르게 급증하는 모습을 보이기에까지 하였다. 더구나 은행의 건전성 지표에서 정부보유 우선주와 조세이연자산(deferred tax asset)을 빼고 나면 은행의 건전성은 오히려 점점 악화되고 있는 상태로 알려져 있었다. 뿐만 아니라 주요 은행이 제공하는 중소기업 대출 및 군소은행이 제공하는 대출에 대한 현황은 정확히 파악되지 못하고 있었다. 따라서 은행권 전체의 부실채권규모가 어느 정도인지에 대해서는 아무도 정확히 알지 못하는 상태였다. 여기에 대해 IMF는 미래지향적 자산건전성 분류체계를 도입하여 은행의 구조조정에 박차를 가하는 한편, 부실 가능성이 있는 대출을 정리하기 위해 기업 구조조정에 매진해야 한다고 권고하였으며 아울러 우체국예금을 비롯한 정부금융기관을 축소해야 한다고 제안하고 있을 정도였다.

결국, 금융 부실채권 문제가 장기침체의 원인이라는 견해에 입각하자면 2002년 4월 현재 일본경제는 회생 가능성이 보이기는커녕 오히려 더 나빠질 가능성만 눈에 띄는 상태였다고 할 수 있다. 다시 말하여, 금융부실 문제의 추이로만 보자면, 일본경제가 2002년부터 경제 회생을 시작하였음을 알려주는 증거는 전혀 찾을 수 없었다. 그러므로 부실채권 문제는 일본경제의 회복을 가로 막았던 핵심 원인 중 하나로 거론되어 왔었지만 부실채권 문제가 해결되었기 때문에 일본경제가 회생할 수 있었던 것은 아니었다고 판단된다.

## 2) 유동성 함정

일본경제의 회복을 지연시키는 원인으로서 유동성 함정을 지목하는 견해는 수요부진에 문제가 있었음을 지적하는 대표적인 주장이라 할 수 있다. 경제가 유동성 함정에 빠져있으므로 재정지출을 대폭 확대해야만 침체에서 벗어날 수 있다는 정책 시사점을 가지고 있었다. 실제로 일본의 단기 명목 이자율은 1996년부터 0%에 가까워, 더 이상 낮아질 수 없을 만큼 낮아져 있었고 10년 만기 장기국채금리도 1% 대로 떨어지는 등(〈그림 30〉) 금리수준이 한계까지 이르자 통화공급은 민간부문에 의해 바로 흡수될 뿐 실물경제로 흘러들어가지 않았다. 이것을 두고 일본경제가 사실상 유동성 함정에 빠졌다는 진단이 나온 것이다. 부실채권 문제 때문에 자금중개기능이 원활하게 작동하지 않아, 금리가 아무리 낮은 수준에 머물러 있어도 실물경제에 자금공급이 제대로 이루어지지 않았고, 가계 및 기업에 대한 대출은 오히려 계속 줄어든다는 주장이었다.

〈그림 30〉 일본 장기국채금리(10년) 추이

(단위 : %)



자료 : Bloomberg

금리가 아무리 낮아져도 실물경제가 반응을 보이지 않는 가운데, 심지어 아무리 부실채권 문제가 해결된다 하더라도 일본경제가 유동성 함정에서 자동적으로 빠져나올 수는 없을 것<sup>77)</sup>이라는 우울한 진단(Krugman 1998)까지 나왔다. 일본경제가 유동성 함정에 빠진 이유는 중앙은행의 물가안정 능력에 대한 일반인의 신뢰가 “너무 강하기 때문”이었으므로 중앙은행이 물가안정에 대해 무책임할 수도 있다는 점을 보여주어야 문제가 해결된다는 것이었다. 결국, 부실채권 문제가 해결된다고 해서 자금이 실물경제로 원활하게 흘러들어갈 수 있는 것이 아니고 일반인들이 어느 정도의 인플레이션 기대를 가져야만 자금증개기능의 회복을 기대할 수 있다는 뜻이다. 이와 관련하여 Bernanke(2000)도 부실채권 해결을 위한 은행권 구조조정도 필요하지만 환율상승도 필요하다면서, 신중하지 않아도 좋으니, 좀더 공격적이고 적극적으로 통화정책을 펼 것을 촉구한 바 있었다.

이러한 견해들은 일본 통화당국이 좀더 적극적인 대응을 펼 때 유동성 함정 및 디플레이션 문제가 해결되며, 나아가 일본경제도 장기침체에서 벗어날 수 있음을 강조하는 것이었다. 예를 들어, IMF는 일본 중앙은행이 국채를 매입하기 시작한다면 디플레이션은 해결될 것이며 그 과정에서 상당한 인플레이션도 일으킬 여지가 있을 뿐 아니라 엔화를 대폭적으로 절하시키는 효과도 기대할 수 있다는 의견을 제시하기도 하였다(Rogoff 2002). 이러한 대안은 일본의 국채규모가 엄청난 규모에 도달하여 있음에 착안하여, 일본중앙은행이 이 엄청난 국채를 매입하기 시작하기만 한다면 정부부문 본원통화를 얼마든지 증발시킬 수 있지 않겠느냐는 제안이었다. 자금증개기능의 저하, 총수요 부족 등으로 민간부문 본원통화가 늘어나지 않는다면 정부부문 본원통화의 공급이라도 대폭적으로 늘일 수 있는 방안,<sup>78)</sup> 하다못해 중앙은행이 국채인수를 통해 재정 인플레이션(fiscal inflation)이라도 일으키려고 시도를 해야 하는 것 아니냐는 뜻이었다.

그러나 당시 일본의 은행들은 대규모의 미확인 부실채권을 안고 있었기 때문에 신규 대출을 기피하고 있었던 것이 사실이었으며, 금융기관의 대출 기피가 경기부진을 가속화시키고 이는 다시 새로운 부실채권을 만들어 내는 악순환이 가동 중에 있었다. 그러므로 본원통화

77) Eggertsson · Woodford(2003)의 모형에 따르면, 자연이자율(natural rate of interest)이 음수가 되면 경제는 유동성 함정에 빠지게 되며 자연이자율이 양수가 되면 함정에서 벗어날 수 있게 되는데, 자연이자율은 정부지출 증가율에 대한 기대가 주어졌을 때, Consumption Euler Equation에 따라 외생적 기술진보 증가율에 대한 기대에 의해서만 결정된다. 그러므로 재정정책에 변화가 없이 negative technology growth가 진행될 때 자연이자율은 음수가 되며 경제는 유동성 함정에 빠진다.

78) 이는 금리를 더 내릴 수 없다면 본원통화의 양이라도 더 늘여야 한다는 것으로서 아마도 2001년 이후의 “양적팽창” 정책의 논리적 배경이 되지 않았나 생각된다.

의 확대로 디플레이션을 해결하고 실물경제의 활발한 흐름을 이끌어 내어 경제성장에 효과적인 도움이 되려면 자금의 원활한 중개를 가로막고 있던 금융권의 부실채권을 우선적으로 털어내는 작업이 선행되거나, 적어도 병행되었어야 했다.

### 3) 생산성의 지속적 하락 문제

생산성의 지속적인 하락을 장기침체의 원인으로 꼽는 견해는 공급측면의 문제를 지적하는 입장이다. 부적절한 재정정책, 유동성 함정, 투자부진, 금융중개 기능의 문제점 등 그 동안 널리 알려져 온 일본경제의 여러 문제점들이 단기적 경기침체를 불러일으켰다면 몰라도 10년 이상 오래 가는 장기침체를 설명할 수는 없다고 보는 것이다. 10년 이상의 장기침체를 설명하려면 그보다 훨씬 뿌리 깊은 구조적인 원인이 있어야 한다는 주장이다. 금융권의 부실채권 문제도 기본적으로는 경기가 좋아지면 자연히 해결될 단기적인 현상이라는 것이다.

일본의 장기침체를 생산성 부진에 의한 결과로 보는 견해는 장기침체를 부실채권 처리부진이나 유동성 함정에 따른 결과로 보는 견해와 매우 다른 성격의 진단과 처방을 제시한다. 금융 내지 신용의 문제를 중요시한 뒤 통화팽창이나 총수요 확대등과 같은 단기적, 총량적 해법을 제시하는 것이 後者の 입장인 반면, 前者의 경우는 은행대출의 축소나 부실채권 문제는 장기침체의 원인이 아니라 증상에 불과하며 장기침체 해결의 실마리는 금융보다는 실물부문에서 찾아야 한다고 주장한다. 그리고 문제해결을 위한 해법으로는 구조변화를 통한 공급측면의 개선을 역설한다.

〈표 11〉 일본 노동생산성 증가율 구성 추이(전 산업)

(단위 : %)

	1980~1990	1991~1999
Labor-Productivity Growth	3.69	2.11
Capital Accumulation	1.72	1.21
TFP	1.63	0.84
Labor Movement	0.38	0.06

자료 : Miyagawa(2003)

IMF(2005)의 시산결과에 따르면, 1990년대 이후 일본의 잠재성장률은 연평균 1.5%<sup>79)</sup>밖에 되지 않았는데, 이 중 총요소생산성(TFP: Total Factor Productivity) 향상에 의한 부분은 1%p, 자본투입 증가에 의한 부분은 0.75%p였으며 노동투입에 의한 부분은 -0.25%p였다. 1990년대 이후 노동투입이 저조했던 것도 일본 장기침체의 중요한 원인이지만 보다 중요한 것은 총요소생산성의 부진 때문이었다고 IMF는 평가하고 있다. 1990년대 일본의 노동생산성이 1980년대에 비해 둔화된 이유를 요인별로 분석해본 Miyagawa(2003)의 연구에서도, 1990년대 들어 노동생산성 향상이 전반적으로 부진해진 가장 두드러진 원인은 총요소생산성 하락 때문이었다고 추정하고 있다(<표 11>).

이보다 앞서 Hayashi · Prescott(2002)은 1990년대 일본경제가 침체된 이유는 기업들이 자금이 모자라 투자를 할 수 없었던 때문이 아니었다면서 금융문제 때문에 장기침체가 일어난 것이 아니었다는 주장을 상당히 설득력 있게 제시한 바 있다. 그들은 일본의 국민계정 자료를 분석한 결과, 1991년부터 총요소생산성 증가율이 갑자기 감소한 것으로 추정하였다. 보다 구체적으로, 일본의 총요소생산성은 1983년에서 1991년까지는 매년 2.4% 이상씩 증가하였으나 1991년부터 2000년까지는 평균 0.2%의 증가에 그쳐 증가율이 연평균 2.2%p만큼이나 대폭 둔화되었다는 것이다.

한 경제의 총요소생산성이 어느 시점을 계기로 갑작스럽게, 그것도 일시적이 아닌 추세적으로, 둔화되었다는 것은 그 자체가 놀라운 일이지만 前時期에 비해 연평균 2.2%p 하락하였다는 사실만으로는 4%대의 성장률이 1% 미만으로 푹 떨어진 일본의 장기침체 현상을 충분히 설명할 수는 없었다. 이에 대해 Hayashi · Prescott(2002)은 1990년대 일본 노동공급의 둔화가 총요소생산성 부진이 설명하지 못하는 장기침체의 나머지 부분을 설명한다고 주장하고 있다. 1988년 근로기준법 개정으로 주간평균 근로시간수가 크게 감소한 것도 총요소생산성 둔화에 못지않게 일본경제의 공급능력을 크게 위축시킨 주요 원인이었다는 지적이다. 1988년 일본은 대중으로부터의 많은 지지 속에 40년 만에 근로기준법을 개정하여 주 6일 근무제를 주 5일 근무제로 전환시킴으로써 법정근로시간수를 44시간에서 40시간으로 줄였다. 그 결과, 1989년부터 1993년까지 5년에 걸쳐 일본의 실제 주당 근로시간 수는 단계적으로 약 5시간 정도 줄어들었다(<그림 31>).<sup>80)</sup>

근로시간수의 감축은 명백한 공급 감소 요인으로서 이것을 상쇄할 만큼 충분하게 노동생산성이 향상되지 못한다면 성장궤적의 하향이동을 초래할 수밖에 없다. Hayashi ·

79) 같은 기간 동안 일본을 제외한 G7 국가들의 잠재성장률은 평균 2.4% 수준이었다.

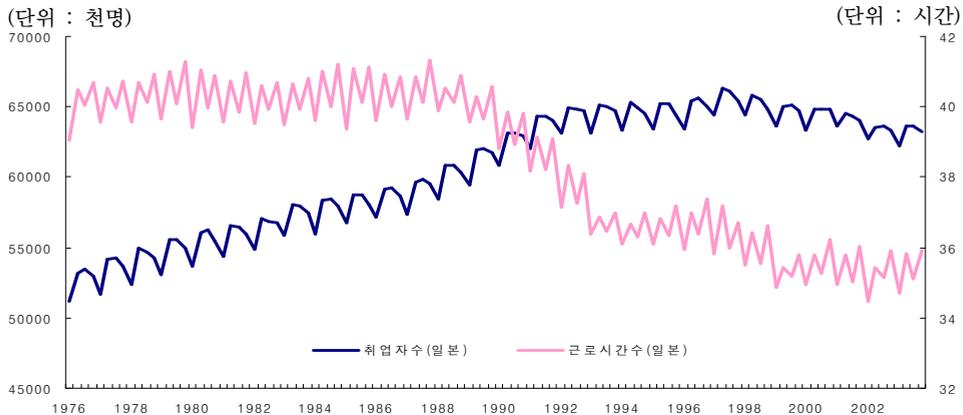
80) 공무원들은 1989년부터 토요일 격주휴무를 한 뒤 1992년부터는 주5일 근무제를 실시하였으며 금융기관들은 이보다 앞서 1989년부터 주5일 근무제를 실시하였다고 한다.

Prescott(2002)의 시산에 따르면, 주 5일 근무에 따른 노동시간수 감소가 공급을 감소시킨 효과를 총요소생산성의 하락에 따른 공급 위축효과에 합산시킬 경우 1990년대의 성장률 하락분을 거의 정확하게 설명할 수 있었다.

경제 성장률을 떨어뜨리는 장기적 요인으로서 총요소생산성 하락 외에 경쟁의 부족 내지 일본경제의 이중구조를 주목하는 견해도 있다. 이에 따르면, 일본경제의 문제는 공급능력의 저하와 기업 수익성의 동반하락에 있었다. 일본경제의 稅後 자본수익률은 1980년대 말 6.1%에서 1990년대 말 4.2%로 하락하였으며 제조업 총자산 경상이익률도 1979년부터 1991년까지 13년 동안 평균 4.73%였지만 버블붕괴 이후 1992년부터 2001년까지 10년 동안에는 평균 2.94%로 버블 이전 값의 약 절반 가까이 떨어져 있었다(<그림 32>).

생산성 내지 수익성이 하락한 이유로는 비효율적인 기업과 사양산업 부문에서의 경쟁을 저해하는 여러 가지 보호정책들<sup>81)</sup>이 자주 거론되었다. 각종의 제도 환경 및 규제환경, 관행 등이 수익을 내지 못하는 비효율적인 기업들로 하여금 도태되지 않고 살아남을 수 있도록 경쟁을 억제해 주었고, 그 결과 전체 생산에서 차지하는 비효율적 부문의 생산비중이 지나치게 높아짐에 따라 경제 전체적인 평균적 생산성을 끌어 내렸다는 것이다(Porter et al. 2000).

<그림 31> 일본의 주간 평균 근로시간수 및 취업자수 추이



자료 : 일본 후생노동성

81) Ito(1996)는 1978년에 시행된 「특정 침체산업의 안정화를 위한 임시대책」을 예로 들었는데, 그의 연구에 따르면 그 제도의 시행 이전 3년간 전총요소생산성 증가율은 2.18%였으나 시행 이후 1983년까지 5년간 0.64%로 하락하였으며 제도 시행 6년 뒤부터는 다시 2.5%를 조금 넘는 수준으로 회복되었다.

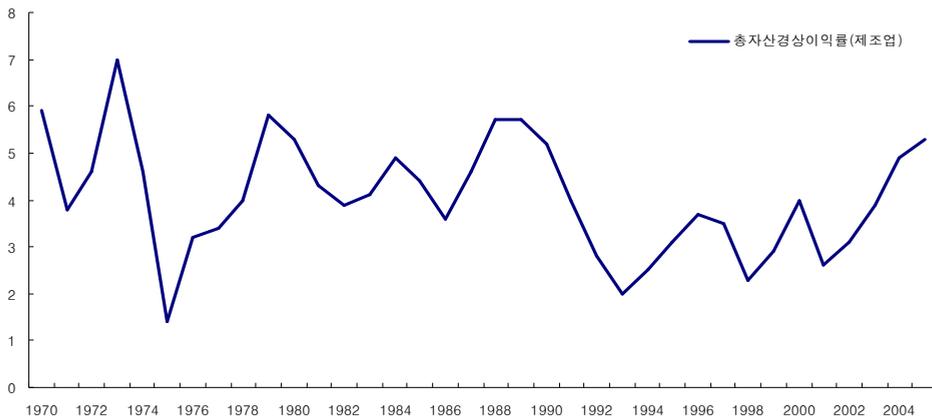
일본의 제조업 부문은 국내는 물론 해외로부터의 경쟁에 노출되어 있었으므로, 생존을 위한 치열한 생산성 향상 노력에 나서지 않을 수 없었다. 그러한 생산성 향상 또는 치열한 경쟁의 결과, 제조업이 만들어 내는 제품의 가격은 계속 하락할 수 있었다. 가격이 지속적으로 하락하다 보니 제조업에 있어서 가격요인은 언제나 수익을 악화시키는 요인이었으며 수익의 원천은 높은 가격이 아니라 대부분 생산성 향상으로부터 나왔다.

이와는 반대로 비제조업 부문은 생산성 향상이 전통적으로 매우 부진하였다. 자신을 보호해 주는 각종의 제도적 장치와 규제가 있었으므로 서로 치열하게 경쟁할 필요가 없었고 경쟁이 별로 없었기 때문에 생산성 향상을 위한 노력도 별로 필요치 않았기 때문이었다. 제조업의 생산성은 미국에 뒤지지 않거나 미국을 능가하는 부문도 있었지만 비제조업은, 예를 들어 도소매업 같은 것은 경기가 좋았던 1990년대 초에도 미국 도소매업 생산성의 44%에 불과하였다.

일본의 서비스업은 다양한 보호 장치 속에서 서로 간의 경쟁을 억제하는 대신 자신들이 생산하는 각종의 서비스의 가격을 매우 높은 수준에서 형성하였고, 유지하여 왔었다. 경쟁은 별로 없이 가격수준만 높았으므로 비제조업 부문은 제조업과 달리 생산성 향상의 수익에 대한 기여도가 아주 미미했던 반면, 수익에 대한 가격요인의 기여도는 전체 수익의 절반 이상에 해당할 만큼 매우 중요한 역할을 하였다(Oyama 1999).

〈그림 32〉 일본 제조업의 총자산 경상이익률의 추이

(단위 : %)



자료 : 일본 재무성

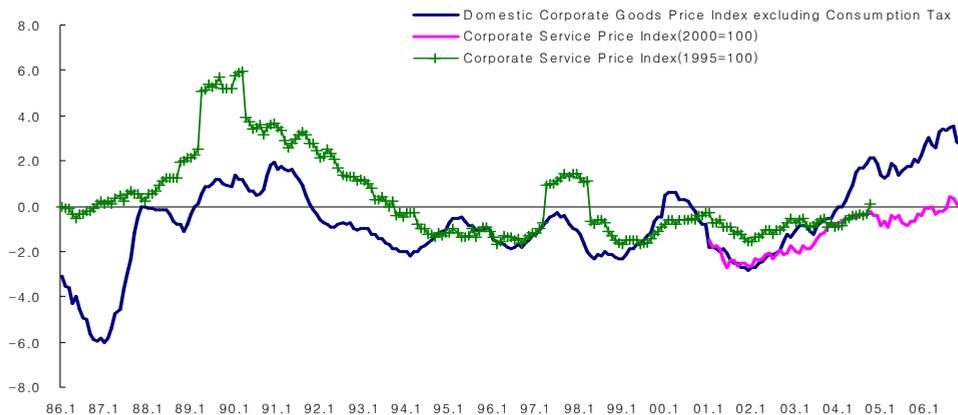
제조업과 비제조업의 생산성 격차는 비제조업이 생산하는 서비스의 가격이 제조업의 상품 가격에 비해 상대적으로 훨씬 비싸지는 결과로 나타났다. 실제로 1990년대 초까지 비제조업 분야의 서비스 가격지수는 제조업 상품가격지수의 움직임에 거의 영향을 받지 않고 증가추세를 이어왔다. 엔고의 영향으로 수입물가 및 생산자물가가 크게 하락했던 1980년대 중반, 제조업 상품가격지수는 지속적으로 그리고 상당히 큰 폭으로 감소하였지만 이 기간 중에도 서비스 가격지수는 이렇다 할 감소세를 나타내지 않았었다. 또한, 버블 붕괴를 계기로 1992년부터 경기침체가 시작되면서 상품가격지수는 곧바로 감소세로 전환되었지만 서비스 가격지수는 1993년 말에 가서야 비로소 감소세로 돌아섰다. 그 이후 2004년까지 약 10년에 걸친 기간 동안에도 서비스 가격지수 증가율은 두 차례 정도의 짧은 기간을 제외하면 상품가격지수 증가율보다 높거나 비슷한 추세를 유지하여 왔다(<그림 33>).

이처럼 가격수준과 생산성에 있어서 극단적이라 할 정도로 서로 상반된 모습을 보여 온 제조업과 비제조업의 이중구조는 장기침체 훨씬 이전부터 존재해오던 일본경제의 독특하고도 전통적인, 구조상의 약점으로 지적되어 왔었다. 교역재와 비교역재 사이에 이러한 이중구조가 나타나는 것은 어느 정도는 불가피하다고 할 수 있지만 일본의 이중구조는 다른 선진국에 비해 매우 심각하였다(Porter et al, 2000).

산업간 이중구조는 생산성이 높은 제조업에서부터 생산성이 낮은 비제조업 부문으로 소득

<그림 33> 일본의 상품 및 서비스 가격지수의 전년대비 증가율 추이

(단위 : %)



자료 : 일본은행

을 이전해 주는 역할, 또는 보조금을 지급해 주는 역할을 하였다. 제조업 기업이 상품생산을 위해 서비스를 구입하거나 직원들에게 임금을 지불할 때에 일반 서비스 가격이 높으면 높을수록 지불해야 하는 비용이 커질 수밖에 없었다. 결국 생산성이 부진한 서비스 부문의 가격 수준이 높으면 높을수록 생산성이 활발한 제조업의 수익성에 부정적인 영향을 줌으로써 일본경제의 생산성 향상의 성과를 희석시켜 버리게 된다. 이런 의미에서 일본의 비제조업 부문은 장기침체가 시작되기 훨씬 이전부터 일본경제 전체의 생산성 향상을 끌어 내리는 고질적인 문제점으로 인식되어 왔었다.

이중구조의 부작용은 경제가 활발하게 성장을 거듭하던 1980년대 말까지만 해도 표면에 드러나지 않을 수 있었다. 그러나 장기침체가 시작된 후 1993년부터 비제조업의 수익성이 크게 부진해졌고, 이는 다시 경제의 흐름에 대해 가시적인 악영향을 미치기 시작하였다. 1993년부터 서비스 가격지수는 감소세(〈그림 33〉)로 접어들었을 뿐 아니라, 경기침체의 지속에도 불구하고 1993년 비제조업의 임금 상승률은 1991년과 1992년에 비해 갑자기 소폭 높아졌는데, 이는 노동 의존도가 높은 비제조업에 커다란 이윤압박(profit-squeeze) 요인으로 다가왔다. 임금부담이 상대적으로 높아진 반면, 가격은 하락하는 상황이 되다보니 1993년 이후 비제조업의 수익성은 악화를 거듭할 수밖에 없었다. 비제조업의 수익성이 악화를 거듭하면서 비제조업의 생산성 부진 내지 일본경제의 이중구조의 심각성은 장기침체를 겪고 있던 일본경제가 해결해야 할 주요 정책이슈로 인식되기 시작하였다.

서비스업의 생산성 부진은 장기침체의 기간 중 좀처럼 개선되지 못하였다. 1993년에서 1997년까지 제조업 매출액 영업이익률(operating profits to sales ratio)은 비교적 빠르게 개선되었지만 이 기간 중 비제조업의 매출액 영업이익률은 계속 나빠지고 있었다(〈그림 34〉). 비제조업 매출액 영업이익률은 1998년에 저점까지 도달한 이후 줄곧 개선되어오긴 했지만 2005년 현재에도 1991년의 3.0%에 미달하는 2.6%에 그치고 있다. 일본경제의 70% 이상을 차지하는 비제조업이 이처럼 부진을 면치 못하는 상황이다 보니 가끔씩 찾아오던 경기회복의 기회도 제대로 살려보기 어려웠다.

아닌 게 아니라 1990년대, 특히 1993년 이후, 경기가 회복되는 듯하다가 곧이어 불황에 다시 빠지곤 했던 것도 비제조업의 침체와 관련이 있다고 분석되고 있다(Oyama 1999). 장기침체 이전에 있었던 세 차례 경기회복의 패턴을 분석해 보면, 비제조업 부문 중소기업 고정투자가 가장 먼저 회복되었고 그로부터 약 1년 뒤 제조업 부문의 중소기업 투자가 회복하여 경기회복에 가세하는 모습을 보였다. 반면에, 제조업 대기업의 고정투자는 경기회복의 시작 이후 약 1년 반까지 계속 감소하다가 그 뒤부터 서서히 회복되기 시작하는 패턴을 보였

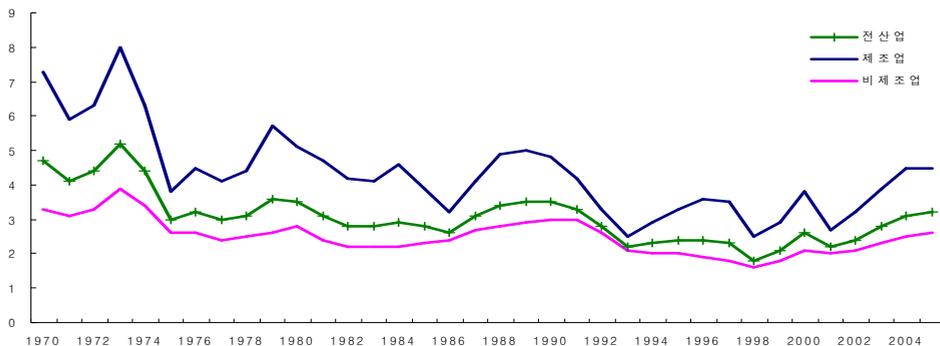
었다. 이처럼 일본의 경제회복기에는 대체로 비제조업 중소기업의 고정투자가 제조업 고정 투자보다 먼저 회복되기 시작하여 경제 전체의 투자회복을 선도하는 일관된 패턴이 나타났던 것이다.

그런데 장기침체 이후 세 차례의 '반짝 회복' 기간 중에는 제조업 및 비제조업 중소기업 고정투자가 증가하기는커녕 오히려 감소하였으며, 심지어 비제조업 고정투자는 제조업 대기업 고정투자보다 더 빨리 감소하는 모습을 보였다. 장기침체 이전의 기간에 비해 경기회복의 패턴이 완전히 달라진 것이다. 그러다보니 경기가 회복을 시작하는 와중에서도 기업 고정투자는 전반적으로 감소<sup>82)</sup>하였고, 일반적으로 기업 투자가 감소하는 회복세는 오래 지속되기 어려웠다.

일본경제의 산업간 이중구조는 교역재 부문(수출품)과 비교역재 부문(내수 서비스)간의 생산성 격차를 확대시키는 한편, 실질환율을 지속적으로 절상시키는 역할(Balassa · Samuelson Hypothesis)을 하였다(Ito 1996). 비교역재 부문의 저조한 생산성이 환율경로를 통해서도 일본경제의 발목을 잡았던 측면이 없지 않았다는 것이다. 제조업의 생산성 향상은 상품수지 흑자를 통해 명목환율을 떨어뜨릴 뿐 아니라 명목환율의 변화가 없더라도 비제조업의 생산성 부진은 내수 서비스 가격을 상승시켜 실질환율을 떨어뜨렸다. 그리고 실질환율의 하락은

〈그림 34〉 일본의 제조업과 비제조업의 매출액영업이익률 추이

(단위 : %)



자료 : 일본 재무성

82) 1993년 4/4분기와 1994년 1/4분기 중 일본의 실질 설비투자는 전년동기대비 각각  $\Delta 13.6\%$  및  $\Delta 13.7\%$  감소하였다.

수출 제조업의 경영에 부담요인이 될 수밖에 없었다. 게다가 1990년대 초까지 비제조업의 공급능력은 지나치게 늘어났고,<sup>83)</sup> 공급능력의 과잉은 비제조업의 침체를 더 가속화시키며 더 오래 지속시키는 역할을 하게 되었다.

이런 의미에서 Ito(1996), Porter et. al.(2000), Katz(2003) 등은 戰後 일본의 전통적 경제모델이 1990년대 들어 새로이 나타난 국제적 여건 변화에 제대로 적응하지 못했던 점이 가장 중요한 장기침체의 요인이었다고 주장한다. 무한경쟁의 시대가 열리는 격동적인 새로운 환경에 진입하였음에도 불구하고 규제개혁을 충분하게 하지 않아 내수산업에 활발한 경쟁을 도입하지 못하였다는 것이다. 그 결과, 이종구조를 해소시키지 못하였으며 그에 따라 경제 전체적으로도 잠재 성장률이 하락하는 것을 막지 못했다는 것이다. 이들은 비효율적인 기업이 살아남아 경제의 생산가능곡선을 계속적으로 축소시키며 잠재성장률을 끌어 내리는 상황에서는 통화정책이 침체를 벗어나기 위한 효과적인 방법이 될 수 없다는 지적도 하였다. 아울러 이들은 일본경제가 장기침체에서 벗어나려면 수요진작 정책도 중요하겠지만 구조조정을 가속화하며 그에 수반하는 조정비용을 줄일 수 있는 규제완화 조치를 병행하여야 한다는 권고를 하였다.

장기침체의 원인이 생산성 하락에 있다는 견해의 가장 핵심 근거이던 1990년대 이후의 솔로우 잔차항(Solow Residual)<sup>84)</sup>의 하락을 놓고, 이것을 반드시 일본경제에 陰의 외생적 기술 충격(negative technical shock)이 발생했음을 의미한다고 해석할 필요는 없다는 反論도 나왔다. 솔로우 잔차항의 하락을 반드시 장기적으로 영향이 지속될 불리한 충격으로 간주할 필요는 없다는 의미이다.

먼저, Kawamoto(2004)는 솔로우 잔차항의 추정에 있어서 규모의 경제, 불완전 경쟁, 자본과 노동의 순환적 가동률, 경제부문간 생산요소들의 순환적 재배치(reallocation)효과 등을 감안했을 때 1990년대에 걸쳐 기술진보가 하락했다는 증거를 찾을 수 없었다. 즉, 1990년대 내내 “진정한” 기술성장은 거의 변함이 없었으며 솔로우 잔차항의 하락은 단지 다른

83) 버블의 붕괴 이후에도 비제조업의 공급능력이 오히려 확대된 것에 대해 다음과 같은 세 가지 요인이 거론되고 있다. 첫째, 소비와 관련된 도소매의 경우 금융버블이 붕괴된 이후에도 미래의 수요에 대한 기대가 비교적 낙관적이었다. 둘째, 도소매 산업의 규제완화(1992년의 대형 소매점법의 개정), 운수통신업의 규제완화(1994년의 전화장비의 직접판매 허용)로 해당 산업들의 미래의 수요에 대한 낙관적인 전망이 확산되면서 규제완화의 초기단계에서 시장 점유율을 차지하려는 공격적인 전략이 가시화되었다. 셋째, 노동공급이 증기적으로 모자라게 될 것이라는 우려가 확산되면서 실제 수요여건에 관계없이 미리부터 인력을 많이 채용해 두려는 움직임이 나타났다(Oyama 1999).

84) 솔로우 잔차항은 경제성장 가운데 자본과 노동투입의 움직임으로는 설명할 수 없는 부분으로서 주로 기술진보를 반영한다고 알려져 왔다.

요인들이 뒤섞여 나타난 결과일 뿐이라는 주장이다. 특히 순환적 가동률과 생산요소의 재배치 효과가 중요했기 때문에 솔로우 잔차항이 하락했다는 것이다. 이 연구는 솔로우 잔차항이 순환적 가동률과 생산요소의 재배치 효과에 크게 좌우될 만큼 매우 경기동행적<sup>85)</sup>인 성격을 가지고 있음을 강조하고 있다. 1990년대 솔로우 잔차항이 푹 떨어진 것으로 추정되는 이유도 1990년대 내내 경기가 침체되었기 때문에 나타난 현상이었을 뿐이라는 것이다.

보다 구체적으로, 일본의 54개 산업의 기술진보를 측정한 뒤 이를 취합하여 보았더니 내구재 제조업은 1990년대 들어 기술진보가 둔화된 것이 사실이었지만 비내구재 제조업과 비제조업은 비교적 활발한 기술 성장을 한 것으로 추정되었다. 일본의 경우 비제조업이 전체 경제의 압도적인 부분을 차지하고 있음을 감안할 때, 이 추정결과는 일본경제 전체적인 기술진보 속도가 1990년대 들어서도 과거와 별다른 차이를 보이지 않았음을 의미하는 것이기도 했다. 1990년대 솔로우 항을 하락시키는 데에 가장 중요한 역할을 한 것은 경기침체에 따라 가동률이 하락했기 때문이었으며 Hayashi·Prescott(2002)의 총요소생산성 하락은 생산성의 측정오류에 불과하고 이제는 그러한 RBC(real business cycle)類의 설명<sup>86)</sup>에서 벗어날 필요가 있다고까지 강하게 주장하였다.

한편, Andolfatto(2003)는 장기침체 기간 동안 은행들은 어려움을 겪었지만 기업들은 투자를 위한 자금을 빌리는 데에 있어서 별다른 어려움이 없었다는 점에 착안하여, 장기침체의 핵심원인 중 하나로 널리 알려졌던 금융기관의 자금중개기능 부진현상의 신빙성에 의문을 던지고 있다. 그는 일본의 장기침체가 플러스의 순현재가치(Net Present Values)를 가진 프로젝트들이 신용계약으로 자금을 조달하지 못했던 데에 장기침체의 원인이 있었던 것이 아니라 적정한 투자수준 자체가 낮아졌기 때문이라는 결론을 내리고 있다. 은행의 여건이 좋지 않아 순현재가치가 플러스인 프로젝트에 돈을 빌려주지 못했던 것이 아니라 순현재가치가 플러스인 프로젝트 자체가 아예 말라 버렸고, 따라서 은행들은 신중하게 현찰을 들고 있었을 뿐이라는 것이다.

총요소생산성의 하락을 둘러싼 이상과 같은 논의 말고도 일본의 장기침체를 설명하기 위

85) 솔로우 잔차항의 변화와 실질 GDP 성장률과의 상관계수는 1974년에서 1998년까지의 일본의 경우 0.79에 달할 정도로 매우 높으며 이런 현상은 미국도 마찬가지라고 한다. 따라서 일반적으로 경기가 불황이면 솔로우 항은 감소하고 경기가 호황이면 솔로우 항은 상승하는 것처럼 나타난다.

86) 사실 Hayashi-Prescott(2002)의 모형은 수량적 동태적 일반균형 모형(quantitative dynamic general equilibrium model)으로서 통화적 현상(monetary phenomenon)이 아예 없기 때문에 통화 내지 금융현상을 실물경제의 침체와 연결시켜 살펴볼 방법이 애초부터 없었고, 따라서 통화 내지 금융적 문제가 장기침체와 관련이 없다는 주장을 강하게 말할 수 없게 되어 있었다.

한 구조적 내지 미시적 원인으로서는 자원배분의 효율성이 저하된 사실을 중요시하는 견해도 있다. Nakakuki et al.(2004)의 연구에서는 요소시장의 왜곡이 1990년대 장기침체에 상당히 중요한 원인이었는데, 이를테면 기업 지배구조의 경직성, 비제조업 부문의 비효율성, 부실채권문제, 저축-투자의 불균형 등이 자원의 효율적인 배분을 가로막았기 때문에 장기침체가 초래되었다는 주장을 하고 있다. 그들은 자원배분의 비효율성으로 일본경제의 생산가능곡선이 안쪽으로 수축되었는데, 그 효과는 GDP의 0.5%로서 버블 붕괴 이후 실질 GDP 성장을 감소분 3.6%의 1/7에 해당한다고 추정하였다(〈표 12〉).

이상에서 살펴본 바와 같이 생산성 하락을 문제 삼는 견해는 일본경제의 미시적 내지 구조적인 문제점들을 상당히 설득력 있게 지적하고 있다. 그러나 앞서 언급한 것처럼 이 견해는 생산성 하락으로 공급이 줄어들어 경제가 부진해졌다는 데까지는 잘 설명을 할 수 있지만 디플레이션의 발생을 설명하지는 못한다는 한계가 있다. 어쩌면 일본의 장기침체는 수요부진 또는 공급부진 중 어느 한 가지만을 가지고 충분한 설명을 해낼 수 있을 만큼 단순한 성격이 아닐지도 모르겠다.

다음의 제Ⅲ장에서는 이상에서 나열한바, 장기침체의 원인으로 거론되었던 여러 문제들이 경기회복과 함께 水面 아래로 사라지는 과정을 정리하고 있다. 거기에 앞서 일본의 내수경

〈표 12〉 요소시장 왜곡의 GDP 성장에 대한 효과분석

(단위 : %)

	1980~1985	1986~1991 (Bubble Period) (a)	1992~1998 (Post-Bubble Period) (b)	(b)-(a)
GDP Growth	3.96	4.82	1.24	-3.58
TFP	1.39	2.18	0.61	-1.58
Capital accumulation	1.51	2.77	1.45	-1.32
Number of workers	0.79	1.29	0.34	-0.94
Work hours	0.04	-1.85	-1.12	0.73
Distortions	0.23	0.44	-0.03	-0.47
Relative MP	0.18	0.11	-0.15	-0.26
Labor input share	0.06	0.32	0.12	-0.21

자료 : Nakakuki et al.(2004)

제를 소비, 투자 등으로 구분하였을 때 각각의 항목들이 장기침체 기간 중 어떤 추이를 보였으며 그에 대해 어떤 평가를 내릴 수 있는지를 간략하게 검토해 보기로 한다. 이는 일본의 장기침체의 성격을 보다 정확하게 파악하고 유익한 시사점을 얻는 데에 적지 않은 도움이 될 것이다.

#### 4) 장기침체의 배경으로서의 내수의 추이 및 평가

1991년 버블붕괴부터 지금까지 일본경제는 세 차례의 경기침체(〈표 2〉)를 겪었는데, 1997년과 2000년의 침체는 아시아 외환위기 및 IT 버블의 붕괴라는, 해외로부터 찾아온 陰의 충격이라는 성격을 가지고 있었다. 그리고 장기침체 기간 중 첫 번째 침체인 1992년의 침체도 연원을 따지고 보면 1985년의 플라자 합의라는 외부요인으로 거슬러 올라갈 수 있는 것이었다.

플라자 합의에 의한 1980년대 중반의 兪高 충격은 내수확대로 상쇄할 수 있었으나 1990년대 버블이 붕괴한 이후부터는 내수가 부진해져 더 이상 내수확대로 경기충격을 상쇄하기는 매우 어려워졌다. 여기서의 내수부진은 소비위축보다는 투자위축을 말하는 것이었다. 1990년대 내내 실질 민간소비의 실질 GDP 비중은 이렇다 할 추세적 감소는 없었고 오히려 1990년대 들어 1980년대 후반에 비해 약간 상승하는 경향을 보이고 있었다. 반면에 실질 총투자의 실질 GDP 비중은 1990년의 30.3%에서 2005년에는 23.2%로 낮아지는 등 하락추세가 뚜렷하였다(〈그림 4〉).

민간소비의 GDP 비중은 1990년대 들어 약간의 상승하는 모습을 보일 정도로 전체 GDP에 비해서는 상대적으로 침체가 덜하였으나 그런 가운데서도 소비여건이 구조적으로 악화되고 있음을 시사하는 몇 가지 근거들은 분명해지고 있었다. 이를테면 노령화라는 인구학적인 요인이 소비 및 거시경제에 미치는 부정적인 영향은, 비록 경기를 끌어 내리는 핵심원인으로 떠오르지는 않았다 할지라도, 시간이 갈수록 점차 분명해지고 있었다. 인구가 급속하게 노령화되어가고 있을 뿐 아니라 노후에 대한 보장도 확고하지 않기 때문에 소비를 하려고 하지 않는 인식이 일반인들 사이에 확산된 것이다.

인구 노령화와 관련하여 나타난 재미있는 현상은 소비자들의 저축동기가 시간이 지남에 따라 변화를 보였다는 점이다. 저축의 목적 가운데 질병이나 예기치 못한 사태에 대비하려는 예비적 동기(precautionary motive)는 경기침체가 심각했던 1997년과 1998년을 제외하고는 지속적으로 약화되었고, 자녀교육과 결혼 또는 주택구입과 같은 목돈을 마련하기 위한 저축 동기(downpayment motives) 역시 1980년대 하반기부터 계속 약화된 것으로 조사되었

다. 아이를 낳지 않는 소위 ‘小子化’ 현상이 확산되면서 자녀양육에 대비한 준비가 필요 없어지는 한편, 새로운 주택을 구입하려는 수요 또한 줄어들었으며 장기침체 기간 중 지속된 부동산 가격 하락으로 주택구입용 목돈마련 부담이 계속 완화되었기 때문으로 생각된다. 반면에, 은퇴이후의 생활에 대비하려는 저축 동기의 중요도는 1980년대 후반 이후 꾸준히 증가한 것으로 조사되었는데, 이는 기대수명의 증가 및 가구인원수의 감소로 노후 병간호 문제를 스스로 준비하여야 할 필요성이 대두됨에 따른 현상<sup>87)</sup>으로 이해되었다.

연령구조와 소비와의 관계를 좀더 구체적으로 살펴보면, 일본의 30~40대 연령층은 상당한 규모의 주택대출을 안고 있었기 때문에 소비지출의 여유가 없었고, 50대는 자녀의 대학수험, 결혼 등으로 돈이 들어가므로 결국 소비지출의 여력이 있는 세대는 60~70대 연령층뿐이라면서 이러한 연령 계층별 소비여력의 차이가 활발한 소비증가를 가로막는 요인 중 하나라는 주장도 나왔다. 이들 노인층은 일본 전체의 개인 금융자산 약 1400조 가운데 차입금을 뺀 순자산의 2/3를 쥐고 있을 정도로 여유가 많지만 돈을 쓸 일이 없고 쓸 줄도 잘 모르는 사람들이다(이나바 요오이치 2000). 일본 소비자들이 막대한 금융자산을 들고 있기는 하지만, 이를 소비지출의 재원으로 쓸 수 있는 계층은 소비성향이 낮은 노년층<sup>88)</sup>이므로 금융자산규모는 막대하지만 이것이 소비증가로 이어지길 기대하기는 어렵다는 것이다. 그러므로 소득이 증가하지 않고는 소비가 제대로 늘어날 수 없다는 설명이다.

게다가 일본 소비자들의 소득여건은 활발한 소비증가를 기대하기에는 매우 부진하였다. 우선, 장기침체의 기간 동안 일본의 임금상승률은 과잉고용이 있었던 버블기에 비해 대폭 둔화될 수밖에 없었으며 특히 금융위기로 심각한 경기침체와 함께 디플레이션이 나타났던 1998년부터는 명목임금이 감소세로 접어들어, 경기가 회복을 시작한 2002년은 물론 2004년 상반기에 이르기까지 무려 약 7년 동안 지속적으로 감소하였다(〈그림 35〉). 1998년 이후의 디플레이션으로 명목임금 하락에도 불구하고 실질임금은 오히려 늘어났을 것으로 생각할 수 있지만, 실제로 실질임금이 증가한 것은 아니었다. 일본의 전 산업 임금을 소비자물가지수

87) 인구가 노령화되다 보니 간병을 받고 싶을 정도로 나이가 든 노령자들도 살아계신 부모님의 시중을 들어야만 하는 경우가 없지 않다고 한다. 100세의 어머니를 80세의 아들이 돌보아 드린다는 것이다. 이런 사람들은 자신이 100세가 되었을 때를 생각해 보았을 때 자식들이 자기 부모님을 돌보아드리는 것처럼 자신을 돌보아 줄 것 같지 않기 때문에 연금을 쓰지 않고 저축을 해두려 한다는 것이다.

88) 노인층의 경우 휴대전화로 통화 정도는 할 수 있어도 문자를 사용하는 것은 무리이고 양복장을 열면 산더미처럼 양복이 쌓여있지만 입지 않는 옷들이 많을 정도이며 가끔씩 드물게 여행이나 콘서트에 가거나 손자를 데리고 디즈니랜드에 가는 정도밖에 돈을 쓸 일이 없다고 한다. 이런 사정은 우리나라 노인층도 별로 다르지 않을 것으로 생각된다.

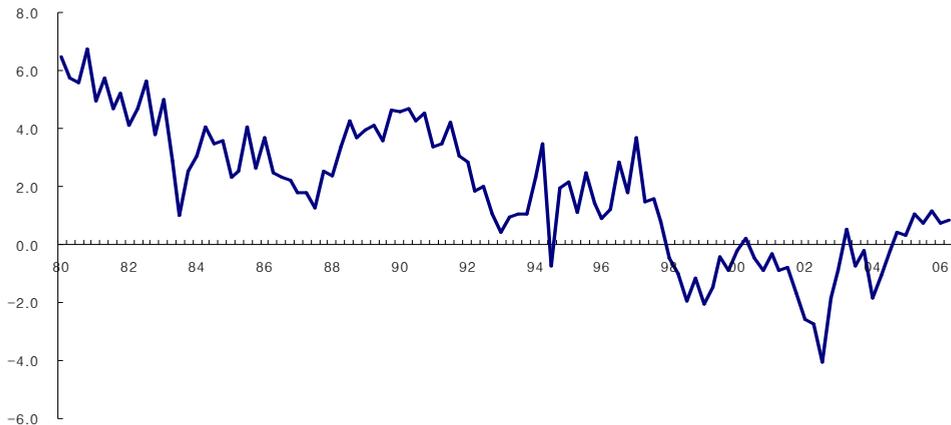
로 나누어 실질화하여 볼 때, 1998년에서 2004년까지의 기간 동안 2000년 한 해를 제외하면 실질임금은 명목임금과 함께 지속적으로 하락한 것이다(〈그림 36〉).

소득의 범위를 좀더 넓혀 임금소득과 재산소득 등을 포함하는 실질 가처분소득의 증가추이를 살펴보면, 1970년대에는 매년 평균 6.0%씩 증가하였다가 1980년대에는 2.8%의 증가로 둔화되고 있었다. 그 뒤 1990년대 들어 1998년까지는 평균 2.0% 증가를 지속하였지만 1999년에는 최초로 음의 값인 -0.9%를 기록하였다. 실질 가처분소득 가운데 순자산소득은 저금리 기조로 인해 1992년부터 2003년까지 7년 연속 감소하였고 기타소득<sup>89)</sup>은 1992년부터 1996년까지 빠르게 증가하다가 세금감면이 없어지고 건강보험지급금이 삭감되기 시작한 1997년에는 감소하였다. 이 가운데 근로소득은 1998년에서 데이터가 可用한 2004년까지의 기간 중 2000년을 제외하고는 매년 크게 줄어들어 가장 두드러진 소득감소 요인이었던 것으로 나타났다(〈그림 37〉).

〈그림 37〉에 보는 바처럼, 처분가능소득 증가세는 계속 둔화되다가 1999년 이후 6년간 마이너스 증가를 하였음에 비추어 이 기간 중 일본 소비자의 소비심리가 위축된 것은 하나도 이상할 것이 없는 일이라 하겠다. 그러나 일본의 소비심리는 당장의 소득보다는 미래에 대한 불안감과 밀접한 관계가 있는 일자리의 有無가 더 중요했다는 견해도 있다.

### 〈그림 35〉 일본의 전년동기대비 전 산업 임금 분기별 상승률 추이

(단위 : %, 전년동기대비)

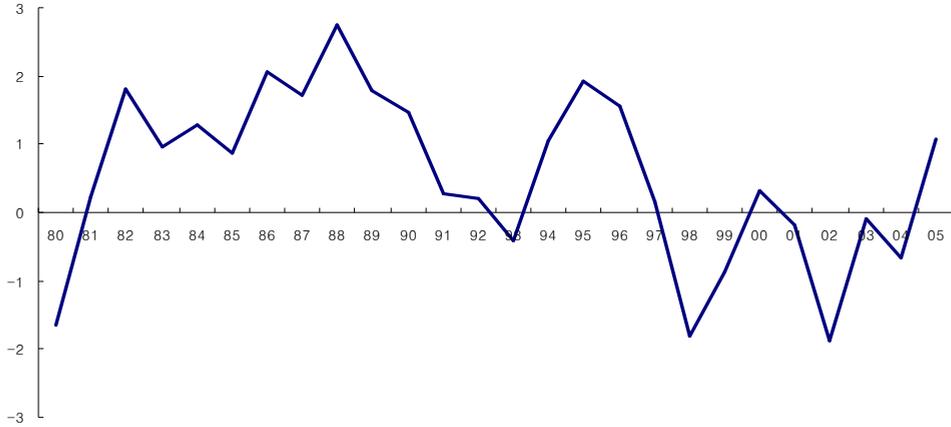


자료 : 일본 통계국

89) 저작권소득이나 순사회보장기여금 등을 포함한다.

〈그림 36〉 일본의 전 산업 실질임금 연도별 상승률 추이

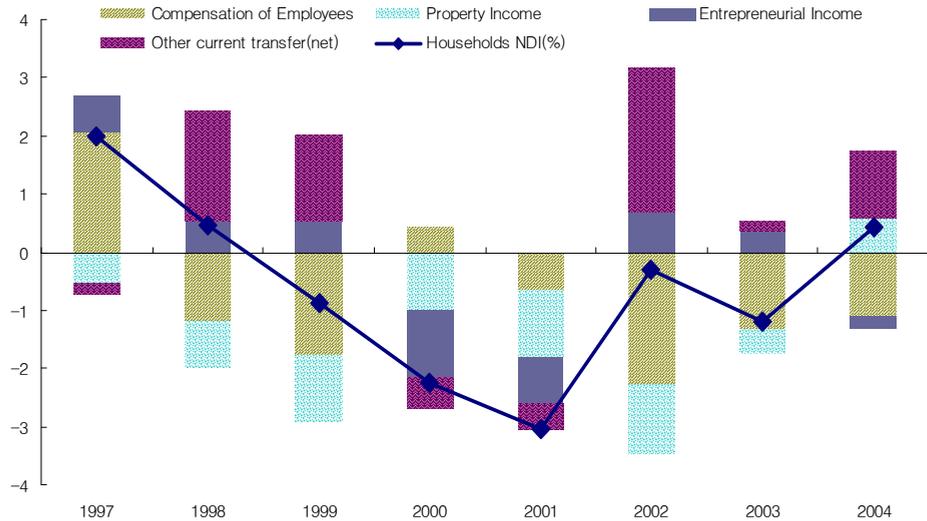
(단위 : %)



자료 : 일본 통계국

〈그림 37〉 일본의 개인 순처분가능소득 증가율 및 구성항목 기여도 추이

(단위 : %p)

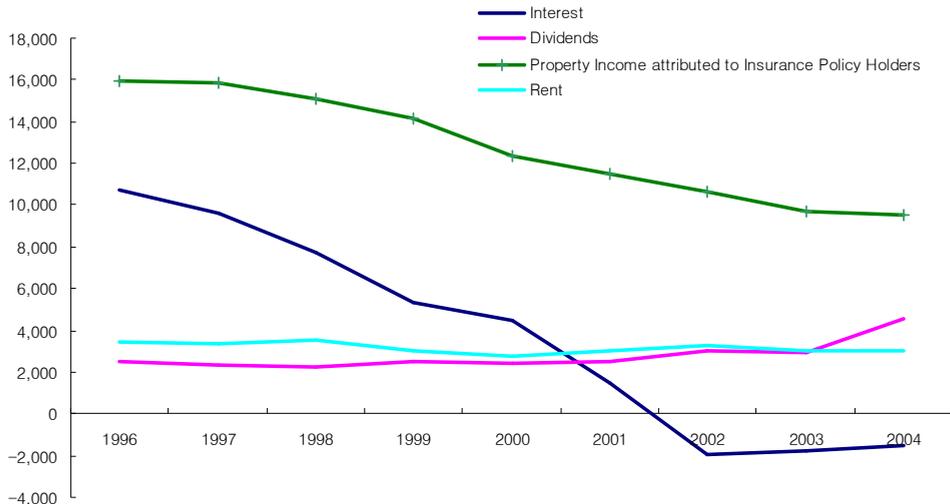


일본의 소비심리는 실업률과 거의 같이 움직였는데, 금융위기를 계기로 구조조정이 시작되고 실업률이 상승하기 시작하였을 때 사람들은 엄청난 대출금을 안은 채 어떻게 미래를 설계할지 몰라 당황했고 따라서 소비심리가 크게 위축되었다는 것이다(Fukagawa 2006). 사실, 경기회복이 체감되기 직전인 2003년까지만 해도 일본 소비자들은 미래의 소득과 고용에 대해 비관적이었다가 실업률이 5%대에서 4%대로 내려가기 시작한 2004년부터 소비심리가 회복되기 시작하였는데, 그러한 희망적인 전환이 있던 2004년에도 소비자의 소득 항목 중 자산소득만이 1997년 이후 처음으로 소폭 증가하였을 뿐 임금소득은 계속 감소(〈그림 37〉)하고 있었다.

또한, 자산소득 가운데는 초저금리의 지속으로 이자소득은 계속 감소하였으며 다만 주식시장의 활황세에 따라 2004년에 배당소득이 약간 상승하고 있었을 뿐이었다(〈그림 38〉). 즉, 미래의 고용전망이 개선되자 임금소득, 자산소득의 감소에도 불구하고 소비심리가 개선될 수 있었던 것이다. 〈그림 39〉에서 보듯이 취업수요/공급의 비율이 취업자에 대한 수요가 공급에 비해 상대적으로 점차 많아지면서 실업률도 감소하였으며, 취업의 기회가 많아지자 고용조정이 종결될 가능성이 보이면서 소비자들이 가지고 있던 미래에 대한 막연한 불안심리

〈그림 38〉 일본 가계의 자산소득 구성 추이

(단위 : 십억엔)

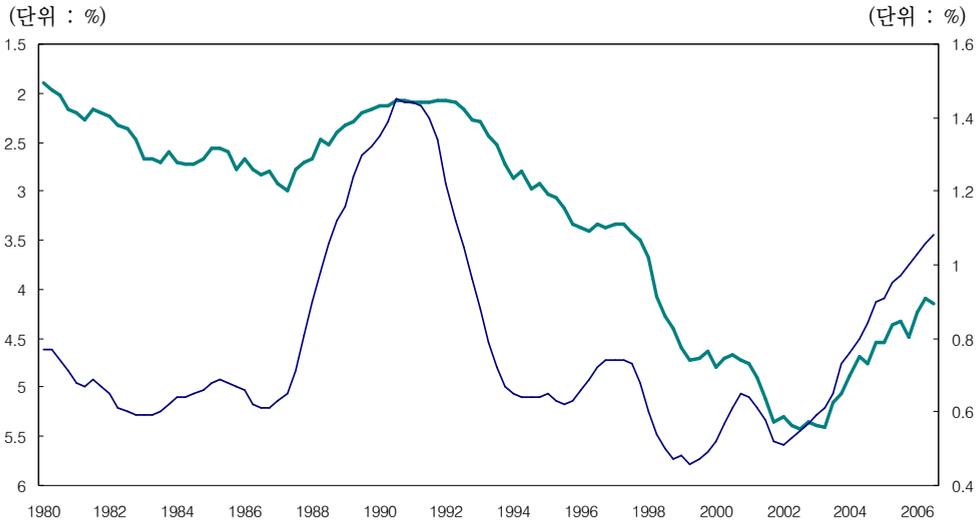


자료 : 일본은행

도 점차 해소되어 간 것이다. 소비심리가 회복되고 처분가능 소득도 7년 만에 처음으로 플러스 증가로 돌아서자 2004년 실질 민간소비는 1.9% 증가하여 1996년 이후 8년 만에 가장 높은 증가율을 보였고 2005년에도 실질 민간소비는 2.3%의 증가를 나타냈다. 결국, 최근 일본 소비자들의 소비심리 회복은 현재의 소득이 얼마나 많이 늘어나는지도 중요했지만 고용여건이 개선되어 앞으로도 일자리를 유지할 수 있다는 믿음이 생기고 나서야 비로소 나아지기 시작한 것이다.

장기침체 기간 동안 일본의 소비는 대체로 소득과 고용에 맞추어 이루어졌을 뿐이며, 우리나라의 소비자들과는 달리, 소득이 아닌 부채를 늘려 소비침체를 극복해 보려는 경향은 나타나지 않았었다. 물론 일본정부는 한 때 쿠폰을 발행해서라도 소비를 진작시키려는 시도를 해본 적도 있었지만 일본 소비자들은 별로 소비를 크게 증가시키지 않았었다. 물론, 금융위기 이후 은행권 가계대출도 적지 않게 늘어나 처분가능 소득의 32.1%이던 가계대출이 4년 뒤인 2004년에는 37.9%로 5.8%p만큼 증가하기도 하였다(<그림 40>). 이와 같이 은행권 가계대출이 약간씩 늘어나는 추세에 있긴 했었지만 일본 소비자들은 경기침체 속에 소득과 임금이 감소하는 상황에서도 가계대출을 오히려 상환해 나가고 있었다(<그림 24> 및 <그림 41>).

<그림 39> 일본 실업률 및 취업수요/공급 비율 추이

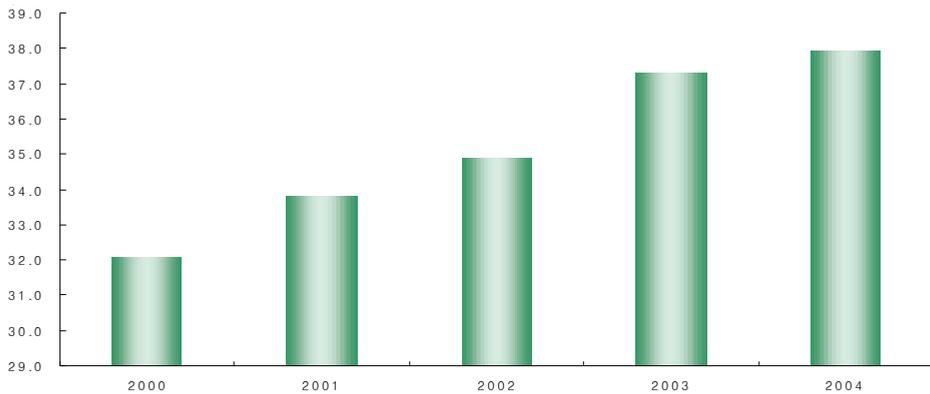


자료 : 일본 후생노동성

실업률이 올라가고 있던 2000년에서 2003년까지의 기간에도 일본 소비자들이 끊임없이 가계부채를 상환해 나가면서 자신의 포트폴리오(portfolio)를 조정하였던 것은 특기할 만한 일이었다고 생각된다. 소득이 줄어드는 가운데 고용불안이 있었지만 소비지출을 위해서는 저축을 줄여(〈그림 23〉) 소비를 유지했으며, 부채를 늘여서라도 소비를 증가시키기보다는 오히려 부채를 약간씩 상환해 나가는 조정과정을 밟았던 것이다.

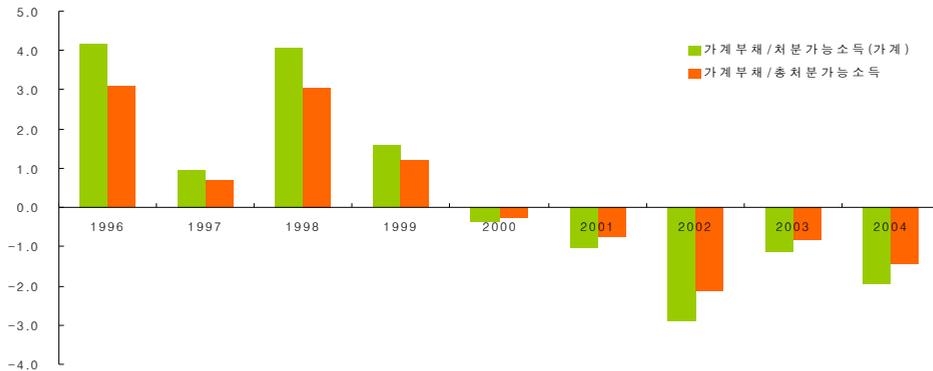
〈그림 40〉 일본의 가계처분가능소득 대비 은행권 가계부채 추이

(단위 : %)



〈그림 41〉 일본의 총처분가능소득 대비 부채 변화분의 연도별 추이

(단위 : %)



자료 : 일본 내각부

### III. 일본경제의 희생과정

일본경제의 구조적인 문제에 대해 비판적인 견해를 밝혔던 여러 연구자들은 일본경제를 비판하는 가운데서도 일본경제를 희망이 전혀 없는 경제로 보지는 않았었다. 만약 일본이 자기들이 지적한 구조적인 문제들을 성공적으로 해결할 수 있다면 다시 한 번 세계를 깜짝 놀라게 할 것이라는 지적을 잊지 않았던 것이다. 특히 일본경제의 이중구조와 경쟁의 부재에 대해 신랄한 비판을 가했던 Porter et al.(2001)는 “일본은 인적자원, 연구 및 기술, 그리고 경쟁에 대한 열정 면에서 막강한 실력을 가지고 있다. 만약 일본이 경제 전략을 바꾼다면, 일본은 다시 미국의 두려운 라이벌로 되돌아와 새로운 번영의 시기를 맞게 될 것이다. … (이에 비해) 미래의 미국은 빈약한 교육체계와 충성심 없는 직원들, 반목 대립적 문제해결 방법, 그리고 정부와 기업 모두의 근시안적 비전 등의 문제로 몸부림치고 있을 것이다. 역설적이게도 이러한 미국의 약점은 모두 일본이 강점으로 지니고 있는 부분들이다.”라고 평가하고 있었다.

앞서 언급한 바와 같이, 일본국민들은 장기침체에 의한 경제적 고통을 한참 뒤에야 비로소 체감하기 시작하였다. 그리고 대략 2001년까지 일본정부의 대응전략은, 물론 상황에 맞게 최선의 대응을 하려했던 노력의 산물이었겠지만, 결국은 시간이 지나기를 기다리는 것이었다고 요약할 수 있다. 시간이 지나 경기가 회복되면 부실채권문제를 비롯하여 고용문제 등 여러 가지 어려운 현안들이 저절로 해결되거나 또는 쉽게 해결될 수 있으리라는 기대였다. 적어도 2001년 9월 고이즈미 내각이 들어서기 이전까지의 10년 동안 일본경제의 자원배분의 효율성은 별로 개선된 것이 없었으며 이미 실행된 구조개혁들도 국내외 민간 및 국제기구가 제안한 것 가운데서는 물론 일본 정부 자신이 제안한 것 가운데서도 오직 일부에 불과할 정도였다(Kuttner · Posen 2001a). 금융위기 이후 몇 가지 새로 발견된 사례들을 통해 일본경제가 정부주도가 아닌 민간주도의 경제로 알게 모르게 변모하고 있다면서 일본의 새로운 미래를 긍정적으로 평가하던 전문가들마저도 개혁이 광범위하지도 않았고 일반적이지도 않았으며 너무 조금씩, 너무 늦게 진행되고 있었다는 아쉬움을 보이곤 했었다(Helweg 2001).

일본정부가 장기간의 경기침체 과정에서 이런 식의 대응을 하였던 것은 국내외적으로 많은 비판을 받았다. 특히 1998년 중 신속하게 진행되었던 우리나라의 금융 및 기업 구조조정 과정과 뒤이은 1999년의 빠른 경기회복을 보면서, 한국경제가 구조조정의 성과 때문에 경제 위기 일 년만에 빠른 회복세를 나타냈다는 평가를 내리는 한편, 일본처럼 구조조정이 지지부

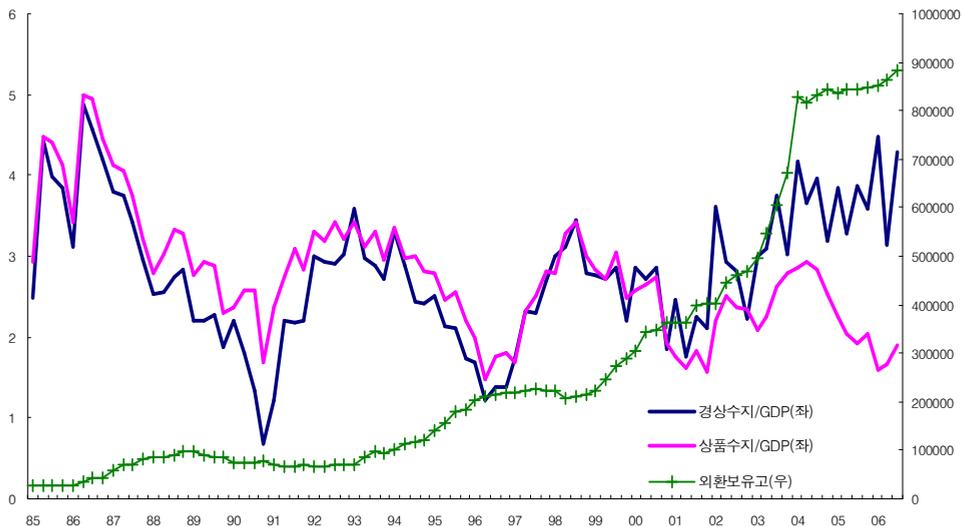
진하다가는 경제회복이 묘연할 것이라며, 한국과 일본을 대비하면서 일본의 대응을 비판하는 식이었다. 일본정부가 그렇게 대응하였던 이유는 일본경제의 저력에 대해 다른 누구보다도 확고한 자신감을 가지고 있었거나, 문제의 해결책이 필연적으로 수반하게 될 고통을 일본국민들이 겪게 될 상황을 두려워했기 때문이었다고 이해할 수도 있다. 시간이 지나기를 기다리는 대응전략은 일본으로서는 무모하기만 했던 것은 아니었고, 단지 그러한 대응방향이 사후적으로 실패로 드러났기 때문에 많은 비판을 받게 된 것일 뿐일지도 모른다.

일본으로서는 경기침체의 와중에 구조조정의 고통을 가중시키기보다는 경기가 호전되기를 기다린 뒤 좀더 나은 경제여건 속에서 좀더 수월하게 구조조정을 치르기를 원했었고, 또 사실 일본경제는 그렇게 할 수 있을 만큼의 여유도 가지고 있었다고 판단된다. 무엇보다 일본은 엔화 환율이 급변동하고 세계경제가 부침을 거듭하는 가운데서도 끊임없이 경상수지 흑자를 내고 있었다. 경상수지 흑자기조는 앞서 <그림 9>에서 보았듯이 1980년대 중반부터 정착되기 시작하였는데 그 규모는 매년 GDP의 2~3% 수준에 달하는 것이었다. 이와 같은 지속적인 경상수지 흑자에 힘입어 장기침체 기간 중 일본의 외환보유고는 크게 늘어났다. 일본의 외환보유고는 장기침체가 시작된 1992년 700억 달러 수준이었지만 그 뒤부터는 빠

<그림 42> 일본의 GDP 대비 무역수지, 경상수지 및 외환보유고 추이

(단위 : %)

(단위 ; 백만달러)



르게 증가하여 1994년 초 1000억 달러를 돌파하였고 2004년 초에는 장기침체 직전 수준의 무려 12배에 가까운 8,265억 달러에 이르렀다(〈그림 42〉).

외환의 고갈로 위기를 맞아야 했던 우리나라와 달리 일본경제는 이러한 저력에 힘입어 장기침체 기간 동안에도 외환수급 상의 문제가 전혀 없었으며 국내에서 필요한 자금을 해외에서부터 충분히 조달할 수 있었다. 즉, 세계 최고의 경쟁력을 자랑하는 기업들이 엄청난 외화를 벌어들임으로써 막대한 규모의 국채를 소화해 내는 데에 전혀 문제가 없었다는 것이다. 이 점은 외환위기와 금융위기를 동시에 겪으며 서둘러 구조조정을 추진해야 했던 우리나라와는 완전히 다른 상황이었으며, 잃어버린 10년 동안의 일본경제의 대응양상을 이해함에 있어서, 특히 우리나라의 구조조정 속도보다 일본의 그것을 서로 비교해 봄에 있어서, 충분히 감안하지 않으면 안 되는, 韓日 간의 중요한 차이점이라고 판단된다.

경상수지 흑자에 의해 해외로부터 끊임없이 자금이 유입됨과 아울러 일본경제는 이미 1400조엔 정도의 막대한 민간금융자산을 보유하고 있었다. 이는 2005년 말 현재 850조 엔에 달하던 국채를 충분히 소화해 줄 수 있을 만큼의 규모였다. 즉, 개인이 예금한 금융자산을 재원으로 민간 금융기관과 기관 투자자들이 국채를 매입하여 정부의 예산부족액을 메워주어왔다고 할 수 있다.<sup>90)</sup>

이처럼 국내외 자금조달원이 든든하던 일본으로서는 장기침체 기간 중 발생했던 몇 가지 불운한 일들이 벌어지지 않았더라면 자신이 원했던 대로, 경기회복 속에서 구조조정을 좀 더 수월하게 치러나갔을 가능성도 없지는 않았다고 생각된다. 이를테면, 1997년 말의 금융위기가 발생하지 않았더라면 일본경제는 1990년대가 지나기 전에 장기침체를 마감하고 일찌감치 경기회복을 재개할 수 있었을 것이라는 연구도 있다. Ogawa(2003)는 marginal Q 형태의 투자함수를 상정하여 분석해 본 결과, 만약 1998년의 대출태도가 1996년과 동일했다면, 즉 1997년의 금융위기가 일어나지 않았다면, 경제 전체적으로 투자가 실제보다 21.3% 더 늘어 16조 3614억 엔이 더 증가하였을 것이며 GDP도 -1.9%가 아닌 1.4%의 플러스 성장을 하였을 것이라고 주장하고 있다.<sup>91)</sup> 만약 그렇게 되었더라면, 즉, 금융위기가 발생하지 않았더라면, 여건이 개선되기를 기다리던 일본정부의 전략이 옳았을 수도 있었고 그러한 전략이

90) 2005년말 현재, 일본 정부가 발행한 국채는 우편저금, 간이보험, 국민연금 등 정부계 금융기관이 41%, 중앙은행인 일본은행이 15%, 일반은행과 보험사 등이 34%, 나머지는 개인 또는 외국계 투자펀드가 보유하고 있었다.

91) 그의 연구에서는 금융위기가 없었더라면 1998년의 소기업의 투자는 84.9% 더 증가했을 것이며 중기업의 투자는 34.5%, 대기업은 18.8% 더 증가하였을 것으로 추정하고 있다. 이 연구에서도 금융위기로 인한 대출태도의 경색이 규모가 작은 기업일수록 투자를 더 위축시키는 파급효과를 낳았다는 해석을 하고 있다.

성공했을 수도 있었을 것이라는 의미이다.

물론, 일본의 금융위기가 완전히 외부적인 요인에 의한 것은 아니었고, 어디까지나 일본 스스로가 만들어낸 내부적 문제였음은 분명했다. 그렇지만 금융위기 이외에, 1995년의 고베 지진이나 엔화의 급격한 하락, 1997년의 아시아 외환위기, 2000년의 IT 버블 붕괴에 따른 세계적 경기침체 등은 일본이 만들어낸 문제라기보다는, 일본 '거시경제'의 자연스러운 흐름과는 직접적 관련이 없는 외부적 요인들로서 장기침체의 과정에서 일본이 겪었던 세 번에 걸친 경기침체의 중요한 직접적 원인들이었다고 할 수 있다.

경기가 어려울 때마다 자연스러운 회복을 기다렸지만 엔화의 급격한 하락, 아시아 외환위기, IT 버블 붕괴로 인한 세계적 경기침체 등 외부로부터의 사건들, 또는 1997년 말 금융위기처럼 해결을 미루다가 더 심각해진 문제들로 인해 경기는 다시 나빠졌다. 그런 일들이 두 세 번 반복된 결과, 본격적인 경기회복을 기다리면서 미루어 두었던 문제들에 대해 적극적인 해결을 해보지 못한 채 10년이 지나가 버린 것이다.

이런 의미에서 일본경제의 장기침체와 회생의 경험은 심각한 경제문제를 눈앞에 두고 있으면서도 외부로부터 불운이 찾아오지 않기를, 또는 외부로부터 행운이 찾아오기를 바라는 것이 과연 현명한 전략인지, 다시 말하여 문제를 정면으로 해결하기보다 주변 여건이 개선될 때까지 기다려 보는 전략이 과연 현명한 정책인지에 대해 심각하게 고민해 보아야 한다는 교훈을 우리에게 주고 있다. 해결하기 어려운 문제에 당면하였을 때 경기가 나아질 때를 기다려 보자는 것은 매우 현명하고 신중한 태도처럼 보일 수 있겠지만, 그리고 다행히 경기가 나아질 경우 별다른 고통 없이 문제를 수월하게 해결하는 방안이 될 수도 있겠지만, 불운이 연속될 가능성도 얼마든지 있으며, 불행히도 그렇게 될 경우 문제해결의 기회는 오지 않을 수도 있다는 것이다. 그리고 문제해결이 미루어질 경우 그 문제는 시간이 갈수록 더욱 심각해져 점점 더 해결하기 힘든 새로운 짐으로 다가올 수 있다는 점도 우리가 일본의 경험으로부터 참고해야 할 부분이라고 생각한다.

2002년은 일본경제가 무기력한 장기침체에서 좀처럼 벗어나지 못하는 가운데 가시적인 구조변화도 만들어내지 못하던 시점이었으나 어쨌든 일본경제는 드디어 회생을 시작하였다. 그렇게 할 수 있었던 요인에는 여러 가지가 거론되고 있다. 본 장에서는 그에 대해 하나하나 살펴보고 각각으로부터 참고할 만한 시사점을 얻어 보고자 한다.

## 1. 경제개혁의 가속화

일본경제가 장기간 침체에서 벗어나지 못했던 것도 놀라운 일이었지만 끝없이 이어질 것처럼 보이던 침체에서부터 회생을 시작한 것 또한 놀라운 일이 아닐 수 없었다. 여기에 대해 일본정부는 다음의 세 가지를 경제회생의 요인으로 꼽고 있다(Cabinet Office 2005). 첫째, 세 가지 과잉, 즉 과잉고용, 과잉설비, 과잉부채가 대부분 제거되어 기업부분이 강화되었으며, 둘째, 노동소득 분배율(labor share)이 장기균형수준으로 돌아왔고, 셋째, 전후 첫 번째 베이비 붐 세대인 “단카이(團塊)” 세대의 은퇴를 앞두고 고용과 소득여건이 개선되고 있었기 때문이라는 것이다. 여기서 거론된 요인들, 즉 세 가지 과잉, 과도한 노동소득분배율, 단카이 세대의 존재 등이 장기침체기 동안 일본의 경기회복을 가로막았던 핵심 요인들이었는지에 대해서는 논란의 여지가 없을 수는 없을 것이다. 그러나 일본정부가 파악하고 있는 이들 세 가지 요인은 일본경제 전문가들이 대체로 갖고 있던 일반적인 인식에서 크게 벗어나 있지는 않다고 판단된다.

일본정부가 공식적으로 지목하고 있는 이들 세 가지 요인 외에도 일본 경제회생의 원인에 대해 다양한 시각들이 제시되었다. 먼저, 비록 외환위기 직후의 우리나라처럼 떠들썩한 경제개혁은 하지 못했지만 그럼에도 불구하고 고이즈미 내각이 등장하던 2001년을 전후하여 나름대로의 경제개혁이 가속화되었다는 점을 꼽지 않을 수 없다. 일본이 금융위기를 겪은 직후인 1998년에도 일본의 경제개혁은, 비록 충분하지는 않았으나, 그때까지 있었던 시도 가운데서는 가장 활발하였다는 평가받고 있었다. 금융위기가 발생하자 전체적인 방향을 금융시스템 붕괴의 방지와 규제완화, 기업회생에 맞춘 뒤 그 방향에 따라 상당히 가시적이고도 활발하게 구조조정을 진행했던 것이다. 그러나 금융위기가 어느 정도 진정 기미를 보임으로써 위급한 상황이 급한 대로 넘어가고, 모처럼 기대를 모아가며 의욕적으로 추진되던 경제개혁이 관성을 얻으려 할 시점이던 1998년 말에 이르러 일본정부는 돌연 개혁정책을 더 이상 진행시키지 않았다. 이를 계기로 일본정부는 경제회생의 달성수단으로서 고통이 따르는 개혁보다는 손쉬운 재정팽창에 의존하기 시작했다는 비난을 받게 된다.

예를 들어, 금융위기 직후에 들어선 오부치 내각도 겉으로는 개혁을 내세웠으나 실제로는 부실 중소기업기관들을 돌봐주는 노선을 유지하였는가 하면, 자민당 내에 “규제를 다시 생각하는 모임”이 결성되어 소속 국회의원의 절반이 회원으로 가입할 정도로 정치권이 규제개혁에 관심을 갖고 있는 것처럼 비쳐졌으나, 실제 활동내용을 보면 대형할인점과의 경쟁이 너무 심하다는 소매업자들의 불평에 귀를 기울이는 식이었다는 것이다(Mulgan 2000).

## 1) 금융위기 수습 이후 경제개혁의 일시적 이완

대략 1996년을 전후하여 일본정부는 앞으로 더 이상 재정악화를 방지할 수는 없으며 당장이 아니더라도 적어도 장기적인 방향만큼은 재정건전화에 초점을 맞추어야만 한다는 인식이 확산되고 있었다. 하시모토 내각은 6대 개혁<sup>92)</sup>의 일환으로 1998년을 재정재건의 원년으로 정하기도 하였다. 그런데 1997년 말 들어 금융위기가 오고 경기침체가 매우 심각해지자 재정건전화라는 장기적 목표는 당면 최우선 과제인 경기회복과는 양립하기 힘들었다. 이에 따라 일본 정부는 재정건전화와 경기회복 중 양자택일을 해야 할 입장에 놓이게 되었다. 이 문제를 두고 벌어진 논쟁을 “1兎·2兎 논쟁”이라고 하는데, 두 마리 토끼를 잡으려다가는 한 마리 토끼도 못 잡을 것이므로 두 마리 토끼(건전재정 및 경기회복)를 다 잡을지 아니면 한 마리(경기회복)라도 확실하게 잡는 것이 좋을지를 두고 선택을 해야 한다는 의미였다. 이러한 “1兎·2兎 논쟁”은 당시의 일본에서뿐 아니라 장기적인 정책목표와 단기적인 정책목표가 서로 상충될 때라면 언제 어디서나 얼마든지 관찰되곤 하는 논쟁이라고 할 수 있다.

결국, 일본경제가 “자율적”으로 회복을 시작하는 때, 즉 공공지출에 의존하지 않고도 회복을 할 수 있는 때를 기다려 재정건전화를 재추진하는 쪽으로 대세가 기울어졌는데, 재정건전화라는 정책목표가 우선순위에서 밀려나자, 그렇지 않아도 열악하던 재정여건은 더욱 급속하게 악화되었다.

미국을 비롯한 대부분의 선진국들이 1990년대 중반에서 2000년까지 GDP 대비 재정적자가 개선추세를 나타냈던 것과 달리 일본의 재정은 계속 악화되고 있었다. 1991년까지만 해도 GDP 대비 재정적자폭이 가장 작았던 일본이 1997년에 이르러서는 GDP 대비 적자 폭이 가장 큰 나라가 되고 만 것이다. 1997년 들어 재정수지는 1996년에 비해 약간이나마 개선되는가 싶었지만, 1998년부터는 또 다시 급속하게 악화되었다. 이러한 실적은 일본과 여타 선진국의 재정여건이 서로 달라지도록 한 본격적인 계기가 되었다. 1998년과 1999년 두 해 동안에는 공공사업과 감세를 통한 대규모 재정확대가 연이어 시행되었다. 그 결과, 1997년 경상 GDP의 5.6%였던 재정적자 규모는 1998년과 1999년에 경상 GDP의 6.9% 및 8.3%까지 대폭 늘어났다(<그림 43>).

92) 하시모토 내각의 개혁내용은 다음의 여섯 가지로 구성되어 있었다. 첫 번째는 행정개혁으로서 중앙정부의 구성을 기존의 1부 21성에서 1부 12성으로 재편하는 한편, 우정사업의 공사화를 추진하는 것이었다. 다음으로는 경제규제의 완화를 내용으로 하는 경제구조 개혁, 재정구조개혁, 그리고 앞에서 설명한 소위 일본판 금융빅뱅으로 알려진 금융시스템의 개혁, 공적개호보험의 도입과 연금 및 의료보험의 적자규모 축소를 골자로 하는 사회보장개혁과 “풍요로운 교육의 추진”을 목표로 하는 교육개혁 등 여섯 가지였다.

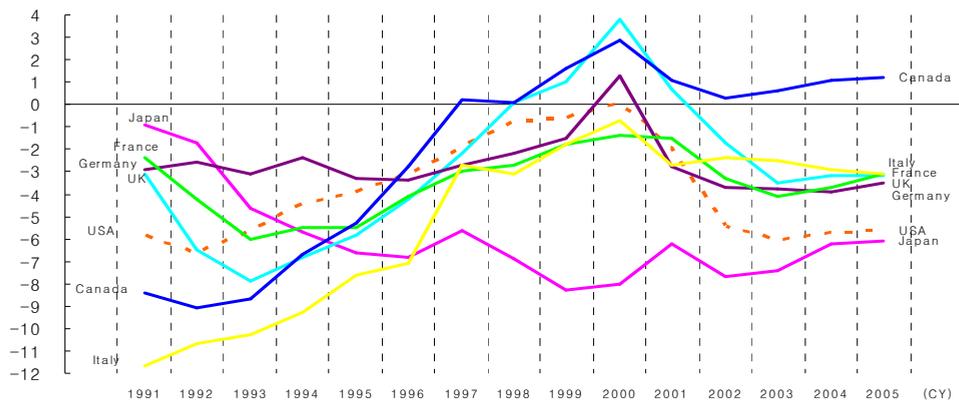
또한, 경상 GDP 대비 국가채무도 1997년의 100.3%에서 1998년과 1999년에는 각각 112.2% 및 125.7%로 확대되었으며 2000년에는 선진국 가운데 재정상태가 가장 열악하던 이탈리아의 GDP 대비 국가채무비율을 추월하였다. 장기침체 이후를 두 기간으로 나누어 GDP 대비 국가채무비율 추이를 살펴보면, 1991년에서 1997년까지 6년 동안에는 GDP 대비 국가채무비율이 매년 평균 5.9%p씩 증가하였으나 금융위기 이후인 1997년부터 2003년까지의 6년 동안에는 매년 평균 9.6%p씩 증가하여 GDP 대비 국가채무의 누적속도가 급속하게 빨라졌음을 알게 된다. 그리고 이 비중은 2005년 현재까지도 매우 빠른 증가를 계속하고 있는 중이다(〈그림 44〉).

장기침체 직전이던 1991년만 해도 중앙정부의 일반회계 총지출 70조 5천억엔 가운데 86.7%인 59조 8천억엔은 조세수입으로 충당할 수 있었다. 그러나 8년 뒤인 1999년에는 일반회계 총지출 89조엔 가운데 조세수입으로 조달한 부분이 전체 지출의 53%인 47조 2천억엔에 불과하였다. 조세수입으로 일반회계 세출의 약 절반밖에 조달하지 못한다는 것은 우리로서는 상상하기 어려운 일이라 할 수 있으며 이처럼 절망적인 세수여건은 그 이후로도 전혀 개선되지 못하고 있다.

매년 GDP 대비 7~8%에 달하는 막대한 재정적자가 연속하여 발생하는 현상은 특별한 계

〈그림 43〉 선진국의 재정수지차/GDP 비중 추이

(단위 : %)

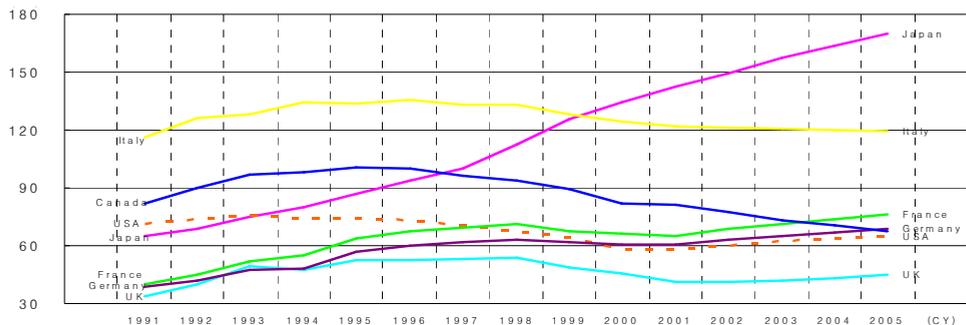


량적 분석을 기다리지 않아도, 상식적으로 볼 때, 지속불가능(unsustainable)에 가깝다고 판단해도 좋을 것이다.<sup>93)</sup> 특히 일본은 금리가 극한 수준까지 낮아져 있어 국가채무를 유지하는 데에 필요한 이자비용이 상대적으로 매우 낮을 수밖에 없음에도 불구하고, 기초재정수지 흑자를 통해 이를 부담해 내기는커녕, 기초재정수지까지도 적자를 면치 못하고 있었기 때문에 국가채무가 안정적 수준으로 수렴하기 매우 어려운 여건에 놓여있다.

상당히 건전했던 재정여건이 불과 몇 년도 안 되어 엄청나게 악화될 정도로 공격적인 재정확대를 지속했음에도 불구하고, 그리고 1996년부터는 정책금리를 더 이상 내릴 수 없는 수준까지 내렸음에도 불구하고, 경기는 만족할 만큼 살아나지 못하였을 뿐 아니라 2000년 하반기부터는 세계적 IT 버블의 붕괴와 함께 또 다시 침체국면으로 접어들었다. 개혁의 속도를 늦추었던 1999년 상반기의 경우 경제성장률의 대부분이 정부지출의 확대에 기인(〈그림 28〉)하였는데, 그 뒤 정부지출이 더 이상 확대되지 못하자 경제성장률도 다시 둔화되는 무기력한 모습을 보였다. 이처럼 전통적인 거시경제정책의 양대축이라 할 수 있는 통화정책과 재정정책의 정책기조를 모두 팽창시킬 수 있는 데까지 최대한 팽창시켰음에도 불구하고 좀처럼 경제가 살아나지 못한다는 사실을 확인하는 데에 이르자 비로소 일본국민들은 기존의 방법으로는 문제가 해결될 수 없으며 정책방향에 일대전환이 필요하다는 점을 깨닫기 시작한 것이다.

〈그림 44〉 선진국의 일반정부 총부채/GDP 비중 추이

(단위 : %)



93) 물론 한 나라의 재정적자 수준이 지속가능한 것인지를 판단하기 위해서는 그 나라의 기초 재정수지뿐 아니라 목표 인플레이션율, 잠재성장률, 민간보유 富의 GDP 비율, 본원통화량의 GDP 비율, 저축의 이자율에 대한 탄력성, 화폐수요의 이자율 탄력성, 시장금리와 국채발행금리와의 금리차 등의 여러 가지 기초 파라미터들을 종합적으로 고려해야 한다(Tobin 1986).

그러는 사이 재정은 극도로 악화되어 국가채무가 너무나 많아지는 바람에 10년짜리 국채 수익률이 1.75%에 불과함에도 불구하고 관련 이자비용이 중앙정부 전체 지출의 무려 26%에 달할 정도였다. 또한 금융위기가 발생한 지 4년이 흐른 시점이었음에도 불구하고 은행 부실채권은 계속 누적되어 2001년 봄의 부실채권 비율은 사상 최고치를 경신하고 있었으며 게다가 점점 더 많은 대출이 부실해지고 있었다(〈표 7〉).

경기를 회복시키고 인플레이션을 일으키기 위해 극한수준까지 낮아져 있는 금리수준을 그대로 유지하였지만 금리가 너무 낮은 수준에서 너무 오래 지속되면서 이것에 의존하여 부실기업들이 연명할 수 있었는데, 이들 부실기업은 자신의 생존을 위해 필사적으로 저가공세를 펼침으로써 물가에 하락압력을 주었다. 그 결과, 디플레이션이 끝날 때까지 지속한다던 저금리 정책이 디플레이션을 퇴치하는 데에 오히려 방해가 되었다. 금융 시스템이 아직 제대로 작동을 하지 않아 중소기업에 흘러들어가는 자금은 점점 줄어들었고 대부분의 정부지출은 비효율적인 공공투자기업을 지원하는 데에 사용되었다. 실업률도 사상 최고 수준이었으며 소비심리도 매우 악화되었다.

이러한 모습은 일본국민들이 경제를 부활시키고 국가적 쇠퇴를 막기 위해 정부에 무언가를 요구하지 않고, 묵묵히 경기침체의 고통을 그렇게나 오랫동안 견뎌온 이유가 무엇인지 궁금해지게 할 정도였다. 일본의 정치권은 개혁을 한다면서도 정작 필요한 개혁 대신 하원의 의석수를 줄이는 것과 같은 엉뚱한 개혁에 잘못된 열정을 쏟았다. 이는 정치인들의 잘못된 우선순위와 집단적인 정치적 실명(political blindness)을 보여준 사례였다는 신랄한 비판을 받았다(Schoppa 2001). 법안이 통과될 때는 기득권이 손상되지 않도록 “빠가 빠진” 형태로 국회에 제출되곤 하였으며 법안을 만드는 과정에서도 투명성이 결여되어 경제논리 대신 정치논리가 중요사항의 결정에 영향을 미친 경우가 적지 않았다. 이를테면, 도로 예산의 경우 총량적 기본틀은 있었지만 그 내역은 아주 불투명하여 지역별 배분은 사실상 국회의원의 정치적 역량에 달려 있었다. 공공사업의 발주처에 대해서도 국회의원의 힘이 작용했으며 이러한 불투명한 구조가 존재한다는 것 자체가 문제발생의 최대의 요인이라는 지적이 나왔다.

## 2) 정권의 교체와 경제개혁의 가속화

사실, 일본정부와 정치권이 10년이 지나도록 적극적인 문제 해결에 나서지 않았을 뿐 아니라 문제에 임하는 태도조차 바꾸지 않았다면, 리더십을 상실한 대표자를 바꾸지 않았던

일본 국민들 자신의 책임도 전혀 없다고 할 수는 없었다. 과잉채무, 과잉설비, 과잉고용의 해소, 금융기관의 부실채권의 상각, 정부 관련 기관의 정리 및 민영화, 예산제도의 개혁, 교육제도의 개선, 전면적인 규제철폐 등이 필요하다는 점은 잘 알고 있었으면서도 실제로 그러한 변화작업이 완료되지 못하고 있었던 것은 개혁의 필요성을 인식하는 것과 실제 그것을 실행하려는 의지 사이에 괴리가 벌어지고 있었음을 의미하였고, 이는 그동안 일본 국민들이 위기감이 부족했음을 보여주는 것이었다(토요 교텐 2001).

일본경제의 운영방식에 변화가 필요하다는 목소리는 여러 곳에서 나왔다. 1998년 이후 Moody's를 비롯한 S&P, Fitch 등 국제신용평가기관들도 일본의 국가신용등급을 2002년까지 계속 강등(〈표 9〉)시키고 있었을 뿐 아니라 심지어 일본 통산성(MITI: Ministry of International Trade and Industry)도 현재의 정책이 유지될 경우 경제성장률은 10년간 매년 0.7%밖에 되지 않을 것이며 2010년에서 2025년까지는 그나마 0.2%로 하락할 것이라는 전망을 내놓았었다. 이와 아울러 정부가 만약 세금과 사회보장기여금을 인상하거나 지급수당을 줄이지 않는다면 베이비 붐 세대들이 늙어가면서 일본의 국가부채는 2010년에 GDP의 200%, 2025년에는 400%로 늘어난다는 경고도 있었다(Schoppa 2001). 잃어버린 10년이 아니라 잃어버린 20년이 될 수도 있고 어쩌면 경제 활력을 영원히 되찾지 못할 가능성도 있다는 경고가 민간이 아닌 정부의 입을 통해 나오기에 이른 것이다. 여러 가지 훌륭한 개혁안이 제출되어도 그 어느 것 하나 제대로 실행되지 않는 무책임한 상황에 빠져 있었으며 정책을 수행해 나갈 정책결정 및 실행 시스템을 뜯어 고치지 않는 한 이와 같은 무책임 상태는 영원히 계속될 것이고 일본은 이대로 쇠망하고 말 것이라는 분위기였다.

드디어 2001년 들어 일본국민들의 생각은 상당히 달라지기 시작하였고 생각의 변화는 총선결과에 반영되었다. 2001년 4월 24일 자민당 총재에 당선된 고이즈미의 지지율은 87%까지 올라갔었으며 그의 승리는 “일본의 변화를 바라는 여론의 승리”로 평가되었다. 고이즈미 내각은 ‘성역 없는 개혁’을 내세웠는데, 새 정부가 개혁에 있어 성역을 인정하지 않겠다는 약속은 우리도 늘 보아오는 것으로서 그다지 이례적인 것은 아니라고 할 수 있었다. 실제로 일부 국민들은 이 약속을 새 내각의 정치적 수사에 불과하다고 받아들였을 가능성도 적지는 않았을 것으로 생각된다.

그러나, 고이즈미 정부의 대응 가운데 한 가지 참신해 보였던 부분은 일본국민에게 “앞으로 2년간(즉, 자신의 재임기간 동안) 저성장 내지 마이너스 성장을 할지 모른다”고 말한 점이었다고 생각한다. 이 선언은 과거 일본정부가 늘 해오던 방식과는 전혀 다른 내용의 방향 전환을 예고한 것으로 평가되고 있다. 무엇보다 소위 “1940년 체제”의 사고방식에서부터,

고통이 따르더라도 구조조정을 할 필요가 있다는 방향으로, 사람들의 생각을 바꾸는 데에 중요한 기여를 했다는 것이다. 과거에는 경기가 나빠지면 곧바로 정부가 개입하여 경기부양에 나서곤 했었고, 이는 일본정부가 戰後 50여년간 지속해오던 관행적 대응방식이었지만 이제부터는 그렇게 하지 않겠다는 선언이었다. 戰後 50년간 계속되던 경제운용 방식을 바꿀테니 국민들도 정부에 대해 가지고 있던 기대와 인식을 바꾸어 달라는 의미로 해석될 수도 있었을 것이다.<sup>94)</sup>

특히, 고이즈미 내각은 급속하게 악화되고 있던 재정여건을 개선하기 위하여 더 이상 재정정책에 의한 총수요 조절을 하지 않는다는 방향을 확실히 정한 뒤, 재정정책 방향을 경기부양에서부터 재정 건전화로 다시 전환시켰다. 적어도 공공투자를 증액시키지 않는다는 원칙을 일단 세웠고 실제로 이를 실행에 옮겼다.<sup>95)</sup> 먼저 새 내각은 1998년 이래 매년 있어왔던 10조엔 이상의 경기부양용 재정패키지는 더 이상 내놓지 않는다는 것을 새로운 재정개혁의 핵심 내용으로 정하였다. 정부의 신규부채를 억제하였고 공공투자의 70% 가량을 차지하던 지방정부 양여금도 과감하다고 할 만큼 줄여버렸다. 2001년에 편성된 2002년 예산에서는 공공사업을 위한 지출규모를 중앙정부는 10.7%, 지방정부는 9.5%를 줄이는 것으로 되어 있었다. 그 결과, 2002년 일본정부의 공공투자는 GDP의 6.4%로서 2001년에 비해 0.4%p 감소하였는데, 고이즈미 내각의 정책방향에 따라 이 비중은 계속해서 줄어들 것으로 전망되기도 하였다.

아울러 금융부문의 구조조정도 가속화하였다. 그동안 일본정부는 금융기관에 대해 부실채권을 조속히 처리하도록 종용하던 수준에 그쳤었고 정책 발표도 주로 일시적 추가하락을 저지하려는 목적에서 실시하는 식이었지만 2002년 10월말의 정부정책은 기준에 없었던 혁신적 기법이나 제도를 도입함으로써 부실채권 처리 및 금융기관의 재무구조를 근본적으로 개선하려고 하였다(Mulgan 2000).

금융청도 2001년 현재의 대형은행 부실채권 18조엔을 2004년에서 2007년까지의 3년 동안

94) 실제로 다음과 같은 고이즈미 총리의 언급은 일본 국민들의 생각의 변화가 제도개혁 및 경제회생의 1차적 선결조건임을 시사하고 있다 : “1945년부터 1965년까지 일본은 지금에 비해 경제는 훨씬 빈약했지만 일절 국채를 발행하지 않고 그때 그때의 稅收만으로 모든 사업의 예산을 짰었다. 그런데 지금은 당시보다 훨씬 더 평화롭고 풍요롭고 혜택 받는 시대이지만 더욱 借金(借入을 의미한다)을 하라고 한다. 그것은 ‘지금만 좋으면 그만이다. 내일은 어떻게 돼도 좋다’는 발상 아닌가. 지금까지 일본을 발전시켜온 사상은 아니다. 내가 구조개혁이라고 말할 때 일 중요하다 생각하는 것은 정신의 구조개혁이다.”(고이즈미·토플러 2001).

95) 공공투자를 억제하겠다는 것은 그와 연계된 개혁저지 세력에 타격을 주려는 정치적인 의미도 함축하고 있었다고 한다.

7조 엔이나 10조 엔 수준으로 줄이겠다고 공표하였다. 아울러 은행의 부실채권에 대한 상각 및 신규자금의 투입규모를 전체 대출 대비 1998년의 2.7%에서 2001년에서 2003년에는 연간 1%, 2004년에서 2007년까지는 연간 0.3%를 사용하겠다는 계획을 발표했다. 이러한 부실채권의 청산은 은행의 건전성 개선은 물론이요, 그동안 부실기업 내지 비효율적 부문이 은행에 기대어 연명해왔던 고질적인 시스템을 잘라버리는 효과를 기대하게 하였다.

주가변동에 따른 수익의 불안정성을 줄이기 위해 상호보유 주식의 매각도 추진되었다. 금융기관과 기업들은 1990년대에 들어오면서 점차 주식상호보유를 해소하기 시작하다가 2001년 이후 주식관련 법, 제도, 규정들이 잇달아 개정되면서 기업과 은행들의 상호보유주식 매각 움직임이 가속화되었다. 2001년 3월부터 보유주식에 대한 평가기준이 종전의 원가법에서 시가법으로 단계적으로 변경되었는데, 금융기관이 보유하는 대기업 주식의 보유비중은 1990년대 중반 7~8%에서 2002년에는 4.5% 수준으로 크게 감소하였다.

이러한 새 내각의 의욕적인 행보는 그 이전의 정부대응보다는 훨씬 적극적이었으나 일본 경제를 장기침체에서 구해낼 발본색원적 개혁을 기대하던 사람들에게는 여전히 충분치 못하다는 인상을 준 것 같다. 새 내각이 이전 내각보다는 다양한 propaganda를 내세웠음에도 불구하고 실제로 한 일은 별로 없다고 평가절하하는 경우도 적지 않았던 것으로 보인다.<sup>96)</sup> ‘고이즈미 개혁’이 시작된 뒤 몇 년이 지나 경제가 플러스 성장을 재개하고 디플레이션이 완화되며 일본 사람들도 약간의 자신감을 회복하였을 때, 그와 같은 성과들은 고이즈미 개혁의 결실이라기보다는 고이즈미 내각이 아무 일도 하지 않았기 때문에 가능하였다면서 역설적인 주장을 하는 경우도 있을 정도였다. 만약 고이즈미가 처음 제안한 대로 구조개혁과 재정적자 감축을 실행해냈더라면 그 결과는 경제회생이 아닌 재앙이었을 것이라는 역설적인 의미였다(Wolf 2006). 사실 우리 정부가 IMF 이후 왜도난마식으로 구조조정 칼을 휘둘렀던 것, 이제와 생각해 보면 너무 지나치게 과감하였던 것이 아닌가하는 느낌이 있을 정도로 적극적인 추진을 하였던 것에 비하면 고이즈미 내각이 했던 일은 적어도 외부에서 보기에 신중하다 못해 답답함을 느낄 정도라고 할 수 있었다.

96) 이러한 비판에 대해 2002년 여름 다케나카 헤이조(竹中平藏) 당시 재무상은 고이즈미 내각이 약 160개의 특수 법인 중 64개 법인을 폐지 또는 민영화하기로 결정하였다면서 부실채권, 부실기업 처리 등의 어려운 과제는 남아있지만, 영국이나 미국의 경제개혁에 비해 아무것도 하지 않고 있는 것은 아니며 고이즈미 내각의 성적표는 그다지 나쁜 것은 아니라고 반론을 펴기도 하였다. 그는 대처수상이 British 텔레콤과 British Airway의 민영화를 실현한 것이 취임 6년째이며 빅뱅을 실현시킨 것은 취임 8년째였고, 레이건 개혁에서는 카터정권부터 씨름해온 항공공운임의 자유화를 완전히 실현한 것이 취임 3년째였으며 AT&T의 분할은 취임 4년째였음을 상기시키면서 큰 개혁을 하려면 그만큼 많은 시간이 걸리는 법이라고 하였다.

고이즈미 내각은 취임 1년 만에 이미 약 160개의 특수 법인 중 64개 법인을 폐지 또는 민영화하기로 결정을 내리는 등 적지 않은 의욕을 내비친 바 있긴 했지만 郵政事業의 민영화가 제대로 진행되지 못하자 2004년 의회를 해산하고 내각의 신임을 묻는 총선을 실시하기까지 하였다.

우정사업을 2003년부터 3사업(간이보험, 우편저금, 우편업무)으로 분리하여 각각을 국영공사로 만든다는 것은 1997년 하시모토 행정개혁에서 이미 결정된 계획이었다. 1996년 省廳數의 半減을 목표로 시작된 하시모토 행정개혁의 초안에서는 간이보험은 민영화, 우편저금은 민영화 준비, 우편은 국영으로 분할해 민영화한다는 방안이 제시되었다. 그러나 그때부터 우정성, 특정국장회, 노동조합 등 우정사업 기득권층의 반격이 시작되었다. 그 결과, 불과 3개월 후에 발표된 최종 보고에서는 우정 3사업을 그대로 국영공사로 놔두고 직원의 신분은 국가 공무원으로 한다는, 민영화와는 거리가 먼, 반대방향의 案으로 귀결되었다(마쓰바라 사토루(松原 聡) 2001). 그리고 여기에 맞추어 2003년에 우정공사가 출범할 예정이었다.

여기서 재미있는 부분은 우정사업을 공사화한 후 사업의 존폐를 비롯한 재검토의 여지물에 법률로 금지시켜 버린 점이다. NTT나 介護保險과 같은 공공성이 강한 사업들은 대부분 관련 법률에 일정기간 후의 재검토가 명기되어있는 반면, 우정사업만큼은 재검토가 명기된 것이 아니라 재검토 금지가 명기되어 있어 국영공사형태를 영원히 유지할 수 있도록 한 것이다. 우리 같은 제3者が 보기에 상당히 비상식적이라 할 정도의 “기관이기주의”의 산물이 바로 우정사업의 모습이었던 것이다. 여기에 대해 고이즈미 내각은 재검토 금지가 법률로 정해져 있었음에도 불구하고 내각 출범과 동시에 ‘우정 3사업의 존재양식을 생각하는 간담회’를 총리직할 기관으로 발족시켰다. 그리고 우정사업을 국영공사에서 한 걸음 나아가 단계적인 우정민영화를 추진하였으며, 이것을 “고이즈미 개혁”이 성공하느냐 아니냐의 시금석으로 삼아 버렸다.

우정 3사업은 간이생명보험에 110조엔, 우편저금에 250조엔 등 모두 360조엔 이상의 자금을 가진 세계 최대의 금융기관으로서, 자금배분이 시장원리에 反하는 방식으로 불투명하게 이루어지고 있다는 평가와 함께 일본경제가 ‘금융 사회주의’라는 야유를 받아온 원인이기도 하였다(김동환 2002). 일본의 은행들은 전체 은행부문 예금의 2/3에 달하는 예금잔고를 가지고 있는 우편저금과 경쟁을 해야만 했었다. 그러다보니 금융부문의 효율성이 높아질 여지가 별로 없었던 것이다.

360조엔 이상의 거액의 자금이 민간 시장으로부터 동 떨어진 곳에서 운용되다 보니 운용원리도 시장원리와는 거리가 있는 방식으로 운용되었다. 특히 이 자금이 비효율적인 특수법인

등으로 흘러 들어가는 것이 일본경제의 활력을 빼앗는 하나의 요인이라는 인식이 하시모토 내각 때부터 확산되었다. 즉, 우편저금의 일부를 재무성 자금운영부가 예탁을 받아 도로공단 등에 투융자하여 왔는데, 이것의 40% 정도는 민간부문에서 말하는 불량채권이라는 것이었다고 하며 이것만으로도 GDP 대비 공적채무의 비율은 100%p 가까이 늘어날 수 있다고 알려져 있었다(사카키바라 에이스케 : 榊原英資 2004).

그러나 우정사업은 4조 2천억엔의 사업규모에 종사자가 무려 30만 명에 달하며, 우체국의 네트워크는 2만 5천개에 달하는 실로 방대한 조직이었다. 이것만 보아도, 일본의 우정청이라는 기관은 아무리 강력한 정부라도 손쉽게 민영화를 시킬 수 있는 만만한 상대가 결코 아니었음을 짐작할 수 있다. 그럼에도 불구하고 우정사업의 민영화가 과연 내각의 존폐에 영향을 미칠 정도로 어려운 과제였느냐 하는 부분만큼은 그다지 쉽게 납득이 되지 않는다고 생각한다. 우정사업은 우리나라 우체국에 해당하는 것으로서 우리나라와 일본의 재정구조와 공기업의 위치 및 역할, 공기업과 관련한 정치 역학구조가 서로 상이할 수밖에 없을 것이므로 직접적인 비교는 옳지도 않고 바람직하지도 않겠지만 집권 후 3년이 지나는 동안 공기업 하나를 민영화시키지 못하였음은 이해가 쉽지 않은 측면이 있었다. 무엇보다, 경제위기 상황을 타개하겠다는 명분으로 개혁을 내세워 압도적인 승리를 얻었던 새 정부가, 그것이 아무리 옳히고 설킨 복마전이었던 하더라도, 산하 공기업 하나를 민영화를 하지 못하여 의회를 해산하고 총선을 다시 해야 했었던 것이다. 이러한 정황은 적어도 경제위기 직후의 우리나라의 경험으로 미루어 볼 때 고이즈미 정부 처음 몇 년간의 개혁 속도가 과연 신속하였고 적극적이었는지에 대한 의문을 갖게 한다.

## 2. 외부여건의 호전과 경제 선순환

어쨌든, 일본의 경기는 2002년 1월부터 드디어 회복을 재개하기 시작하였다. 그리고 2002년 하반기부터는 경제성장률도 마이너스에서 벗어나 미약하나마 플러스 성장을 기록하였다. 경기회복은 해외부문으로부터, 즉 수출증가로부터 시작되었다(DBJ 2002). 미국과 아시아를 비롯한 세계경기가 2000년 후반에서 2001년까지 전세계적 IT 버블 붕괴를 겪은 뒤 회복을 시작함에 따라 일본의 경기도 이와 동반하여 상승하기 시작한 것이다.

경기회복을 알리는 징후는 산업생산의 증가와 재고의 감소로 나타났다. 설비투자는 2001년 4/4분기에 전년 대비 10.3% 감소에 이어 2002년 1/4분기에도 전년 대비 11.5%의 감소를

지속<sup>97)</sup>하고 있었기 때문에 설비투자가 최종수요의 견인차 역할을 했다고 평가하기는 아직 일렀다. 그러나 재고는 2001년 4/4/분기부터 감소하기 시작하였고 출하감소도 줄어들기 시작하는 등 일본경제는 서서히 회복단계로 접어들고 있었다. 특히 생산재 부문이 재고조정의 핵심적인 역할을 하였다. IT부문의 재고조정이 마무리되면서 산업 활동이 활발해지기 시작했는데, 이와 더불어 산업생산지수도 2001년 4/4분기를 저점으로 하여 2002년 1/4분기에는 약간 상승하였다. 그러나 그것은 별로 뚜렷한 상승은 아니었으며 2000년 4/4/분기부터 진행되던 가파른 하락세가 겨우 멈추는 정도에 불과하였다.

### 1) 중국특수와 수출확대

〈표 13〉 일본의 국가별 수출 비중 추이

(단위 : %)

	미 국	중 국	한 국	대 만	홍 콩	태 국	독 일	싱가포르	영 국	네덜란드	10개국 비중
1993	29.2	4.8	5.3	6.1	6.3	3.4	5.0	4.6	3.3	2.1	70.0
1994	29.7	4.7	6.1	6.0	6.5	3.7	4.5	5.0	3.2	2.1	71.6
1995	27.3	5.0	7.0	6.5	6.3	4.5	4.6	5.2	3.2	2.2	71.8
1996	27.2	5.3	7.1	6.3	6.2	4.4	4.4	5.1	3.0	2.3	71.4
1997	27.8	5.2	6.2	6.5	6.5	3.5	4.3	4.8	3.3	2.3	70.3
1998	30.5	5.2	4.0	6.6	5.8	2.4	4.9	3.8	3.8	2.8	69.8
1999	30.7	5.6	5.5	6.9	5.3	2.7	4.5	3.9	3.4	2.9	71.3
2000	29.7	6.3	6.4	7.5	5.7	2.8	4.2	4.3	3.1	2.6	72.7
2001	30.0	7.7	6.3	6.0	5.8	2.9	3.9	3.6	3.0	2.8	72.1
2002	28.5	9.6	6.9	6.3	6.1	3.2	3.4	3.4	2.9	2.5	72.7
2003	24.6	12.2	7.4	6.6	6.3	3.4	3.5	3.1	2.8	2.5	72.4
2004	22.4	13.1	7.8	7.4	6.3	3.6	3.4	3.2	2.7	2.4	72.2
2005	22.6	13.5	7.8	7.3	6.0	3.8	3.1	3.1	2.5	2.2	72.0
2006	22.6	14.1	7.8	6.9	5.7	3.6	3.1	3.0	2.4	2.2	71.4

자료 : 한국무역협회, 『무역통계』

97) 이처럼 2001년의 경기침체가 재고감소를 중심으로 발생하였기 때문에 생산 자체가 줄어드는 형태의 경기침체와 달리 소비자의 소득에 타격을 주지는 않았고 일반인들이 체감하는 침체의 강도 역시 그다지 심각하지는 않았던 것으로 보인다.

장기침체 탈출의 계기가 된 수출증가에는 2001년 말 중국의 WTO 가입을 계기로 크게 늘어난 對中國 수출이 무엇보다 가장 중요하였다. 과거에도 일본경제의 회복에 NIEs에 대한 수출이 커다란 기여를 하곤 했는데, 2002년의 회복기에도 수출이 중요한 기여를 하였으며 특히 이번에는 중국에 대한 수출이 과거 NIEs에 대한 수출이 했던 것 정도의 기여를 했다고 평가되었다.

중국에 대한 일본의 상품수출은 2002년부터 크게 늘어나기 시작하였는데, 2000년 전체 수출의 6.3%에 불과하던 대중수출은 2002년에는 9.6%로 크게 늘어났고 2003년에는 12.2%로 두 자리 수의 점유율을 차지하게 되었다. 이와 함께 대만과 홍콩에 대한 수출도 확대되어 중국과 이들 국가들을 합한 중화권 수출이 전체 수출에서 차지하는 비중은 2000년 19.5%에서 2003년에는 25.1%로 늘어나 일본의 對美 수출비중인 24.6%를 사상 처음으로 앞지르기 시작하였다(〈표 13〉). 아시아 전체에 대한 수출비중은 1998년 34.7%에서 2003년 45.8%로 증가하였고 같은 기간 동안 對美, 對EU 수출비중은 3~6%p 감소했다.

〈표 14〉 일본의 불변가격 기준 지출 부문별 GDP 기여도 추이

(단위 : %p)

	정부 소비 지출	민간 소비 지출	건설 투자	설비 투자	공공 부문 투자	순수출	총수입	총수출	공공 재고	민간 재고	GDP 상승률 (%)
1990	0.5	2.5	0.3	1.7	0.3	△0.0	0.6	0.5	0.1	△0.2	5.2
1991	0.6	1.6	△0.3	0.8	0.2	0.4	△0.1	0.3	△0.1	0.2	3.4
1992	0.4	1.4	△0.3	△1.3	0.9	0.4	△0.0	0.3	0.0	△0.4	1.0
1993	0.4	0.8	0.1	△1.7	0.9	0.1	△0.1	△0.0	0.0	△0.2	0.3
1994	0.5	1.5	0.4	△0.9	0.1	△0.3	0.6	0.3	0.1	△0.2	1.1
1995	0.6	1.0	△0.3	0.4	0.1	△0.6	1.0	0.4	△0.0	0.6	1.9
1996	0.4	1.3	0.6	0.3	0.5	△0.6	1.1	0.5	0.0	△0.0	2.6
1997	0.1	0.4	△0.7	0.9	△0.6	1.0	0.1	1.0	△0.0	0.1	1.4
1998	0.3	△0.5	△0.7	△0.8	△0.3	0.4	△0.6	△0.2	△0.0	△0.2	△1.8
1999	0.7	0.6	0.0	△0.6	0.4	△0.2	0.3	0.2	△0.0	△1.1	△0.2
2000	0.7	0.6	0.0	1.1	△0.8	0.5	0.8	1.2	0.1	0.7	2.9
2001	0.5	0.8	△0.2	0.2	△0.2	△0.8	0.1	△0.7	△0.0	0.2	0.4
2002	0.4	0.6	△0.2	△0.8	△0.3	0.7	0.1	0.8	0.0	△0.4	0.1
2003	0.4	0.3	△0.0	0.8	△0.7	0.6	0.4	1.0	0.0	0.3	1.8
2004	0.4	1.1	0.1	0.7	△0.5	0.8	0.8	1.6	0.0	△0.2	2.3
2005	0.3	1.3	△0.0	1.1	△0.3	0.3	0.7	0.9	0.0	0.1	2.7

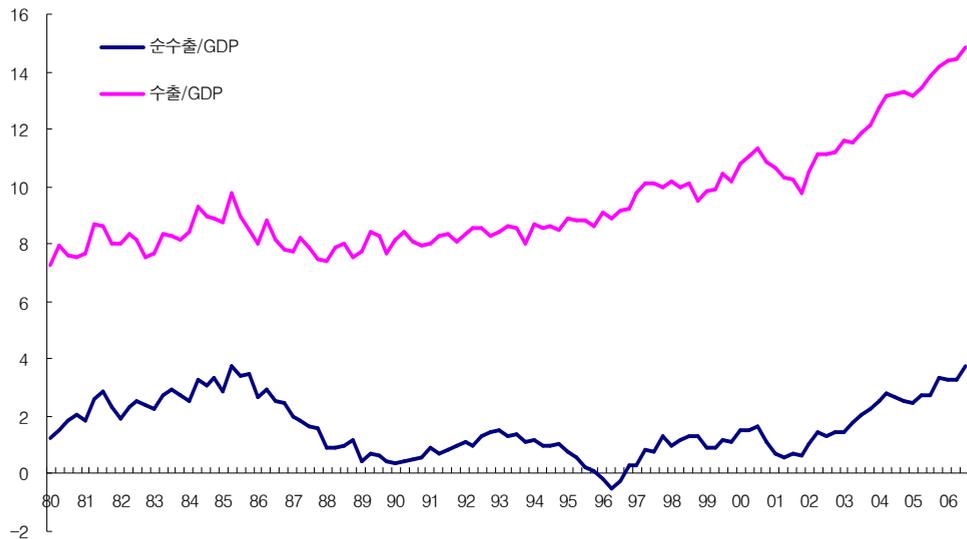
자료 : 일본 내각부

품목별로는 철강, 전기전자, 자동차 부품 등이 호조를 보였는데, 특히 IT 부문의 수출 확대가 두드러져, 2차 대전 직후 1950年代의 일본경제를 떠받치던 “3종의 神器(흑백TV, 냉장고, 세탁기)”의 뒤를 이어 DVD 플레이어, 디지털 카메라, 박막TV 등의 상품들이 “새로운 3종의 신기”로 각광을 받았다.

지역별로는 대중국 수출과 품목별로는 IT 수출을 필두로 전체수출 증가율도 2001년의 -4.8%에서부터 2002년에는 6.1%로 개선되었고 이에 따라 2001년 -0.8%p였던 순수출의 실질 GDP 성장기여도도 2002년에는 0.7%p로 대폭 증가하였다. 뿐만 아니라 2003년과 2004년 순수출의 실질 성장기여도는 각각 0.6%p, 0.8%p를 기록하여 순수출이 3개년 연속 경제성장을 선도하는, 일본경제로서는 예전에 찾아보기 힘들었던 좋은 실적을 나타냈다. 과거 1983년에서 1986년까지 3년 동안에도 순수출의 성장기여도가 3년 연속으로 플러스를 나타낸 적이 있었지만 당시의 기여도는 연평균 0.47%p에 불과했던 반면, 2001년에서 2003년까지의 3년간의 순수출 성장기여도는 연평균 0.7%p에 달하였던 것이다(〈표 14〉, 〈그림 28〉).

〈그림 45〉 일본의 수출 및 순수출의 GDP 대비 비중

(단위 : %)



우리나라와 달리 일본경제에서 재화와 서비스 수출이 전체 GDP에서 차지하는 비중은 그다지 크지 않다. 이 비중은 IT버블 붕괴로 수출이 타격을 입었던 2001년을 제외하면 1989년 이후 꾸준히 늘어오는 추세를 유지하였고, 특히 일본이 장기침체에서 벗어나기 시작하던 2002년부터는 증가속도가 한층 빨라져 경기회복에 커다란 도움이 되었다. 2005년에는 상품 및 서비스 수출이 실질 GDP의 13.7%를 차지하기에 이르렀으며 2006년 들어서는 3/4분기까지도 이 비중은 평균 14.6%로 빠르게 높아졌다. 뿐만 아니라 2005년 재화와 서비스의 순수출은 실질 GDP의 2.8%로서 2001년 0.6%에 비해 크게 늘어났으며 2006년 들어 3/4분기까지는 평균 3.4%로 급증하였다(〈그림 45〉). 이에 따라 2006년 일본 순수출의 GDP 비중은 1985년의 3.36%를 초과하거나 근접하게 되었다.

## 2) 새로운 생산 네트워크의 형성

중국특수와 관련한 또 다른 시각으로서 IT 시대를 맞아 새로운 생산 네트워크가 구축된 것이 일본 경제회생에 주효했다는 견해도 있다. 일본경제가 정보통신 산업 자체에 있어서는 그다지 성공적이지 못했으나 IT 관련 상품의 제작에 필요한 자본재를 중심으로 일본 제품이 다시 각광을 받게 되었다는 것이다.

전세계적으로 IT 호황이 진행되던 1990년대 후반, 일본경제는 그 흐름을 타지 못하고 불황에서 벗어나지 못하고 있었다. 그러나 일본경제가 통신과 기술이라는 새로운 두개의 분야에 있어서 전혀 성과를 내지 못하고 있던 것은 아니었다. 이를테면, 1999년 4/4분기에 일본의 통신과 개인 컴퓨터 기업들은 세 자리 수 수익증가를 기록하였으며 IT 분야에서는 생산성이 7% 상승했고 생산은 연 12%나 증가했다고 한다. 미국의 실리콘 벨리처럼 일본에도 시부야에 Bit Valley가 생겼다. 과거에는 NTT(Nippon Telegraph and Telephone Corporation)의 높은 이용료 때문에 일본 가정의 인터넷 사용량이 미국의 절반에 불과했었지만 이제는 외국 회사는 물론 NTT의 핸드폰 자회사 DoCoMo를 비롯한 국내 신생 전화회사들이 NTT의 지위를 위협하기 시작하였다(Helweg 2001).

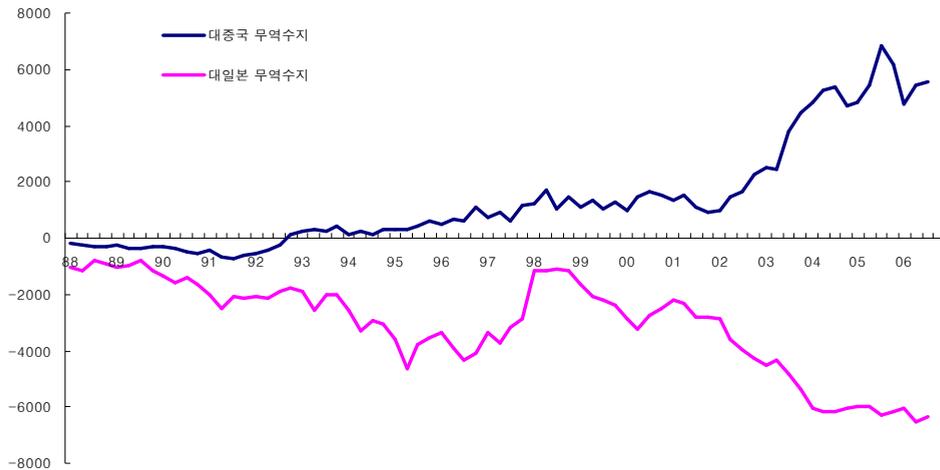
그러나 이들 몇몇 성공사례를 제외하면, 과거 일본의 전통적인 접근방식으로는 소프트웨어와 인터넷, 바이오 기술, 의료기기 등 IT 시대의 핵심 산업에서 전반적인 우위를 점하기에 적합하지 않았었고 세계시장에서 차지하는 일본경제의 지위도 도전과 경쟁에서 이기기 어려웠다. 그러다가 2002년 무렵부터 중국과 우리나라를 비롯한 아시아 국가들의 IT 산업이 빠르게 성장하는 과정에서 이들 국가들에 대한 중간재 및 자본재의 공급처로서의 역할을 새로

이 찾아낸 것이다. 이는 최근 들어 뚜렷하게 부각된 한국과 일본, 그리고 중국 세 나라 사이의 새로운 무역구조를 가리키는 것으로서 일본은 자본재를 생산하여 한국에 수출<sup>98)</sup>하고 이것을 이용해 한국은 최종재를 만들어 중국에 수출하며 일본은 중국으로부터 저가제품을 수입하는 새로운 구조가 형성되었다는 것이다.

이러한 현상을 가장 극명하게 보여주는 데이터로서 우리나라의 대중 및 대일 무역수지의 추이를 들 수 있다. 우리나라의 對中 및 對日 무역수지는 대략 2002년부터 마치 水面에 비친 그림자처럼 서로 반대의 궤적을 보이고 있다(〈그림 46〉). 자료가 可用한 1988년부터 보았을 때 2001년까지 대중 및 대일 무역수지의 상관관계는 -0.31이었지만 2002년부터 2006년 3/4분기까지는 -0.959로서 거의 -1에 가까운 값을 나타내고 있다. 즉, 일본경제가 수출 증가를 계기로 회생을 시작하던 2002년 이후 지금까지 우리나라의 대중 무역수지와 대일 무역수지는 거의 1:1로, 그러나 방향은 서로 반대로 움직여왔음을 말해주고 있다. 이는 결국 우리나라가 중국으로부터 벌어들인 상품수지 흑자가 대일 상품수지 적자로 정확하게 상쇄되고 있음을 의미하기도 한다.

〈그림 46〉 우리나라의 대중 및 대일 상품수지 추이

(단위 : 백만달러)



98) 앞서 〈표 13〉에서 일본의 대중국 수출이 크게 늘어났음을 살펴본 바 있으나 우리나라에 대한 수출도 2002년 이후 꾸준히 높아지고 있었던 것이 사실이다.

예를 들어, 2005년의 경우 우리나라의 對中 상품수지 흑자는 232억 7천만 달러였는데, 對日 무역수지 적자규모도 이와 거의 똑같은 243억 8천만 달러를 기록했었다. 이러한 여러 가지 현상들은 우리나라가 중국에 대한 수출을 위해 일본으로부터 자본재 및 원자재 수입을 증가시켜야 하는 3국간 보완적 교역구조에 따라 對中 수출이 늘어나면 늘어날수록 일본으로부터의 수입도 동반하여 늘어났기 때문이라고 알려져 있다.

### 3) 내수의 동반성장과 경제 선순환

수출경기가 호조를 보이기 시작한 뒤 일본의 국내경기도 시차를 두고 살아나기 시작하였다. 먼저, 설비투자는 IT 버블 붕괴 이후 2002년까지 상당히 가파른 조정양상을 보였으나 2002년 하반기부터 감소세가 둔화되었으며 2003년 2/4분기에는 증가세로 반전되었다. 그 결과, 수출이 크게 늘어나기 시작한 후 1년 뒤인 2003년에 설비투자는 연 5.9% 증가하였고, 설비투자의 실질 GDP 성장기여도는 2002년의  $-0.8\%p$ 에서 2003년에는  $0.8\%p$ 로 높아져 2003년 실질 GDP 성장률의 약 절반을 설명하였다(〈표 14〉). 장기침체의 기간 동안 기업들은 설비투자를 가급적 감가상각 수준으로 억제해 왔으나 2003년 들어 투자 마인드가 회복되기 시작한 것이다. 수출확대에 따른 수익개선, 경기회복에 대한 기대감, 그동안 이루어졌던 해외투자에 대한 反省 등이 투자 심리 회복의 주요 요인으로 꼽혔는데, 설비투자가 늘어나기 시작한 시점에서의 실물자본의 평균 연령은 아직 11년(미국은 7년)에 달하여 노후설비를 대체해야 하는 수요가, 즉 설비투자가 확대될 여지가 충분히 남아 있었다.

투자회복과 관련한 현상의 하나로서, 과거 해외로 탈출하였던 일본기업들이 국내로 回歸하는 현상이 나타났다. 과거 일본기업들은 임금이 저렴한 중국<sup>99)</sup>으로 몰려갔었고, 이는 국내 산업의 空洞化를 초래하여 고용과 내수에 부정적인 영향을 주었었다. 뿐만 아니라 가장 효율성이 높은 수출기업들이 국내에서 생산 및 투자활동을 하지 않고 해외로 빠져나갔기 때문에 국내 기업들의 평균적인 경쟁력 및 효율성도 점차 하락하는 결과를 초래하였다. 그러나 시간이 지나면서 중국기업들이 지적재산권 도용의 문제를 일으키는 등 중국진출의 부작용이 나타나자 중국진출이 반드시 일본기업에게 유리하지만은 않다는 인식과 반성이 확산되었고, 그에 따라 설비투자의 많은 부분을 일본 내에서 하도록 전략을 수정하게 된 것이다(McLeod 2006).

99) 1990년대 以前 선진국간의 경쟁뿐이었던 시대에는 내외 가격차가 고작해야 30% 가량이었으므로 엔약세를 통해 국가간 가격격차를 상당부분 해소할 수 있었지만 중국과의 임금 격차는 환율로는 도저히 조정을 할 수 없는 막대한 차이였기 때문에 투자의 장소를 아예 중국으로 옮겨야 할 필요가 있었다.

중국 뿐 아니라 동남아 국가들과의 아웃소싱(out-sourcing)도 점차 인소싱(in-sourcing)으로 바뀌었다. 이와 같은 일본으로의 투자회귀는 Made in Japan 제품에 대한 자신감 회복에서 비롯된 것으로 일본 내의 투자여건이 과거에 비해 상대적으로 개선되었기 때문으로 평가되었다. 장기침체를 거치면서 투자활성화를 위한 여러 가지 제도적인 개선이 있었을 뿐 아니라 투자의 전제조건이라 할 수 있는 기업의 자금력 및 수익성도 그동안 상당 폭 개선되었으며 일본의 부동산가격, 생산자물가, 임금, 금리 등 생산관련 주요 가격 변수들이 디플레이션을 거치면서 과거에 비해 상당히 안정되거나 개선되었기 때문에 가격 면에서도 日本内の 투자가 과거와 달리 반드시 손실을 의미하지는 않게 되었다.

투자회복에 따라 민간소비도 동반하여 증가하였는데, 2001년에서 2003년까지 전년대비 1.4%, 1.1%, 0.6%로 계속 둔화되던 실질 민간소비 증가율은 설비투자 회복 후 1년째인 2004년에는 1.93%로 높아졌고 2005년에는 2.3%로 한층 더 상승하였다. 이에 따라 2004년과 2005년 민간소비의 성장기여도는 각각 1.1%p 및 1.3%p로서 실질 성장률 2.3% 및 2.7%의 약 절반 정도를 설명하게 되었다(〈표 14〉).

이로써 소위 “경제 선순환”의 모습이 드디어 가시화되었다. 중국특수라는 유리한 외부요인이 발생하자 韓·中·日 3국간 새로운 교역구조가 형성되면서 수출이 증가하였으며 이와 더불어 시차를 두고 설비투자과 민간소비가 동반성장한 것이다. 설비투자과 민간소비의 성장기여율의 합계는 2003년의 61%, 2004년의 78%로 높아졌으며 2005년에는 89%에 달하는 등, 투자과 민간소비 등 민간 내수가 성장을 이끄는 이른바 “자생적” 성장세가 나타났다. 1990년대의 장기 침체기에는 공공투자가 경제성장을 이끄는 중요한 역할을 하였지만 2000년부터는 공공투자의 성장기여도가 지속적으로 마이너스를 유지(〈표 14〉)하였는데, 그럼에도 불구하고 2003년부터는 내수에 의한 자생적 경제성장이 가능해진 것이다. 이러한 경제 선순환과 함께 일본경제는 1992년부터 10년간 지속되던 잃어버린 10년을 마감하고 새로운 성장을 재개할 수 있었던 것이다.

일본의 중국수출이 크게 늘어나던 것과 같은 시기에 우리나라의 對中國 수출도 중국특수로 인해 크게 늘어났었다. 그러나 그럼에도 불구하고 우리나라에서는 일본과 달리 설비투자과 민간소비가 계속 부진을 면치 못하면서 내수경제와 수출경제가 괴리현상을 보이기까지 하였다. 우리나라와 일본이 수출확대의 기회를 동일하게 맞았음에도 불구하고 우리 경제가 그것을 경제선순환으로 연결시키지 못하였던 데에 비해 일본경제는 그렇게 할 수 있었다. 2000년대 이후 한국과 일본의 기업들이 수익성이 크게 개선되었다는 점에서는 서로 같았지만 우리나라에서는 설비투자가 별로 늘어나지 못하였던 것에 비해 일본의 설비투자는 대폭

적으로 늘어나 경제의 선순환 구조를 가동시킬 수 있었던 것이다. 이와 같은 韓日間の 차이가 어디서 연원하고 있는지 자세히 살펴 볼 필요가 있다.

### 3. 정부의 규제완화와 기업의 자발적 구조조정

일본의 경기회복에는 중국특수나 자본재 수요확대 등 대외적인 여건이 호전되었을 뿐 아니라 기회를 활용하기 위한 일본 내부에서의 준비도 중요한 역할을 했다고 판단된다. 아무리 좋은 기회가 찾아와도 이것을 살리지 못한다면 아무 소용이 없기 때문이다. 2002년 이후 수출이 두 자리 수 증가를 지속하였음에도 불구하고 내수가 침체를 거듭하면서 경제가 활성화되지 못하였던 우리나라의 경험이 유리한 기회를 제대로 살리지 못한 좋은 예라고 할 수 있다.

#### 1) 정부의 제도개선 및 규제완화

먼저 정부를 중심으로 한 제도적 개선의 측면을 보면, 2001년 이후 고이즈미 내각은 재정 및 금융 부문의 경제개혁을 가속화하기 시작하였을 뿐 아니라 기업 활동에 도움을 줄 수 있는 다양한 제도적 개선조치를 만들어냈다. 즉, 기업자금 조달환경 개선, 새로운 기업 시스템 도입, 각종 규제 철폐 등을 통해 설비투자 증가를 촉진시키려고 노력하였다. 예를 들어, 임시직에 대한 고용요건을 완화시켜 기업의 임금부담을 덜어 주었으며 직업소개(job placement) 서비스에 대한 규제를 완화시켜 노동시장의 유연성을 높이기도 하였다. 반경쟁적 행동에 대한 벌칙을 강화하여 경쟁을 촉진시키고자 하였으며 “구조개혁 특구(Special Zones for Structural Reform)”라는 특구(pilot basis)를 설치하여 적어도 그 지역 내에서는 적극적으로 규제를 완화시키려고 하였고 실제로 일정부문의 성과를 거두기도 했다(IMF 2005).

또한 일본 정부는 새로운 기업 시스템을 도입하여 창업 활성화를 유도하였는데, 2003년 2월에는 자본금 1엔으로도 회사 설립이 가능하도록 하는 “최저 자본금 규제 특례”를 도입하여 자유롭게 기업을 설립할 수 있도록 하였다.<sup>100)</sup> 그리고 2004년 7월에는 “중소기업 무담

100) 우리나라는 이보다 앞선 2000년 말 “소기업 및 소상공인지원을 위한 특별조치법”에 제8조2항(주식회사 설립 등에 관한 특례)을 신설하여 「유한회사인 소기업을 주식회사로 조직변경하거나 소기업인 주식회사를 설립하는 경우에는 상법 제288조 및 제329조제1항의 규정에도 불구하고 1인 이상의 발기인, 자본금 5천만원 미만으로도 할 수 있다」라고 규정하였다. 이에

보 용자 촉진제도”를 실시하여 중소기업에 대한 용자가 며칠 내로 가능하도록 함으로써 중소기업의 설비투자 확대를 도와주었다. 그리고 2005년 8월에는 유한책임사업조합(LLP: Limited Liability Partnership) 제도를 도입하여 출자자가 출자액만 책임을 지도록 하는 한편, 출자자의 이익 배분에 과세가 되지 않도록 함으로써 신규 회사 설립 및 투자를 용이하게 하였다. 또한, 기업 구조조정 가속화와 기업 투자 활성화를 위해 각종 규제를 철폐하였는데 특히, 일본의 수도권 집중 규제제도인 工業等制限法과 工場再配置促進法을 각각 2002년, 2006년에 폐지함으로써 기업 투자 관련 규제를 철폐하였다. 이는 일본정부가, 기업이 국내외에서 투자 지역을 선택할 수 있는 글로벌 시대에 국내에서 투자 지역을 제한하는 것은 무의미하다고 간주한 결과로 해석되고 있다. 이와 같은 다양한 제도적인 변화와 아울러 일본정부는 ‘개혁 없이 상급 없다(No Gains Without Reforms)’, ‘생산성 향상을 위한 구조개혁이 필요불가결하다’는 메시지를 민간에게 끊임없이 전달하였다(Cabinet Office 2005). 이러한 노력은 민간 부문에게 스스로의 개혁을 촉구하는 의미를 가지고 있었다.

한편, 일본정부는 “일본 21세기 비전”이라는 장기 청사진을 통해 일본경제의 새로운 비전을 제시하고 그러한 비전의 달성을 위해 어떤 노력을 해야 하는지, 글로벌 경쟁의 시대에서도 생활의 질을 떨어뜨리지 않으려면 어떤 부분을 어떻게 고치고 어떤 부분을 새로 만들어 내야 하는지에 대해 방향도 제시하였다. 이를 통하여 일본의 경제주체들이 각자 어떤 비전을 갖고 미래를 준비할 것인지에 대해 지침을 마련하고자 하였다.

## 2) 민간주도의 경제개혁

정부의 제도개선 노력에 부응하여 민간 기업들 스스로도 노동비용을 줄이고 과잉 시설 및 과잉 부채를 줄이려는 노력을 지속적으로 해왔다(IMF 2005). 그 결과, Nikkei 225개 기업의 경우 2003년 3월 현재 수익이 전년대비 평균 50% 정도 증가하였으며 일 년 뒤인 2004년 3월에도 20% 남짓 추가로 증가하였다(사카키바라 에이스케 2004). 그리고 대기업뿐만 아니라 모든 크기의 기업, 제조업뿐만 아니라 비제조업 부문이 모두 2002년 이후 상당히 빠른 수익성 증가를 달성했다(그림 34). 제조업 매출액 경상이익률은 2001년의 2.8%에서 2002년과 2003년에는 각각 3.2% 및 3.9%로 높아졌으며 2004년과 2005년에는 4.5%까지 높아져

---

따라 우리나라에서도 소기업 회사를 설립할 때에는 적어도 자본금의 규모에 관한 한 아무런 구애를 받지 않고 창업을 할 수 있으며 정부도 중소기업청을 중심으로 중소기업에 대한 다양한 지원제도를 마련해 놓고 있는 상황이다.

버블의 절정기이던 1990년의 4.8%에 근접하였다. 이처럼 수익성이 개선됨에 따라 자연스럽게 제조업 도산 건수도 급격하게 감소하였는데, 감소율을 보면 2003년 1/4분기 -19.5%, 2/4분기 -25.1%, 3/4분기 -27.0% 등으로 제조업 도산의 빈도가 급속하게 줄어들고 있음을 알 수 있다.

비제조업의 매출액 경상이익률도 1998년 1.6%를 저점으로 하여 그 이후부터 꾸준히 상승하였으며 2005년에는 2.6%까지 올라가 장기침체가 시작되던 1992년 수준에 도달할 수 있었다. 이와 같이 모든 부류의 기업들이 장기침체 이래 최고의 매출액 경상이익률을 기록하면서 기업의 부채상환은 지속적으로, 그리고 빠른 속도로 진행되었다. 특히 대략 2002년경부터는 기업의 크기와 업종을 불문하고 부채/판매 비율이 하락하기 시작하여 장기침체 이전의 기간에서나 볼 수 있었던 수준까지 떨어졌다. 소기업의 부채비율은 1990년대 평균 근처까지 내려온 뒤 그 수준에 머물러 있으며 파산기업 부채의 GDP 비중은 1980년대의 평균 1%보다 별로 높지 않은 1.5% 수준까지 대폭 줄어들었다(IMF 2005). 이에 따라 은행이 가지고 있던 부실채권도 2002년부터 줄어들기 시작하였다. 2004년 말 부실채권비율은 2.9%로 떨어졌는데, 이는 불과 3년 전인 2001년 하반기 8.4%에 비해 무려 5.5%p나 개선된 것이었다(<표 15>).

2002년에는 전년의 일시적 경기둔화에도 불구하고 기업 수익성이 계속 향상되었는데, 이는 기업 수익성 개선의 배경에는 경기라는 순환적 요인은 물론, 순환적 요인만으로는 설명하기 어려운 모종의 구조적 요인도 함께 자리 잡고 있었음을 강하게 시사하는 것이었다. 구조적인 요인으로는 먼저 수출관련 제조업 대기업들이 인원감축, 경비삭감, 수익체질 강화 등을 통해 자발적인 구조개선을 급속히 이룬 점이 거론되었다. 이들 기업들은 몇 년간 수익확대를 목표로 체질개선에 노력하였는데 드디어 수익이 V자형으로 개선되었다는 것이다.

그러나 기업들의 자발적인 구조조정은, 특히 수출 대기업을 중심으로, 2000년대 이후뿐만 아니라 그 전에도 이미 진행 중이었다. 금융위기가 발생했던 1997년의 시점에서조차 국제적 경쟁압력에 노출되어 있는 제조업 대기업들은 고용을 삭감하는 한편, 생산성 향상에 따른

<표 15> 일본의 은행권 부실채권비율의 반기별 추이

(단위 : %)

기 간	'01 上	'01 下	'02 上	'02 下	'03 上	'03 下	'04 上	'04 下
부실채권비율	6.6	8.4	8.1	7.2	6.5	5.2	4.7	2.9

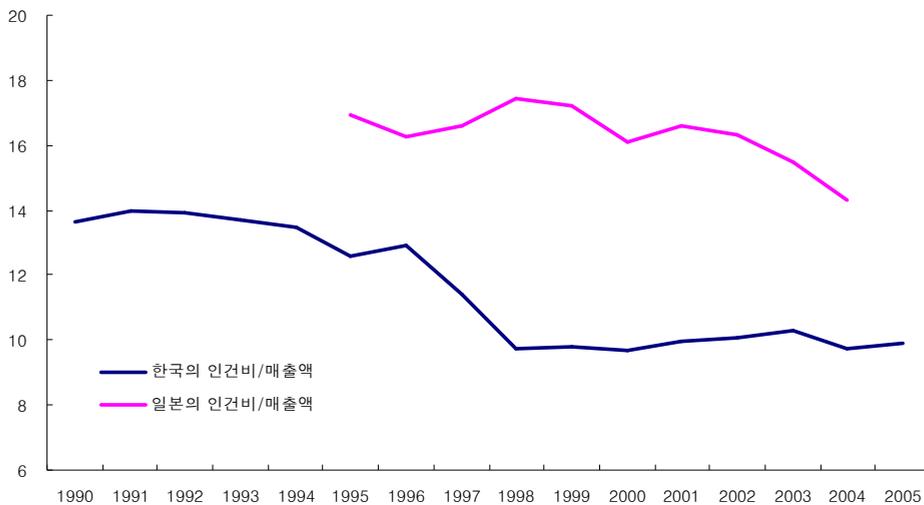
성과의 일부를 임금상승에 반영시켜 가면서 수익력을 높이는 데에 노력하고 있었다. 한편 그들은 부채를 억제함으로써 금융수지도 개선시키고 있었다. 그 결과 손익분기점이 하락하였고, 1996년 하반기와 1997년 1/4분기의 사재기 수요<sup>101)</sup>와 수출증대<sup>102)</sup>로 매출이 크게 증가하자 상당히 높은 경상이의 신장률을 확보할 수 있었다.

이 기간 동안의 기업의 수익성 향상의 주요 수단은 신규고용 억제를 통한 인건비 절감이었다. 기업들의 이러한 절감노력은 1997년 하반기 이후 더욱 강화되었는데, 그 결과 1998년부터 실업률은 경기침체와 더불어 매우 빠르게 올라갔다. 일본의 연평균 실업률은 1996년과 1997년의 3.4%에서 1998년에는 4.1%로 높아졌으며 2001년과 2002년에는 5.4%로 계속 증가하였다.

2002년 이후 경기회복과 함께 나타난 일본기업의 수익성 향상은 구조조정에 따른 효과임을 인정할 수밖에 없고 그 가운데 사업매각, 사업통폐합 등의 요인들이 중요했다는 점도 간

〈그림 47〉 한국과 일본 기업의 매출액 대비 인건비 추이

(단위 : %)



자료 : 한국은행, 『기업경영분석』 부표

101) 소비세 세율인상이 1997년 여름으로 예정되어 있었기 때문에 일반 소비자들은 세율 인상에 의해 가격이 오르기 전에 필요한 물품을 미리 앞당겨 구입해 두려고 하였다.

102) 1997년의 달러기준 통관수출은 전년대비 14.2% 증가하였는데, 이는 전년의 7.7%에 비해 두배 가까이 높아진 수치였다. 그 뒤 1998년에는 수출 증가율이 -0.4%로 급락하였다.

과할 수 없지만 그것의 대부분은 역시 인원감축과 임시직 고용 등을 통한 인건비 감축에 의해 이루어진 것이었다. 일본 제조업의 이익 창출은 매출증가에 따른 영향도 있었지만 그보다 인건비 절감에 의한 부분이 더 컸다(〈그림 47〉). 인력 구조조정으로 인해 저하된 생산력은 IT 소프트 투자확대 및 노동 생산성 향상으로 상쇄하였다.

그러나 이러한 성과는 모든 규모의 기업에게서 동일하게 관찰될 수 있는 현상은 아니었다. 대기업 실적의 회복에도 불구하고 중소기업의 부진은 지속되었는데 특히 전기전자, 정밀기계를 중심으로 한 가공 조립 산업에서 대기업과 중소기업 간 격차가 확대되었다. 인건비 부담도 대기업은 개선되고 있지만 중소기업은 여전히 현상유지 정도였다. 과잉채무에 대한 부담도 대기업은 어느 정도 해소하고 있지만 중소기업은 여전히 심각한 상태로 알려져 있다. 대형 시중은행들의 부실채권 문제는 어느 정도 일단락되었으나 중소기업은행의 경우 거의 해결되지 못한 상태인데 중소 지방은행의 부실채권 처리 지연은 지역 경제에 대한 피해 우려 등으로 정부가 아직 적극적으로 대응하지 않고 있기 때문이라고 알려져 있었다.

이와 같이 일본경제의 구조개혁의 성과가 모든 부문에까지 고루 확산되지는 못하고 있었지만, 적어도 제조업 수출기업들이 어려운 여건을 극복하고 체질개선에 성공한 것은 일본경제로 하여금 미래에 대해 상당히 밝은 희망을 갖도록 하기에 충분하였던 것 같다. McKinsey은 2000년에 발표한 보고서에서 일본의 수출 제조업의 평균 생산성은 미국보다 20% 정도 높지만 내수 서비스업은 미국의 2/3 이하라고 추산하면서 만일 국내부문이 생산성 향상에 성공하면 일본경제는 앞으로 10~20년 동안 평균 5~6%의 실질 GDP 성장률을 달성할 수 있다고 전망하였다. 생산성 수준이 미국의 2/3 정도밖에 되지 않은 부문이 경제의 압도적인 부분을 차지하고 있기 때문에 이 부문이 생산성 향상에 성공한다면 경제 전체적으로 1~2%가 아니라 5~6%의 성장은 당연하다는 것이다.

내수 서비스 부문의 생산성이 부진했던 주요 원인은 과잉규제와 과대한 보조금이 경쟁을 저해하여 생산성 향상을 가로막고 있기 때문이라고 지적되었었다. 규제와 보조금이 정치적으로 처리되고 있는 전형적인 예가 도로건설과 관련한 건설업이며 유통, 식품가공, 의료서비스 등도 같은 구조를 가지고 있다는 지적이었다. 그러므로 본격적인 정치개혁, 즉 정권 교체나 정계재편이 없으면 이러한 산업의 재활성화도 어렵지만, 만약 정치가 변하면 10년 내에 서비스업이 변할 수 있다는 희망을 가질 수 있다는 것이다(사카키바라 에이스케 2004).

이상에서 살펴본 바와 같이, 일본경제의 회생이 정부주도가 아니라 민간주도로 이루어지다보니 변화의 속도는 더뎠지만, 즉 정부가 했어야 했던 일들이 신속하게 이루어지지 못하여 전체적인 변화도 더디게 진행되었지만, 일본과 같은 거대경제는 결국 정부가 아닌 민간의

주도로 움직여야 했었다는 관점에서 보면, Helweg(2001)의 지적과 같이 민간주도의 변화는 매우 의미 있고 근본적인 변화였다고 평가하지 않을 수 없겠다. 정부가 정책이나 제도를 바꾸어 기업에게 단기적인 금전적 유인을 제공하여 성장률을 높이는 것도 의미가 있을 수 있지만 경제의 관행을 바꾸는 개혁은 기본적으로 민간 스스로의 몫이라는 점을 우리경제에게 시사하고 있는 것이다. 또한 정부가 중심이 되는 개혁보다 민간 스스로 하는 개혁이 민간이 가지고 있는 문제를 더 정확하게 짚어 내어 고칠 수 있지 않을까 생각되며 그런 의미에서 신속하지는 않지만 어찌 보면 더 효율적인 개혁일 수 있다고 생각된다.

#### 4. 고비용구조의 해소

정부주도의 제도개편처럼 하루아침에 상황을 바꾸는 식의 변화가 아니라 “잃어버린 10년” 동안 꾸준히 그리고 천천히 진행되어옴으로써 아무도 잘 알아차릴 수 없었던 변화, 그리고 다른 무엇보다 경제적으로 가장 의미 있는 변화로 지적되어야 할 변화는 바로 장기침체와 디플레이션을 거치면서 가격수준이 전반적으로 하향조정되었다는 사실이 아닐까 생각한다.

경제활동의 가장 기본적인 가격변수는 衣食住의 依와 食에 해당하는 소비자물가지수 그리고 住에 해당하는 부동산 가격을 들 수 있다. 또한 생산활동과 관련한 생산자물가지수, 노동의 대가인 임금, 자본의 대가인 금리, 그 나라의 화폐가치를 나타내는 환율을 들 수 있다. 그런데 잃어버린 10년을 지나면서 이들 가격변수들 모두가 버블 붕괴 직후 또는 1970년대 중 후반 수준으로 낮아진 것이다. 버블 붕괴와 디플레이션 자체는 고통스러운 경험이었지만 그것을 겪고 난 결과, 각종 상품과 서비스의 가격이 전반적으로 하락하여 고비용 구조를 탈피할 수 있었던 것이다. 과거 일본경제가 워낙 생산성이 높은 경제다보니 살인적으로 높아보이던 가격수준이라 할지라도 그것이 과연 일본경제의 발목을 잡을 정도로 높았던 것인지에 대해서는 논란의 여지가 있을 수 있다. 그러나 과거 일본의 물가나 임금, 임대료가 정말 살인적이라 할 만큼 높았던 것도 부인할 수 없는 사실이었다.

##### 1) 부동산 가격의 하락

먼저 일본의 부동산 가격은 전용도 평균 지가지수(2000년=100) 기준으로 1990년의 157.7에서 2006년 현재에는 그 절반도 되지 않는 64.8까지 하락하였다. 이 수준은 30년 전인

1976년 64.7 이래 가장 낮은 수준이다(〈그림 1〉). 최근 들어 일본 대도시의 일부 지역에서 부동산 가격이 다시 상승을 시작하였다고는 하지만 전국적으로 볼 때 부동산 가격은 하락의 속도가 완화되었을 뿐 아직도 상당히 빠른 하락세를 멈추지 않고 있다.

1990년대 초 부동산 버블의 붕괴와 그 이후의 무자비한 지속적인 가격하락으로 건설투자가 오랫동안 부진하여 소비와 실물경제에도 부담을 준 것은 사실이지만 버블 붕괴 이후 15년 이상 지속적인 가격하락을 거친 결과, 이제 일본 부동산 가격은 더 이상 세계 최고 수준이 아니라고 할 수 있게 되었다. 특히, 제곱 피트당 달러기준 사무용 부동산 임대료를 기준으로 볼 때 2000년까지만 해도 동경 중심부와 동경 외곽지역은 세계 1위 및 2위를 차지하였으나 2002년부터는 각각 2위와 4위로 하락한 상태이다(〈표 16〉).

물론, 이러한 순위변동에 있어서 각국 통화의 환율변화가 중요한 역할을 하고 있음은 물론이다. 그러므로 〈표 16〉의 달러기준 가격순위에서 환율 효과를 제거하여 부동산 가격 변화를 자국통화 기준으로 살펴볼 필요가 있다.

〈표 17〉은 〈표 16〉의 연간 임대료를 각국 통화의 대미 달러화 환율로 나누어 자국화폐기준으로 환산해 2000년을 100으로 놓은 지수를 기준으로 새로운 순위표를 작성한 것이다. 그러므로 〈표 17〉은 각국의 임대료 순위를 서로 비교한 순위표가 아니라 2000년 대비 2006년 사무용 부동산 임대료가 자국화폐기준으로 얼마나 증가했는지의 순위를 나타낸다고 할 수 있다.

〈표 17〉에 따르면, 자국통화 기준으로 환산해 보아도 2000년에서 2006년까지 東京의 사무실 임대료 가격이 다른 도시에 비해 가장 안정적이었던 것으로 나타나고 있다. 비교 가능한 23개 지역 가운데 2000년 이후 자국화폐기준으로 가장 부동산 가격상승이 심했던 곳은 아일랜드의 더블린, 이태리 밀란, 스페인의 마드리드 등의 순서였고 가장 안정되었던 곳은 독일의 프랑크푸르트, 일본 동경 중심지역 및 외곽지역의 순서였던 것으로 나타나고 있는 것이다. 그동안 버블붕괴에 따른 부동산 가격의 하락은 그 자체로서 일본경제에 어려움을 주는 요인이었지만 이제 상당 수준까지 가격이 하락한 현재의 시점에서 보면 일본경제로 하여금 새로운 출발을 하도록 하는 뒷받침이 되고 있는 것이다.

〈표 16〉 Global Market Rents

(occupation cost in US\$/annum)

순 위					Market	임 대 료				
00	02	04	05	06		06	05	04	02	00
2	1	1	1	1	London(West End), England	212,0	191,6	149,2	146,3	131,9
1	2	2	3	2	Tokyo(Inner Centarl), Japan	145,7	125,8	118,1	122,3	146,9
4	3	3	2	3	London(City), England	144,8	125,8	115,4	112,2	104,6
3	4	4	4	4	Tokyo(Outer Central), Japan	133,5	119,5	105,5	106,7	130,6
6	6	31	17	5	Hong Kong	116,3	58,9	42,4	70,4	70,3
7	7	11	10	6	Moscow, Russia	109,3	70,0	65,0	64,5	67,2
5	11	17	23	7	Mumbai, India	106,1	52,7	56,9	56,9	76,0
9	5	5	5	8	Paris, France	105,5	96,4	94,4	76,6	62,6
17	13	7	8	9	Dublin, Ireland	92,5	74,7	69,6	52,7	50,0
-	-	-	-	10	Dubai, United Arab Emirates	87,1	-	-	-	-
20	32	38	33	11	New Delhi, India	81,9	40,7	36,7	40,8	47,7
11	10	9	9	12	Edinburgh, Scotland	78,5	71,1	67,0	58,3	57,9
14	15	10	7	13	Manchester, England	78,5	75,0	66,6	52,2	53,0
-	-	-	-	14	Paris La Defense, France	77,2	-	-	-	-
-	-	-	-	15	Leeds, England	71,9	-	-	-	-
<b>8</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	<b>Seoul, South Korea</b>	<b>71,4</b>	<b>58,6</b>	<b>52,0</b>	<b>48,6</b>	<b>63,6</b>
13	16	6	6	17	Brimingham, England	70,1	78,4	71,9	51,8	53,9
15	18	13	12	18	Glasgow, Scotland	68,7	65,7	62,2	50,4	52,3
-	-	-	-	19	Bristol, England	68,2	-	-	-	-
35	17	23	21	20	Madrid, Spain	66,3	55,4	51,4	51,5	38,1
37	36	8	14	21	Milan, Italy	64,0	63,6	68,3	39,2	35,7
-	-	-	-	22	Aberdeen, Scotland	63,1	-	-	-	-
21	14	12	13	23	Zurich, Switzerland	62,2	65,7	63,1	52,3	46,8
12	8	21	24	24	New York-Midtown, Manhattan	62,1	52,5	52,3	63,2	56,1
24	29	20	20	25	Stockholm, Sweden	58,6	55,6	52,9	41,6	46,1
-	-	-	-	26	Jersey, England	57,9	-	-	-	-
26	30	15	11	27	Luxembourg City, Luxembourg	57,4	65,8	60,2	41,6	42,8
25	24	18	16	28	Geneva, Switzerland	57,1	60,1	55,7	46,7	43,9
10	9	14	15	29	Frankfurt, Germany	56,3	62,8	60,4	60,5	60,7
-	-	-	-	30	Liverpool, England	54,2	-	-	-	-

자료 : CB Richard Ellis, Global Market Rents 각 호

〈표 17〉 자국화폐기준 사무실 임대료 국제비교

(기준 : 2000=100)

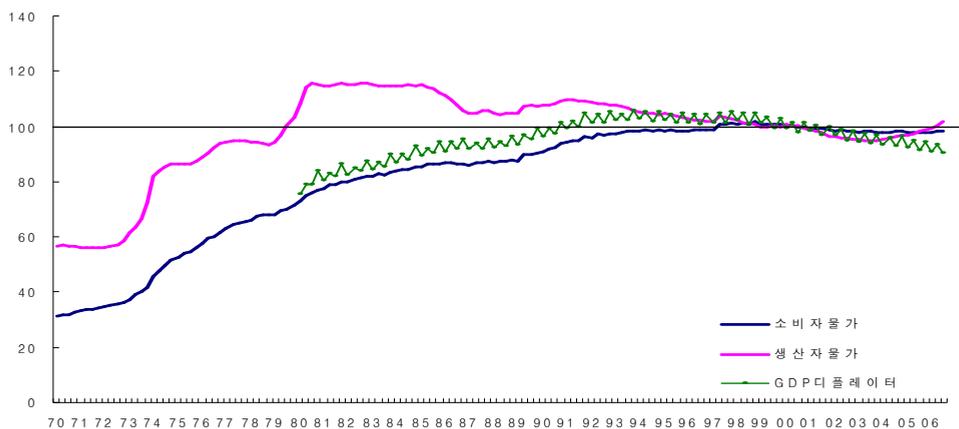
순 위	Market	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
1	Dublin, Ireland	185.0	149.5	139.3	120.5	105.5	106.1	100
2	Milan, Italy	179.5	178.4	191.4	145.1	109.8	101.5	100
3	Madrid, Spain	174.2	145.5	134.9	134.3	135.4	127.0	100
4	New Delhi, India	171.5	85.3	76.9	79.8	85.5	93.0	100
5	Paris, France	168.7	154.0	150.9	130.9	122.4	134.8	100
6	Hong Kong	165.3	83.8	60.2	74.5	100.0	131.0	100
7	Moscow, Russia	162.6	104.1	96.7	95.9	95.9	92.7	100
8	London(West End), England	160.7	145.2	113.1	114.3	110.9	118.9	100
9	Manchester, England	148.0	141.5	125.6	113.3	98.4	103.5	100
10	Mumbai, India	139.5	69.4	74.8	69.8	74.8	105.4	100
11	London(City), England	138.4	120.3	110.4	108.0	107.3	107.6	100
12	Edinburgh, Scotland	135.5	122.8	115.7	108.5	100.6	104.4	100
13	Luxembourg City, Luxembourg	134.0	153.7	140.5	115.8	97.2	88.8	100
14	Zurich, Switzerland	132.9	140.2	134.8	126.3	111.7	106.2	100
15	Glasgow, Scotland	131.3	125.6	118.9	107.2	96.3	98.7	100
16	Birmingham, England	130.0	145.4	133.4	117.4	96.1	96.4	100
17	Geneva, Switzerland	129.9	136.8	126.9	119.5	106.3	100.7	100
18	Stockholm, Sweden	127.1	120.7	114.8	100.3	90.3	116.6	100
<b>19</b>	<b>Seoul, South Korea</b>	<b>112.3</b>	<b>92.0</b>	<b>81.8</b>	<b>81.0</b>	<b>76.4</b>	<b>98.0</b>	<b>100</b>
20	New York-Midtown Manhattan	110.6	93.6	93.1	101.8	112.6	115.1	100
21	Tokyo(Outer Central), Japan	102.3	91.5	80.8	71.0	81.7	97.7	100
22	Tokyo(Inner Centarl), Japan	99.2	85.7	80.4	80.4	83.3	100.1	100
23	Frankfurt am Main, Germany	92.8	103.4	99.5	94.0	99.6	96.0	100

## 2) 주요 물가지수의 하락

한편, 장기침체와 디플레이션을 거치면서 일본의 주요 물가지수들이 점진적으로 그리고 꾸준히 하락하였던 것도 매우 중요하게 보아야 할 부분이다. 2000년을 100으로 한 연간 소비자물가지수는 2005년 현재 97.78로서 경기침체가 시작되던 13년 전인 1992년 96.71 이후 가장 낮은 수준을 기록하고 있다. 그리고 경제 전체적인 물가지수를 나타내는 GDP 디플레이터의 경우 2005년 연평균 값은 0.9322로서 19년 전인 1986년 0.9308 이후 가장 낮은 수준이다. 특히 2000년을 100으로 놓은 연간 생산자물가는 2005년 현재 97.7로서 27년 전인 1978년 93.98 이후 가장 낮았다(그림 48).

전국지가지수가 30년 전 수준까지 하락하였다는 점은 이미 언급하였지만, 이와 함께 각종의 물가지수들도 가깝게는 10여 년 전, 멀게는 약 30년 전의 수준까지 내려온 것이다. 결국, 지금의 일본의 가격체제는 일본경제가 고속성장을 하며 세계시장을 점유해 나가던 1970년대와 1980년대 수준으로 맞추어져 있다고 할 수 있다. 다시 말하여 가격체제에 관한 한 일본경제는 고속성장기간의 환경으로 되돌아와 있는 것이다. 이런 가운데 2001년 이후 중국특수가 찾아왔고 그러자 일본경제는 이 기회를 활용하여 수출확대와 내수의 동반성장이라는 경제선순환에 성공한 것이다.

〈그림 48〉 일본의 주요 물가지수 추이



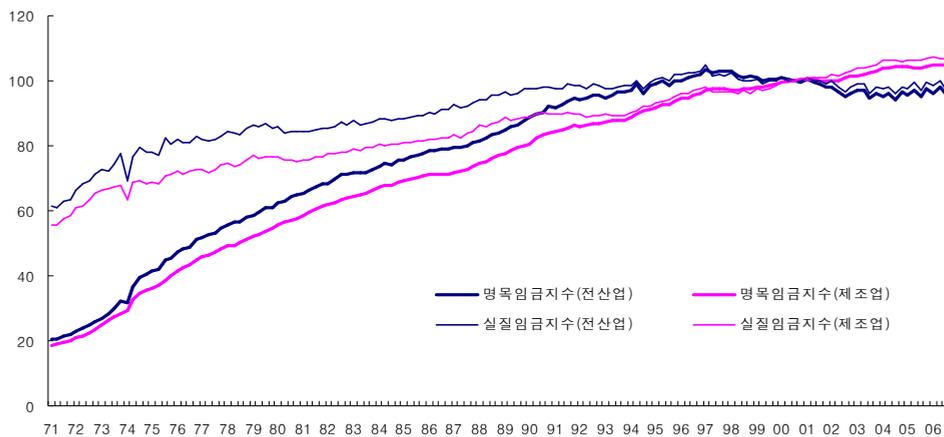
자료 : 내각부, 일본은행

### 3) 임금의 하락

노동의 代價인 임금도 장기침체와 디플레이션을 겪으면서 10년 전의 수준까지 하락하였다. 2000년을 100으로 놓은 전 산업 임금지수는 2005년 97.10으로 10년 전인 1995년 96.55 이후 가장 낮은 값이었으며 이를 소비자물가지수로 나눈 2005년 실질임금도 10년 전인 1995년 이래 가장 낮은 수준이었다. 실질 임금과 명목 임금 모두 금융위기와 더불어 심각한 경기침체가 찾아왔던 1997년부터는 아예 기존의 증가추세를 멈춘 채 하락하거나 옆으로 횡보하는 모습을 보였다(〈그림 49〉). 반면, 제조업 임금지수는 장기침체와 디플레이션에도 불구하고 꾸준히 상승하고 있는데, 이러한 전 산업 임금과 제조업 임금 추이의 차이는 비제조업 부문의 임금수준이 전 산업 전체의 평균 임금보다 더 빠르게 하락하여 왔음을 시사하고 있다.

실제로 2000년과 비교한 산업 부문별 임금수준을 보면, 2005년 현재 제조업 임금(103.8)이 가장 많이 상승하였고 전체 임금지수는 96.3을 기록하여 하락세를 나타냈는데, 이 가운데 운수업(93.6), 도소매업(94.1), 의료 및 보건·복지업(92.7), 교육업(94.3), 복합 서비스(88.4) 및 기타서비스업(92.1) 등 대부분의 서비스업의 임금지수는 전체 임금지수의 수준을 밑돌았던 것으로 나타났다(〈표 18〉).

〈그림 49〉 일본의 전 산업 및 제조업 임금 추이



자료 : 일본 통계국

서비스업 가운데 금융·보험업(101.5)과 부동산업(100.8), 정보·통신업(97.7), 외식·숙박업(96.9)을 제외한 나머지 모든 서비스업들의 임금수준이 전 산업 평균보다 빠르게 하락하였다. 이처럼 디플레이션 기간 중 생산성이 높은 부문의 임금이 상승하는 한편, 생산성이 낮은 부문의 임금이 빠르게 하락하였던 것은 이 기간 중의 임금 조정이 합리적인 방향으로 진행되었음을 의미한다고 할 수 있다.

앞서, 생산성이 낮고 비용이 높은 전통적 서비스 부문과 생산성이 높은 수출제조업이 일본경제의 이중구조를 형성하고 있고 이 두 부문의 생산성 격차가 좁혀지지 못하여 일본경제의 경쟁력을 구조적으로 저하시키고 있다는 견해를 소개한 바 있다. 그런데 장기침체와 디플

〈표 18〉 일본의 산업별 임금지수 추이

(기준 : 2000=100)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Total</b>	<b>101.7</b>	<b>100.3</b>	<b>100.0</b>	<b>99.1</b>	<b>96.2</b>	<b>96.1</b>	<b>95.3</b>	<b>96.3</b>
Construction	104.2	101.8	100.0	98.4	95.8	95.5	97.4	98.5
Manufacturing	99.0	98.0	100.0	100.0	98.8	101.2	103.0	103.8
Electricity, gas, heat supply & water	100.7	101.4	100.0	100.2	100.6	101.0	101.1	101.7
Information and communications	-	-	100.0	101.0	98.6	97.6	97.4	97.7
Transport	-	-	100.0	98.2	95.7	93.0	92.6	93.6
Wholesale & retail trade	-	-	100.0	97.8	93.4	93.7	90.5	94.1
Financing & insurance	-	-	100.0	99.9	98.0	98.0	99.8	101.5
Real estate	-	-	100.0	99.4	98.7	101.5	100.6	100.8
Eating and drinking places, accommodations	-	-	100.0	96.6	91.8	91.7	94.9	96.9
Medical, health care and welfare	-	-	100.0	99.4	96.1	94.5	92.2	92.7
Education, learning support	-	-	100.0	102.1	98.7	97.1	93.7	94.3
Compound services	-	-	100.0	102.4	96.5	94.5	88.9	88.4
Services (not elsewhere classified)	-	-	100.0	97.8	94.0	93.9	91.6	92.1

자료 : 일본 후생노동성

레이션을 거치면서 서비스 부문의 임금이 하락하고 있는 것은 이러한 일본경제의 이중구조가 점차 완화되고 있을 가능성을 시사하고 있다. 과거 서비스 부문은 제조업에 비해 생산성이 낮았음에도 불구하고 임금은 제조업과 별다른 차이 없이 상승하였던 부문이었다.

〈그림 48〉에서 보는 바와 같이, 1997년 이전에는 제조업과 전 산업 임금지수가 거의 평행선을 그리고 있는 것처럼 동일하게 움직였다. 〈표 19〉는 〈그림 46〉에서 제조업과 전 산업 명목임금 지수를 재구성하여 정리한 것인데, 이에 따르면 1977년 1/4분기에서 1987년 1/4분기까지의 10년 동안 전 산업 명목임금 상승률은 연 4.44%로 제조업의 4.62%와 연평균 0.18%p밖에 차이가 나지 않았었다. 그 다음 10년인, 1987년에서 1997년까지의 10년은 그 절반인 5년이 1992년부터의 장기침체 기간과 겹치고 있었음에도 불구하고 제조업과 전 산업 명목임금의 연평균 상승률이 연 0.38%p의 차이밖에 나지 않았다. 장기침체에도 불구하고 노동시장에 별다른 시그널 기능이 발휘되지 못했던 때문이라고 생각된다.

그러나 실업률이 급등하기 시작하던 1997년부터는 제조업과 전 산업의 명목임금 상승률 차이가 연평균 1.69%p로 급증하고 있다. 즉, 실업률이 비교적 높은 어떤 수준까지 상승하고 서야 비로소 노동시장에서 비효율적인 부문의 임금을 내리고 효율적인 부문의 임금은 유지해주는 가격의 시그널 기능을 하기 시작한 것으로 보인다. 〈그림 33〉에서 보았듯이, 2003년 이후 서비스 가격지수 상승률이 상품가격지수 상승률에 비해 낮아진 것도 이와 밀접한 관련이 있을 것으로 판단된다.

일본경제에는 대략 10~15% 정도의 인력만이 매우 효율적인 수출 제조업에 종사하고 있고 나머지는 비효율적인 부문, 특히 건설, 금융, 보험, 부동산, 소매업 등과 같은 서비스업에 종사하고 있었다고 알려져 있다. 그런데 제조업과 서비스업의 생산성 격차에도 불구하고 〈표 19〉에서 보듯이 임금 상승률에 있어서는 거의 차이가 나지 않았었다.

〈표 19〉 일본 명목임금의 기간별 연평균 상승률

	1977Q1⇒1987Q1	1987Q1⇒1997Q1	1997Q1⇒2006Q1
제조업 (A)	4.62%	3.04%	0.87%
전 산업(B)	4.44%	2.66%	-0.82%
A-B	0.18%p	0.38%p	1.69%p

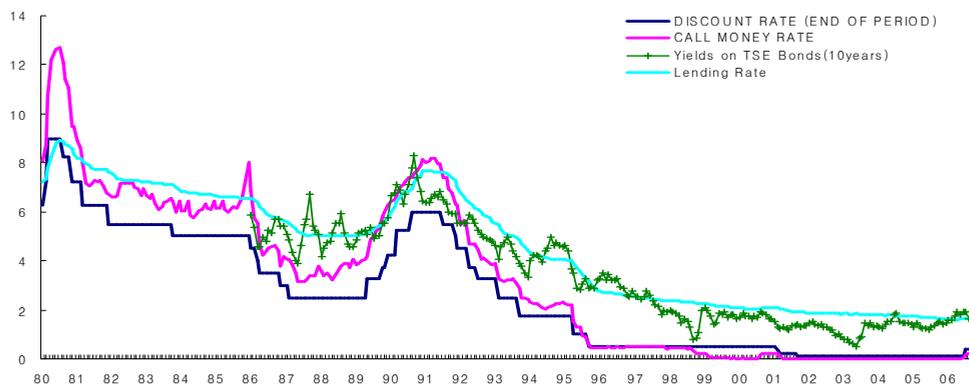
서비스 부문은 낮은 생산성에도 불구하고 임금은 계속 올라 인적자원의 배분이 비효율적으로 이루어졌으며 또한 서비스가격이 상대적으로 지나치게 높아져 제조업의 경쟁력마저 잠식하는 구조였다. 그런데 1990년대 말에 이르러 실업률이 기록적인 수준까지 높아지고 나서부터는 그러한 비효율적이고 경직적이던 임금결정 과정이 조금씩이나마 약화되기 시작했다. 그리고 2000년대 들어 지난 몇 년 동안 비효율적인 부문의 임금이 하락하고 효율적인 부문의 임금은 증가함에 따라 산업간 인력의 배분도 좀더 효율적으로 이루어질 수 있는 구조가 형성되었다고 판단된다.

#### 4) 금리의 하락

자본의 대가인 금리는 1995년 이후 가능한 한 낮은 수준까지 금리를 하락시키는 정책을 펴온 결과, 장단기 금리 모두 극히 낮은 수준을 유지하고 있다(〈그림 50〉). 외환위기 이전의 우리나라와 달리 장기침체 이전의 일본경제가 만성적인 고금리에 시달려왔다고 판단한 근거는 별로 없다고 생각된다. 즉, 버블 붕괴 이전의 금리수준이 고비용구조의 한 요소였고 그것이 버블 붕괴 이후 해소되었다고 이해하는 것은 정확한 평가가 아닐 수도 있다. 그러나 어쨌든 경제의 가장 기본적 가격체계 중 하나인 자본의 대가가 버블 붕괴 이후 크게 하락한 것만은 사실이며 어떤 측면에서는 지나치게 낮은 수준까지 내려갔다고 볼 수도 있다.

〈그림 50〉 일본의 주요 장단기 금리 월별 추이

(단위 : %)



자료 : 일본은행, Data Stream, IMF

특히 1999년 2월부터는 “제로금리 정책”이라는 이름으로 0.25%였던 콜금리를 0.15%로 그리고 0.002%까지 인하하였다.<sup>103)</sup> 그리고 두 달 뒤인 1999년 4월에는 “디플레이션의 우려가 사라질 때까지” 제로금리를 유지하겠다는 의도를 명시적으로 언급하여 인플레이션 기대심리를 불러일으켜 보려 하였다. 디플레이션 탈출 정책들이 효과를 보려면 금리를 제로수준으로 무작정 유지하고만 있어서는 안 되며 인플레이션에 대한 기대, 즉 물가수준이 올라갈 것이라는 기대를 형성시키는 것이 필요하다고 판단했기 때문이었다.<sup>104)</sup>

2000년에는 성장률이 3%로 올라가는 반짝 경기가 나타나기도 했었는데, 2000년 1/4분기와 2/4분기에는 실질 성장률이 연률로 10% 및 4%를 기록하였다. 그러자 일본은행은 경제가 이만큼 움직이기 시작했을 때 콜금리가 제로라는 것은 적절치 않다는 판단으로 제로금리의 해제를 결정하였고 2000년 8월에는 콜금리를 0.25%로 인상하였다.<sup>105)</sup> 제로금리의 해제는 금융긴축으로의 전환의 의미보다는 경기회복에 대응하는 微調整으로서의 의미를 갖고 있었다. 그러나 불행히도 금리를 인상한 직후이던 2000년 하반기부터 전세계적인 IT 버블 붕괴가 일어났고 이와 더불어 일본경기도 그 시점부터 다시 나빠지기 시작하였다. 그러자 제로금리 해제 7개월 뒤인 2001년 3월에 금리정책은 다시 제로금리로 복귀하였다. 이와 함께 일본은행은 2001년 12월 일은당좌예금, 즉 금융기관이 결제 등을 위해 일본은행에 가지고 있는 예금의 잔액을 5~6조 엔에서 15조 엔으로 늘이는 양적완화(quantitative ease) 정책을 실시하였고, 이와 함께 양적완화 정책은 core CPI가 0% 이상 올라갈 때까지 계속할 것이라는 공표를 하였다.

양적완화 정책은 일본 통화정책의 목표가 은행간 콜금리에서부터 일본은행의 경상계정수지(current account balance)로 변경되었음을 의미하였다(DBJ 2002). 이 정책의 구체적인

103) 1998년 일본장기신용은행(長銀), 일본채권은행(日債銀) 문제의 해소를 위해 정부가 60조엔의 공적자금을 투입하였는데, 이런 상황에서 日銀이 무엇을 할 수 있을까를 생각하다가 금리를 제로수준까지 인하하기로 대담한 결단을 내린 것이라고 한다. 흥미로운 점은 제로금리 정책의 근거에는 “더 이상 재정정책만으로는 무리니까 금융정책으로 수요를 밑받침해 달라”고 말하는 財政再建論者の 위기감이 있었다고 알려져 있다.

104) 그러나 Svensson(2005)는 목표가격수준(price-level target)을 정하고 이것이 달성될 때까지 제로금리를 지속하겠다는 약속을 하는 것이 가장 바람직하다고 주장하고 있다. 그는 인플레이션이 플러스가 될 때까지 제로금리를 지속하는 정책은 인플레이션이 플러스가 되기 전까지의 모든 디플레이션을 용인하는 것이므로 인플레이션에 대한 기대를 이끌어내는 데에 효과적이지 못하다는 지적을 하였다.

105) 그러나 제로금리 정책은 그 실시부터가 어리석었고 해제 또한 졸책이었다는 비판과 공격을 받기도 했다. 즉, 일본은행은 죽은 것과 다름없는 은행들에게 이자율 0%로 대출을 지속하고 있으며 제로금리는 좀비기업을 살려줄 뿐 아니라 그런 기업들이 계속 살아남으면서 생존을 위해 가격을 최대한 인하할 것이므로 오히려 디플레이션 압력을 높인다는 것이다.

실행수단은 장단기 국채를 매입하는 것이었으며 부동산과 모기지 등을 담보로 한 ABS, ABCP(asset backed commercial papers)등도 단기 운용에 편입되는 것이 허용되기도 하였다. 그 결과, 양적완화를 시작한지 불과 몇 달 되지 않던 2002년 3월, 일본은행의 경상흑자(current account surplus)는 20조 엔을 상회하여 전년동기대비 30% 만큼 증가하였다. 양적완화 정책은 경기가 장기침체에서 벗어나 소비자물가가 상승하기 시작한 2006년 들어 해제되었으며 2006년 8월에는 드디어 제로금리 시대를 마감하고 콜금리를 0.25%로 인상하기에 이르렀다.

2006년 말 현재 소비자물가지수는 플러스로 돌아섰지만 GDP 디플레이터는 아직도 감소를 계속하고 있어 물가지수들이 인플레이션에 대해 서로 다른 신호를 주고 있는 다소 혼란스러운 상황이 지속되고 있다. 그러나 향후 일본경제가 미약한 회복이 아니라 더 강한 회복세를 나타내고, GDP 디플레이터도 플러스로 돌아서며, 더 이상의 디플레이션이 일어나지 않을 것이라는 확신이 설 경우 일본의 정책금리는 추가로 인상되어 갈 것이다.

그렇지만 필자의 판단으로는 향후 일본의 금리 인상에는 상당한 제약이 불가피하다고 보여진다. 앞서 살펴보았듯이 현재 일본의 국가채무는 너무 많아진 상태이기 때문이다. 일본경제가 성장을 지속하여 세수가 늘어난다고 해도 앞으로 상당기간 동안 지출을 충당하기에는 크게 부족할 것이라는 점은 쉽게 예상할 수 있다.

2005년 현재 GDP의 170%에 달하던 국가부채 잔액은 稅收로써 이자비용 전액을 충당할 수 있을 때까지, 즉 기초재정수지에 적자가 더 이상 발생하지 않을 때까지 늘어날 수밖에 없다. 그러므로 앞으로 상당기간 동안 국가부채 잔액은 계속 늘어날 것으로 보이며 국가부채의 GDP 비율도 정체되거나 하락할 조짐이 아직 전혀 보이지 않고 있다. 비현실적이긴 하지만, 분석의 편의를 위해, 일본의 일반정부 부채의 GDP 비율이 170%에서 고정되었다고 가정해 보면 일본의 국채금리가 1%p 상승할 경우 매년 경상 GDP의 1.7%에 해당하는 새로운 이자지급 부담이 생긴다. 이는 2005년 현재의 기준으로 볼 때 8조 5천억 엔에 해당하는 금액으로서 2005년 중앙정부 지출 82조 2천억 엔의 10.4%, 중앙정부 조세수입 44조 엔의 19.4%에 해당하는 엄청난 부담이 된다. 예를 들어, 일본은행이 금리를 0.25%p 올릴 때마다 재정수지에는 전체 조세수입의 5%에 해당하는만큼의 지출 부담이 이자비용 명목으로 추가되는 것이다.

보통의 중앙은행이라면 물가안정을 위해 필요할 경우 정책금리를 1%p 정도 올리는 것에 대해 아무런 제약을 받을 이유가 없을 것이다. 그러나 일본은행의 경우 0.25%p씩 금리를 4차례 올린다면 전체 세수의 1/5에 해당하는 세수증대가 있어야 재정수지 악화를 막을 수 있다는 의미가 된다. 2004년 현재 법인세 세수가 일본 전체 조세수입의 23.8%에 달하고 있으므로

지금보다 금리가 1%p 인상되어 국채금리가 그만큼 증가한다면 금리인상에도 불구하고 재정수지를 균형으로 맞추려면 법인세같은 세목이 하나 더 있어야 한다고 생각할 수 있다.

그러므로 일본의 경기가 본격적으로 회복되고 세원이 확대되어 세수여건이 뚜렷하게 개선되지 못하는 한 일본의 금리인상은 현재의 재정여건상 여간 부담스러운 일이 아닐 수 없을 것이다. 경제회복이 뚜렷해지는 한편, 상당 수준의 인플레이션이 병행되어 세수가 늘어남과 동시에 실질 채무부담이 줄어들거나, 세원확대를 통해 세수를 확보하는 미시적인 조세구조의 대대적 변화가 따르지 않는 한 국가채무는 계속 늘어날 것이며 재정은 더욱 더 악화될 것이다. 그리고 국가채무가 계속 늘어나 이자상환을 위해 더 많은 국채를 발행해야 하는 악순환이 더욱 심화된다면 어느 시점부터는 국가신용등급의 하락 및 국내외 금융시장에 대한 충격 등 각종의 불리한 상황이 촉발되기 시작할 가능성을 완전히 배제할 수는 없을 것이다.

결국, 장기침체와 디플레이션을 거치면서 일본의 재정은 너무나 악화되었고 그 바람에 이제 금리정책은 더 이상 불가안정이나 고용증가와 같은 중앙은행 본연의 또는 거시경제정책 수단으로서의 의미를 넘어, 재정수지에 엄청난 제약을 직접적으로 줄 수밖에 없는 상황까지 온 것이다.

## 5) 엔화 약세의 지속

장기침체의 기간 동안 일본의 외환당국은 환율안정, 즉 급격한 엔화의 평가절상을 방지하기 위해 상당한 노력을 하였던 것으로 보인다. IMF(2005)에 의하면, 일본은 정책수단으로서 외환시장 개입을 미국과 유럽에 비해 적극적으로 사용하여 왔다고 한다. 1991년 이후 일본은행은 재무성을 대신하여 340일에 걸쳐 시장개입을 했고 대부분의 개입은 엔화절상을 막기 위한 것이었다. 반면, 미국의 연준은 같은 기간 동안 22일, EU 중앙은행은 1998년 설립 이래 4일에 걸쳐 개입을 했을 뿐이다.

일본 외환당국은 제3차 엔高가 진행되던 1991년에서 1995년 중반까지는 개입을 자주 하지는 않았지만 개입의 규모는 컸었으며, 2003년에서 2004년 3월까지 개입은 頻度도 굉장히 자주 있었고 개입 규모도 매우 컸었다. 이 기간 동안 매입한 외환의 규모는 1800억 달러였으며 절정에 달했을 때는 하루 동안 150억 달러에 달할 때도 있었다고 한다. 그러나 경기회복이 확인가능해진 시점이던 2004년 3월 이후에는 개입이 일어나지 않았다. 이러한 일본 외환당국의 환율방어 추이는 일본의 외환보유고의 추이(〈그림 42〉)에도 반영되어 있다

그러나 외환시장의 개입은 환율에 대해 절대적 영향을 가지고 있다기보다는 그저 약간의

영향만을 가지고 있었다고 분석되고 있다. 이를테면, Ito는 환율을 달러당 1엔, 약 1%만큼 움직이기 위해 2,500억 달러가 든다는 분석을 내놓은 바 있다(IMF 2005). 이는 일본 정부가 그동안 늘여온 외환보유고 증가분만으로는 엔화약세를 장기적으로 유지하기에 역부족이었을 것임을 의미한다. 외환당국의 시장 개입은 절대적인 상황변화를 이끌어 낼 수 있었다기보다는 정부가 경기회복을 추구한다는 정책 시그널 정도의 역할을 한 것이라는 주장인 것이다.

장기침체 동안 엔화의 약세가 필요하다는 의견은 일본 국내뿐 아니라 국제연구기관을 통해서 제기되곤 하였다. 즉 디플레이션의 해결을 위해서라도 재무성이 외환시장 개입을 하되 불태화<sup>106)</sup>한다면 개입규모만큼 본원통화량이 늘어날 수 있을 것이며 따라서 양적완화정책 및 디플레이션 정책에도 도움이 될 것이라는 견해였다.

특히 일본의 엔화는 2005년 1/4분기 달러당 평균 104.55엔을 기록한 뒤 그해 4/4분기에는 달러당 평균 117.28엔으로 1년만에 12% 정도 절하되었다(〈그림 3〉). 2005년에는 일본경제가 바야흐로 장기침체에서 벗어나고 있음이 국내외적으로 확인되던 와중이었으며 그러한 시기에 엔화가 강세가 되는 것이 자연스러웠을 텐데 그와는 반대로 비교적 빠르게 절하를 한 것이다. 그리고 〈그림 42〉를 보면, 엔화가 상승하기 시작하는 2005년 초부터 일본의 외환보유고는 가파른 증가를 멈추고 횡보하는 모습을 보이게 된다. 이는 엔화가 상승하고 있는 만큼 환율 절상을 막기 위한 외환시장의 개입이 더 이상 필요하지 않게 되었기 때문이라고 생각된다.

이 시기의 엔화환율이 외환당국의 시장개입 없이 비교적 빠른 절하를 계속할 수 있었던 것은 거시경제적인 요인으로는 설명이 되기 어려운 현상이었다. 일본경제가 경상수지 흑자를 꾸준히 내고 있고, 10년간의 침체에서 벗어나 미약하나마 회복을 하고 있던 긍정적인 상황에서 환율이 절하한 것은 이해하기 쉽지 않았었다. 이에 대한 이유로서 여러 가지가 거론되었는데, 미·일의 금리차를 노린 소위 엔-캐리 트레이드가 원인이라는 분석에 대체적인 합의가 모아졌다. 즉, 2000년 말의 전세계적 IT 버블 붕괴에 대응하기 위해 빠르게 인하되던 미국 금리가 2004년 하반기부터는 다시 빠르게, 한 차례도 거르지 않고 꾸준히 인상되었는데, 2004년 말에 이르면 미국의 정책금리가 EU의 그것을 추월하기 시작하였다(〈그림 51〉). 대략 이 시점부터 달러표시 자산에 대한 수요가 늘어나기 시작하였는데, 低利의 엔화자금을 사용하여 高利의 미국국채를 매입함으로써 美日間の 금리격차를 이용하려는 자금의

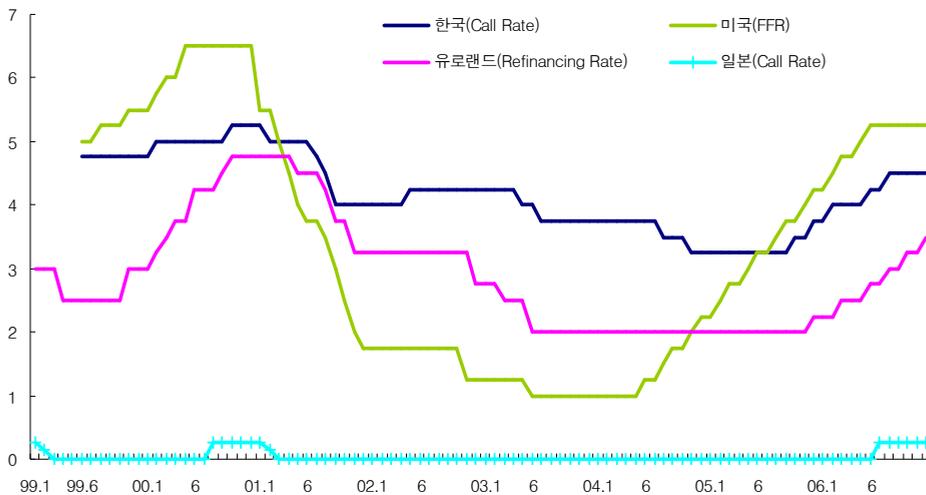
106) 일본의 재무성은 환율안정 달성을 위한 외환시장 개입의 법적인 권한을 가지고 있으며 일본은행은 재무성의 개입을 대행해 주는 역할을 하고 재무성은 개입의 규모와 방법을 결정한다고 한다. 그런데 외환매입을 위해 일본은행은 재무성이 발행하는 엔화자산을 판매하여 자금을 조달한다. 그러므로 환율개입은 기본적으로 태화된다. 것이다.

운용이 두드러지게 나타났다는 것이다. 이로써 외환시장에는 엔화에 대한 공급이 크게 늘어나는 동시에 달러화에 대한 수요가 그만큼 늘어나 엔화는 상승압력을 받았고 전세계적 불균형(global imbalance) 때문에 폭락할지도 모른다면 달러화 가치는 예상 밖으로 강세를 유지할 수 있었다.

또한, 대략 2005년부터는 일본의 일반 소비자들도 해외자산에 대한 선호가 상당히 높아져 외화자산을 상당량 구입하였던 것으로 알려져 있다. 즉 그동안 엔화환율이 급변동하던 기억 때문에 일본 소비자들은 자산을 국내에서만 운용하려는 경향(home-bias)이 강한 편이었다. 그러나 금융위기 이후 일본정부가 일반 소비자들의 해외자산 운용을 보다 자유롭게 하기 위한 제도개선에 노력하였을 뿐 아니라 Goldman Sachs, Merrill Lynch, Fidelity 등 미국 투자회사들이 일본 파트너들과 함께 소비자들에게 접근<sup>107)</sup>하여 그들의 투자자금을 운용할 수

<그림 51> 한국 · 미국 · 일본 · EU의 정책금리 추이

(단위 : %)



자료 : 국제금융센터

107) 예를 들어, Merrill Lynch는 자신이 매입한 야마이치 증권的小賣網을 이용하여 일본소비자들에게 미국식 투자서비스를 제공하고 있으며 Putnam은 일본 회사들과 동업하였고, Salomon Smith Barney는 Nikko 증권과 도매 banking venture를 구성하였는가 하면 Fidelity는 Bank of Tokyo-Mitsubishi, Nomura-Sumitomo 등과 제휴를 맺어 일본 소비자들의 금융투자 활성화에 일조하고 있다고 한다(Helweg 2001).

있게 되는 등 금융시장의 제도적 측면에서도 중요한 변화가 있었다.

결국, 원인이 무엇이었던 간에, 과거 일본경제의 회복기마다 커다란 도전으로 다가오곤 하던 엔高는 이번 경기회복기에는 찾아오지 않았던 것이다. Müller-Plantenberg(2003)에 따르면, 과거 30년간 일본의 경상수지는 다섯 차례의 커다란 swing이 있었는데, 수출이 증가하거나 둔화되면 시차를 두고 환율은 하락하거나 상승하였던 규칙성을 보였다. 결국 강한 생산성 향상을 경험한 국가의 실질환율은 절상된다는 Balassa-Samuelson 효과에 가장 적합한 사례가 바로 일본이었다는 것이다. 그러나 2004년 이후 일본의 환율은 수출증가와 경기 회복 및 생산성 향상에도 불구하고 하락하지 않았고 오히려 상승한 것이다. 이러한 엔화 약세는 거시경제의 회복에도 필요불가결한 기여를 한 것이다.

이상에서 살펴 본 바와 같이, 일본경제가 장기침체에서 벗어나 회복을 시작한 원인들로서 여러 가지를 들 수 있겠지만 표면적으로 잘 나타나지 않는, 그러나 어찌 보면 가장 근원적인 원인은 아마도 가격하락에 따른 고비용구조의 해체에서 찾아야 하지 않을까 생각한다. 부동산 가격 및 재화와 서비스의 가격, 노동의 가격 등이 버블 발생 이전 수준으로 하락하였고 자본의 가격인 금리는 최저 수준까지 내려와 있으며 통화가치를 나타내는 엔화환율도 이상할 정도의 약세를 유지하는 등 한 경제의 가장 핵심적 가격들이 장기침체와 디플레이션을 거치면서 크게 하락하였다. 부동산 버블 붕괴와 디플레이션이 그 자체로서는 고통스러운 조정과정이었지만 그러한 조정과정이 마무리되고 난 뒤에야 비로소 경제회생의 여건이 조성될 수 있었던 것이다. 일정한 비용을 치루지 않고서는 발전의 기회가 저절로 찾아오지는 않는다는 평범한 교훈을 다시 한 번 확인할 수 있었던 좋은 사례였다고 생각된다.

고비용구조가 일본 장기침체의 원인이었고 또한 그 청산이 경기회생의 원인이었다는 점을 실증적으로 밝히기는 쉽지 않을 것이다. 그러나 만약 현재의 일본의 가격체계가 버블 붕괴 직전의 수준이었다면 과연 지금처럼 일본경제가 회생할 수 있었을지를 상상해 본다면 고비용구조의 청산이 경기회생의 가장 근원적인 배경이었음을 어렵지 않게 추측해 볼 수 있다.

## 5. 일본경제의 향후 과제 : 재정건전화

얼마 전까지만 해도 일본경제의 발목을 잡는 장애요인으로 지목되던 여러 가지 구조적인 문제들도 경기회복과 함께 水面 아래로 하나 둘 사라졌거나 사라지고 있다. 경기회복을 위해 유지되던 팽창적인 거시경제 정책기조는 물론, 정책적인 제도개선 노력에 순환적 경기 호조세가 가세하면서 순조로운 구조적인 조정을 가능하게 하였다. 과잉 생산능력과 과잉고용을 떨쳐버렸고 부채 감소는 진행되고 있으며 고용사정은 더욱 역동적으로 변했고 은행의 대차대조표도 괄목할 만큼 개선되었다. 또한 이 과정에서 일본경제는 적지 않은 자신감을 회복할 수 있었다.

일본이 장기침체를 겪었다고 해서 향후로도 침체를 지속해야 할 이유는 없다는 것이다. 이를테면, 1990년대 후반 세계적으로 정보통신 관련 산업이 크게 호황을 누렸음에도 불구하고 일본경제가 고전을 면치 못했던 것도 모종의 근본적 문제 때문이라기보다는 과거의 전통적인 이노베이션 방식이 시대적 흐름과 맞지 않았기 때문일 뿐이라는 것이다(The Economist 2005). 즉, 일단 만들고 난 뒤 꾸준히 비용을 줄이고 품질을 개선해 나가는 일본의 전통적인 이노베이션 방식이 1990년대 세계경제를 압도하던 IT분야와 맞지 않았지만 그럼에도 불구하고 일본기업들은 여러 형태의 이노베이션에 있어서 여전히 세계적 선두자리를 차지하고 있었을 뿐 아니라 IT시대 이후 새로이 각광을 받을 것으로 예상되는 로봇틱스, 환경기술, 우주항공 및 나노기술 등의 분야에 적극적인 투자를 하고 있어 향후의 전망이 어둡지 않다는 것이다. 이들 새로운 분야의 시장규모는 아직은 작은 편이지만 일본기업들은 이들 분야에 대한 수요가 향후 몇 십년 동안 빠르게 늘어날 것이며 관련 응용분야도 광범위하다고 판단하고 있다. 그리고 무엇보다 이들 산업들은 끊임없이 품질을 개선하고 제조비용을 줄여나가는 일본경제의 전통적인 경쟁방식이 IT나 인터넷 기술보다는 일본경제에 더 적합할 것으로 평가되고 있어 이러한 새로운 산업이 향후에 실제로 각광을 받게 될 경우 일본경제는 1990년대와 달리 상당히 유리한 위치를 점할 가능성이 높다고 전망되고 있다.

그러나 이러한 희망적인 전망이 실현되기까지 아직 일본경제는 해결하기 쉽지 않은 과제를 안고 있다. 이 가운데 노령화 문제가 가장 중요한 과제 중 하나임은 두 말할 필요도 없다. 일본경제가 노령화라는 난제를 어떻게 풀어나가느냐, 경제적 측면에서는 물론 사회적인 문제를 포함하여 어떻게 노령화에 대한 대책을 세우고 실행해 나가느냐 하는 것은 일본 못지않게 급속한 노령화를 겪고 있는 우리경제를 위해서도 매우 중요한 시사점을 주게 될 것이다.

### 1) 매우 비관적인 재정여건

노령화가 진전되는 것이야말로 정책적 노력으로 짧은 시간 내에 막아내기가 대단히 힘들다고 할 수 있다. 따라서 인구 노령화보다 좀더 흥미롭게 지켜볼 만한 부분은 일본경제가 날로 악화되어 가고 있는 재정적자를 어떻게 해결해 나갈 것인가 하는 문제이다. 앞서 지적한 바와 같이, 일본의 조세수입 규모는 1990년 이래 전혀 증가를 하지 못하고 있다(〈그림 18〉). 일본의 조세수입규모가 안정적으로 증가하려면 거시경제 회복이 매우 뚜렷해짐은 물론 어느 정도의 인플레이션이 정착될 뿐 아니라 税源도 상당부분 확대되어야 할 것으로 보인다. Kuttner and Posen(2001b)은 장기침체에 따른 성장둔화가 일본 재정 악화의 가장 큰 원인이라고 평가하였지만 성장이 재개되면 과연 아무 문제없이 재정이 자연스럽게 건전화될 것인지는 두고 보아야 할 일이라고 판단된다.

안정적 경제성장과 완만한 인플레이션이 정착되는 가운데 세원을 확대해 나가는 것은 한 두 해만으로는 충분치 않을 것이며 상당한 시일을 요하는 과정으로 보아야 할 것이다. 이러

〈표 20〉 국가별 GDP 대비 공공부채 비율 순위

순 위	국 가	Public debt (% of GDP)	순 위	국 가	Public debt (% of GDP)
1	Lebanon	209	11	Sri Lanka	89.6
2	Japan	176.2	12	Israel	89
3	Seychelles	166.1	13	Moldova	84.5
4	Jamaica	133.3	14	Nicaragua	82.7
5	Zimbabwe	108.4	15	Bhutan	81.4
6	Italy	107.8	16	Ethiopia	80.3
7	Greece	104.6	17	Jordan	72.2
8	Egypt	102.9	18	Morocco	70.9
9	Singapore	100.6	19	Uruguay	70.6
10	Belgium	90.3	20	Cote d'Ivoire	69.4

주 : 15위 부탄은 2004년 기준, 17위 요르단은 2006년 12월30일 기준 추정치, 나머지는 2006년 추정치임.  
 자료 : [www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2186rank.html](http://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2186rank.html)

는 가운데, 조세수입이 1990년 이전의 증가추세를 다시 회복하기 전까지, 국가부채는 계속 늘어나게 될 것이다. 이미 일본의 GDP 대비 공공부채의 비중은 2006년 현재 176%에 달하여 전세계 국가 중 레마는 다음으로 두 번째로 높은 순위를 차지하고 있다(〈표 20〉). 그리고 앞으로도 일본의 국가부채의 증가세를 진정시키기는 쉽지 않아 보인다.

이 정도의 재정여건이라면 보통의 국가에서는 이미 오래 전에 커다란 경제적 충격을 겪었을 것이다. 채권금리가 급등하거나 또는 국가신인도가 급락하면서 환율이 급등하여 거시경제에 커다란 충격을 주고도 남았을 것이다. 그러나 과거 장기 침체기 동안 일본정부가 개혁을 미루면서 경기가 회복되기를 기다렸던 이유가 바로 안정적인 경상수지 흑자 내지는 이를 가능케 했던 일본기업의 우수한 기술력에 있었듯이, 재정이 이처럼 엉망이 되어서도 일본경제가 망하지 않고 버틸 수 있는 원인 역시 안정적인 경상수지 흑자 내지 일본기업의 탄탄한 기술력에서 찾아야 할 것이다.

## 2) 일본정부의 달라진 재정정책 우선순위

얼마 전까지만 해도 일본의 입장에서는 우선 장기침체에서 탈피하는 것이 가장 중요한 문제였으며, 디플레이션이 사라지지 않고는 경제가 침체에서부터 완전하게 벗어나기는 불가능하다고 보았으므로 디플레이션 탈피에 정책 최우선순위가 두어졌다. 디플레이션이 진행되는 동안에는 가격하락으로 인하여 기업들은 수익을 내기 어려웠으므로 활발한 투자도 고용 증가도 기대하기 어려웠다. 한편, 디플레이션 하에서 소비자들은 상품과 서비스의 구매를 뒤로 미루면 미룰수록 유리하다고 생각하기 때문에 소비가 늘 억제 상태에 있기 마련이다. 그리고 소비가 제대로 늘어나지 못하는 상황에서 기업의 수익이 제대로 확보되기는 어려웠으며 내수, 나아가 경제 전체가 제대로 성장하기 어려웠고 실업이 해소되기도 어려웠다. 이러한 내수의 침체는 다시 디플레를 가속화시키는 악순환으로 이어졌었다. 그리고 디플레이션은 실질채무를 가중시키기 때문에 많은 부채를 안고 있던 금융기관은 물론 엄청난 국채를 누적시키고 있는 정부에게도 커다란 부담요인이 되었었다. 금융기관의 부담은 자금증개기능 회복에 부정적인 영향을 주기 때문에 디플레이션이 존재하는 한 금융이 활성화되지 못하여 경제의 활성화에 제대로 도움을 주지 못했다.

이러한 점들을 감안하여 디플레이션 해소를 위한 정책들이 설사 경제의 다른 분야에 심각한 문제를 초래하는 한이 있더라도 일단 디플레이션이 해소될 때까지 그 정책을 계속 유지한다는 입장을 취해 왔었다. 지나친 저금리가 좀비(Zombi) 기업의 연명을 가능하게 하긴 했

지만, 대출을 해주는 은행의 입장에서 볼 때는 예금자에게 0.3%의 이자만 주면 되기 때문에 부실기업이라 하더라도 망하기 전까지는 고객으로 가지고 있어도 아무 문제가 없었다는 것이다. 특별히 문제될 것도 없는데 왜 오랜 친구에게 등을 돌려야 하는가, 경제성장이 재개되어 저절로 문제를 풀어주기를 계속 희망하면 왜 안 되는가 하는 식이었다. 이처럼 부실기업들이 지나친 저금리 덕분에 생명을 유지하다 보니 기업부문 전반의 효율성은 떨어질 수밖에 없으며 그렇게 연명한 부실기업들이 自社の 생존을 위해 상품 및 서비스 가격을 필사적으로 인하함에 따라 디플레이션이 더욱 가속화되는 등의 부작용이 있었지만 일본은행은 제로금리를 변함없이 유지하였던 것이다.

또한 앞서 지적한 바와 같이 일본의 재정은 더 이상 지속불가능한 궤도에 이미 도달하여 재정 건전화로의 회귀가 절실하게 필요했음에도 불구하고 일본정부는 재정 건전화에 있어 뚜렷한 성과를 거두지 못하였다. 고이즈미 내각이 들어서기 以前에도 재정 건전화를 위한 시도가 없지는 않았으나 그 때마다 재정건전화 정책의 경기위축 효과를 이유로 번번이 연기되었으며 그 때마다 재정적자는 매우 큰 폭으로 확대되곤 하였었다.

고이즈미 내각도 취임과 동시에 “재정확대를 통한 경기회복은 더 이상 추구하지 않는다”는 매우 대담하게 들리는 정책전환을 선언했었지만 실제 재정수지를 보면 그러한 선언이 무색할 정도로 거의 개선되지 못하였다(〈그림 43〉). 새 내각이 정부지출을 억제한 것은 사실이었는데 이를테면, 2001년 중앙정부 총지출은 89조 3천억 엔이었지만 2001년에는 84조 8천억 엔으로 줄어들었고 2003년에는 82조 4천억 엔으로까지 줄어들었다. 그러나 2001년 전세계적 경기침체의 여파로 일본경제도 일시적인 침체를 겪었고 그에 따라 조세수입은 2000년의 50조 7천억 엔에서부터 2001년에는 47조 9천억 엔으로 내려갔으며 2003년에는 43조 3천억 엔으로까지 하락하였다.

2002년부터 일본경제는 완만한 회복세로 접어들었지만 중앙정부의 조세수입은 그러한 경기회복에도 불구하고 거의 늘어나지 않았다. 2004년 세수실적은 前年보다 7천억 엔이 늘어난 44조 엔이었으며, 2005년에도 전년과 동일한 44조 엔에 그쳤다. 반면, 2004년 중앙정부 총지출은 전년대비 4조 5천억엔이 늘어난 86조 9천억 엔에 달하였다가 2005년 들어 다시 82조 2천억 엔 수준으로 되돌아왔다(〈그림 18〉).

고이즈미 내각은 출범 이후 일본 중앙정부 총지출이 완만한 증가세에서 완만한 하락세로 바뀌도록 추세적인 변화를 이끌어 낸 것만큼은 사실이었다. 그러나 稅收도 제정지출의 감소에 못지않게 대폭 감소하였기 때문에 재정수지에 있어서는 별다른 개선을 이루어내지 못하였다. 이에 따라 GDP 대비 재정적자 비중은 2001년의 6.2%에서 2002년에는 7.4%로 대폭

늘어났으며 2003년에는 무려 7.7%에 달하기까지 하였다. 그 뒤 2004년과 2005년 재정적자 규모는 GDP 대비 각각 6.2% 및 6.1%의 수준으로 다소 완화<sup>108)</sup>되긴 하였지만 여전히 우려스러울 만큼 엄청난 규모였다.

국가부채는 중앙정부 재정적자보다 더 빠른 속도로 증가해 왔으며 2005년에는 GDP의 170%로서 1995년 87.1%에 비해 10년 만에 꼭 두 배로 늘어나 있다(<표 21>). 그리고 2004년 순 공공부채는 GDP의 80%에 달하는 것으로 발표되었는데, 이는 2000년의 60%에서 불과 4년 만에 20%p가 늘어난 것이었다.

2006년 들어 경기회복세가 뚜렷해지고 소비자물가지수도 플러스 증가로 돌아서는 등 디플레이션 문제가 적어도 부분적으로는 해결의 기미를 보이기 시작하자마자 재정적자문제가 중요한 현안으로 부각되기 시작하였다. 언론 보도(세계일보 2006)에 따르면, 2006년 들어서는 고이즈미 내각 스스로도 일본 재정의 위험성에 대해 경고하고 나섰으며 표현도 매우 강

<표 21> 일본의 GDP 대비 국가부채 및 재정수지 추이

	국가부채/GDP <sup>1)</sup>	△(국가부채/GDP) <sup>2)</sup>	중앙정부재정수지/GDP <sup>1)</sup>
1995	87.1	7.4	-6.6
1996	93.9	6.8	-6.8
1997	100.3	6.4	-5.6
1998	112.2	11.9	-6.9
1999	125.7	13.5	-8.3
2000	134.1	8.4	-8.0
2001	142.3	8.2	-6.2
2002	149.3	7.0	-7.7
2003	157.5	8.2	-7.4
2004	163.5	6.0	-6.2
2005	170.0	6.5	-6.1

주 : 1)은 %, 2)는 %p임.

108) 2004년의 재정수지가 2003년에 비해 다소 개선될 수 있었던 것의 약 절반은 수입이 예상보다 좋았다는 점에 의해 설명이 가능하고 나머지 절반은 추경을 통해 특정항목들의 지출을 삭감할 수 있었기 때문이었다(IMF 2005).

해졌다<sup>109)</sup>고 한다. 게다가 국가부채는 일본사회가 고령화될수록 더욱 증가할 수밖에 없을 것으로 예상되는데, Standard & Poors의 경우 ‘일본이 고령화에 대응한 제도적 장치를 마련하지 못한다면 부채비율은 2010년에는 GDP 대비 204%로 뛰어오르고 2020년쯤에는 287%에 달할 것(S&P)’이라는 경고를 하고 있다.<sup>110)</sup> 또한, 공식적인 국가부채뿐 아니라 재정투융자 등 예산에 포함되지 않아 공식 자료에 포함되지 않는 공공부채 성격의 채무<sup>111)</sup>를 모두 포함하면 사실상 일본의 공공부채는 1995년에 이미 GDP의 227%에 이르는 1100조 엔일 것으로 추정하는 전문가들도 있다.

앞에서도 지적한 바와 같이, 지출이 수입의 두 배에 육박하는 일본재정이 지금까지 버틸 수 있었던 이유는 약 1500조엔 규모의 민간금융자산이 국채 발행을 대부분 소화해 주고 있기 때문이다. 국채를 사주는 곳은 주로 정부계 금융기관과 민간 금융기관들<sup>112)</sup>로, 개인이 예금한 금융자산으로 일본 국채를 사는 것이다. 이들 기관투자자들이 국채를 매입하는 이유는 10년 만기 국채의 금리는 최고 연 1.7%로 매우 낮지만 단기정책금리가 제로 수준이어서 장·단기 금리 차이가 그리 작지 않아 나름대로의 수익이 보장되었기 때문이었다. 그러나 이제 단기금리가 제로 수준에서 벗어나 증가추세에 접어들었기 때문에 앞으로도 매년 30~37조 엔의 신규국채가 별 문제 없이 소화될지는 불투명해 보인다. 아마도 장기금리가 단기금리의 상승분만큼 상승할 수밖에 없을 것으로 보이는데, 그 경우 앞에서 이미 강조한 바와 같이 국채의 이자부담이 그만큼 커질 수밖에 없어 상당한 재정 부담으로 작용할 것이다.

일본의 GDP 대비 국채비율이 머지않아 200%에 육박할 가능성이 매우 높아 보이는 만큼,

- 
- 109) “채무 잔액이 GDP 대비 150%를 넘는 나라가 지탱하는 경우는 파산한 국가를 제외하면 그 유례가 없다. 과거 파산에 근접했다는 이탈리아도 150%까지 가지는 않았다(사다카즈(谷垣禎一) 재무상)”, “일본의 재정은 시든 얼굴을 화장으로 감추고 있는 것과 같다(다케나카 헤이조(竹中平藏) 총무상)” 등등 일본 정부 최고위층의 이와 같은 언급들은 재정전전화 조치를 위한 사전 분위기 조성이 필요하다고 판단했기 때문이 아니었을까 생각된다.
- 110) ‘미스터 엔’으로 유명한 사카키바라 에이스케는 재정파탄의 최종 시한을 2020년으로 보고 앞으로 특단의 대책을 세우지 않으면 일본 재정은 파산선고에 직면할 것이란 경고를 한 바 있었다고 한다.
- 111) 재정투융자 회계에는 아직 현실화되지 않았지만 잠재적인 부실로 남아있는 부분들이 있다는 것이다. 이를 테면, 융자금 중 불량채권이 있으며 또한 채무보증액도 회수가 불투명한 경우가 많은데, 정부가 92개 산하기관에 빌려준 돈 430조 엔 가운데 약 절반 가까이가 이미 부실화된 것으로 알려졌다.
- 112) 2005년 말 현재, 우편저금, 간이보험, 국민연금 등 정부계 금융기관이 전체 국채발행액의 41%, 중앙은행인 일본은행이 15%, 일반은행과 보험사 등이 국채의 34%를 갖고 있고, 나머지 10%는 개인 또는 외국계 투자펀드가 보유하고 있는 것으로 알려졌다.

어떤 이유로 실질금리가 일정수준을 넘어설 경우 이자상환을 위한 국채발행이 꼬리에 꼬리를 물면서 증가하는 악순환을 통해 통제 불가능한 상태에 이르기까지 상황을 악화시킬 가능성도 배제할 수 없다고 본다. 그리고 이 과정에서는 명목금리가 크게 상승할 수밖에 없기 때문에 일본의 재정수지 악화는 중기적인 경제성장에 매우 커다란 위협요인으로 인식할 필요가 있다.

문제는 금리를 경상 GDP 성장률의 상승을 따라가며 올린다 해도 그만큼 稅收가 따라서 늘어날 수 있을 것인가 하는 점일 것이다. 만약 일본의 세원이 매우 취약하여 경상 GDP가 상승해도 세수가 별로 늘어나지 못한다면 일본의 재정은 심각한 상황에 빠질 것이다. 그러므로 세원의 확대에 노력을 하는 한편, 가급적 국채규모를 줄여놓는 일이 필요하다. 결국은 디플레이션 탈출 이후 즉시로 일본에게 다가온 도전이 바로 재정건전화인 것이다.

### 3) 재정건전화를 위한 대책방향

현재 일본의 재정적자의 가장 중요한 원인은 엄청난 사회보장비 지출로서 2004년의 경우 조세 수입 44조 엔의 절반 가까운 20조 엔이 연금 지급 등으로 쓰였을 정도이다. 그러므로 재정건전화를 위해서는 사회보장비를 대폭 축소하는 세출삭감이 불가피하지만 이를 시행한다는 것은, 연금을 지불하는 세대와 혜택 받는 세대 사이에 초래될 갈등을 인하여, 언제 어디서나 정치적으로 매우 어려운 문제<sup>113)</sup>가 아닐 수 없다.

그러나, 만약 아무런 정책변화가 없다면 노령화로 인하여 공공 사회보장 지출은 향후 20년간 명목가격 기준으로 두 배로 늘어날 것으로 일본정부는 예상하고 있다고 한다(IMF 2005). 예를 들어, 일본 재정시스템위원회(Fiscal System Council)의 기준선(base-line) 전망 시뮬레이션에서도, 향후 아무런 정책변화가 없다면 정부의 사회보장 지출은 2005년의 27.5조원(GDP의 5.5%)에서 2015년에는 60조 엔(GDP의 8%)으로 늘어나는 것으로 전망된 바 있었다. 그러므로 소위 “부채의 악순환”이 발생할 가능성이 얼마든지 있으므로 이 분야의 지출압박을 억제할 수 있는, 단계적이지만 대담한 정책 수단이, 아주 어려운 정책적 선택이 필요하며 일본 정부도 이 점에 대해서는 충분한 인식을 갖고 있는 것으로 알려져 있다.

현재 일본 정부는 2010년대 초까지 (사회보장 제외) 기초재정수지의 균형을 달성하겠다는 계획을 가지고 있다. 2006년 고이즈미 정부는 재정개혁을 위해 많은 노력을 하였는데, 이를

113) 2006년 예산 심의에서 자민당이 연금 축소안을 관철시키자 원로단체가 들고 일어나는 등 후유증이 만만찮았다고 한다(세계일보 2006).

테면 일본 재무성은 430조 엔에 이르는 현 국유재산 중 절반을 향후 10년간 매각해 빚 갚는데 쓰겠다고 밝힌 바 있다. 빚으로 연명하는 부실한 지방자치단체에 대해서도 파산 선고 등으로 도태시키겠다는 경고도 하였다. 그리고 3조 엔의 세원을 지방정부에 넘겨주는 대신 지방교부 및 양여세에 대해서는 지방정부 스스로의 책임과 효율을 높이도록 유도하는 방향으로 전환하였다.

2005년 1월 내각부는, 2006~2012년간 실질 GDP는 평균 1.5% 정도, GDP 디플레이터 상승률은 평균 0.8~1.8%, 실질 이자율은 0.8~1.5% 정도로 가정할 때 사회보장을 제외한 중앙 및 지방정부 기초재정수지는 2012년에 GDP 0.1%의 흑자를 실현할 것이라는 전망을 내놓았다. 이렇게 될 때 공공부채의 GDP비율은 2007년경부터 약 147% 정도 수준에서 안정화<sup>114)</sup>되기 시작할 것이라고 한다.

이와 달리 IMF(2005)는 공공부채의 GDP 비율이 안정화되려면 사회보장을 제외한 기초재정수지가 GDP의 3% 가까운 흑자를 낼 수 있어야 한다고 추산하고 있다. 2004년에는 사회보장을 제외한 일반정부 기초재정수지가 4.2% 적자였지만 2013년에는 2.9% 흑자가 되어야 한다는 것으로서 약 10년의 기간 동안 GDP 대비 7.1%p에 해당하는 개선이 있어야 한다는 뜻이다. 매년 GDP의 0.75%p에 해당하는 개선이 필요하다는 것인데, 현재 일본의 국방비가 GDP의 1.3%에 달하고 있음을 감안하면 1년 9개월마다 국방비에 해당하는 지출항목을 하나씩 하나씩 없애 나가야 하는 규모이다. 이러한 실적을 달성하기란 어려운 과제가 아닐 수 없다.

IMF(2005)는 일본의 경우 세출의 단기적 상승효과가 1% 내외이거나 또는 그보다 작고, 장기적으로는 더 작다고 분석하고 있다. 구체적으로, 세출을 100엔 줄이면 GDP는 단기적으로 100엔에서 125엔만큼 줄어들며, 세금을 100엔 늘이면 GDP는 25엔에서 50엔이 줄어든다고 추정하고 있다. 그러나 재정정책의 장기 승수는 이보다 훨씬 작게 나온다. IMF의 경제모형인 Global Economic Model을 사용한 분석에 따르면, 재정정책의 장기승수는 거의 0에 가깝다고 한다. 그러므로 세출삭감이나 증세를 할 경우 단기적으로는 비록 경기가 위축될 가능성이 높지만 장기적으로는 별로 문제될 것이 없으니 적극적으로 재정건전화에 임해야 하지 않겠는가 라는 의미이다. 지난 “잃어버린 10년”을 거치는 동안 세출이 아무리 늘어나도 경기가 살아나지 못하였던 데에서 잘 알 수 있듯이 일본의 세출 상승효과는 매우 낮은 상태이므로 세출을 줄인다고 해서 거시경제가 위축되지는 않을 것으로 본다는 의미이기도 하다.

세수의 증가와 세출삭감을 어떻게 조화롭게 병행하느냐 하는 문제도 중요한 분야이다. 재

114) 이 전망은 채권을 중심으로 한 것이지만 SNA 기준으로 보면 여기에 사회보장 부채 및 외환관리채권도 포함시켜야 할 것인데, 그 경우 공공부채의 GDP 비율은 약 30%p 정도 상승할 것이라고 한다.

정건전화 목표를 오직 세출정책에만 의존하고자 한다면 전체 세출의 30%를 줄여야 하고, 만약 세입에만 의존하고자 한다면 소비세는 지금의 5%에서 19%로 인상되어야 한다고 추산된 바 있다(IMF 2005). 세출을 30% 줄인다는 것은 현재로서는 거의 불가능에 가깝다고 판단된다.

세출 항목 가운데 공공투자는 세수감소와 더불어 장기침체기의 일본재정을 악화시켜 온 가장 중요한 두 가지 요인 중 하나였지만 중앙정부 공공투자의 경우 1995년 GDP의 6.5%에서부터 10년 뒤인 2005년에는 3.5%로 축소되었다. 여기에 지방정부의 공공투자를 합한다 하더라도 2004년에는 GDP의 5% 미만 수준으로 하락하였다. 그러나 아직도 줄일 여지가 없는 것은 아니어서, 2006년에 이르면 중앙정부의 공공투자를 GDP의 3%로 줄일 수 있을 것이라고 내각부는 전망한 바 있다(DBJ 2005). 이러한 공공투자의 감축은 그리 커다란 규모로 보기는 어렵다고 할 수 있다. 그럼에도 불구하고 공공투자가 10년에 걸쳐 이 정도라도 줄어들 수 있었던 것도 고이즈미 정부의 '정치생명을 건 공공투자 억제 노력 때문'이었으며 만약 그런 노력이 없었다면 자연적으로는 달성되기 극히 어려웠던 실적으로 평가되고 있다. 이러한 평가가 고이즈미 정부에 대한 무조건적인 칭찬이 아니라 어느 정도 진실에 가까운 평가였다면, 이로써 미루어 볼 때 일본정부가 10년에 걸쳐 전체 세출의 30%를 줄인다는 것은 어마어마한 크기가 아닐 수 없다.

한편, 일본정부는 2007년 이후부터 소비세를 올릴 수 있을 것이라는 판단하에 세금 인상을 통한 재정 건전화도 강력히 밀어붙일 것으로 예상되고 있다. 특히 간접세인 소비세 세율을 올리는 방안을 고려중이라고 하며 소비세 세율이 1%p 인상될 때마다 세수는 GDP의 0.5% 정도 증가가 가능하다고 추산하고 있다고 한다. 그러나 소비세 세율인상은 적어도 단기적으로는 소비와 국민생활에 압박을 줄 수밖에 없을 것이다. 지난 1995년 하시모토 정부가 3%이던 소비세율을 5%로 인상시킨 뒤 극심한 반발에 부딪쳐 실각을 하였던 경험으로 미루어 10년에 걸쳐 소비세 세율을 5%에서 19%로 14%p 인상시킨다는 것은 상상하기 힘든 일이 아닐 수 없다. 결국, 재정건전화를 세출이나 세입 한 가지에만 의존하는 것은 모두 현실성이 없어 보이므로 결국은 효과적인 재정건전화를 위해 세출과 세입 정책을 병행할 수밖에 없을 것이다.

“잃어버린 10년”이라는 어려운 국면이 지나가고 일본경제는 다시 강해졌다. 그러나 일본경제가 모든 어려움을 극복했다고 평가할 수는 없어 보인다. 어쩌면 가장 힘든 조정을 앞두고 있을지 모른다. 앞으로 시정해야 할 거대한 불균형이 바로 재정문제임은 명백하다. 장기침체의 기간 동안 일본의 재정이 악화된 이유는 지나치게 과다한 세출에도 원인이 있었다기 보다는 지나치게 낮은 조세부담이 보다 근본적인 원인이었다. 이처럼 지나치게 낮은 조세부

담를 올리지 않고서는 일본경제가 정상궤도에 올라설 수 없을 것으로 보여진다. 세원을 확대하고 세율을 적절하게 인상하는 일은 납세자들의 고통을 수반하는 일이며 이 작업을 원만하게 수행하는 일은 정치적으로 결코 쉽지 않다. 노령화가 본격적으로 진행되고 있는 일본이 앞으로 어떻게 국민의 뜻을 모아 재정을 건전화시킬 것인지는 우리로서는 흥미롭게 관찰해볼 만한 일이다.

## IV. 우리 경제에 대한 시사점

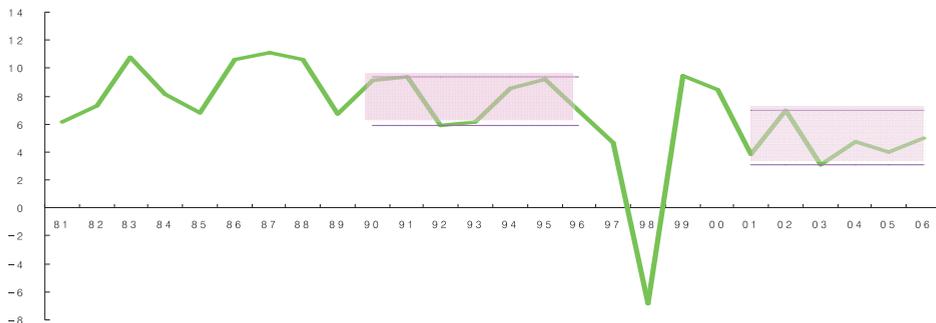
### 1. 외환위기 이후 우리경제의 현황

지금까지 살펴본 일본경제의 장기침체 및 회생과정 가운데 우리경제에 도움이 될 만한 시사점들을 정리하기에 앞서, 간략하나마 우리경제의 현황부터 파악해볼 필요가 있겠다. 우리경제의 어떤 부분이 어떻게 문제가 되고 있는지를 알아야 일본경제의 경험이 어떤 식으로 도움이 될 수 있을지도 알 수 있을 것이기 때문이다.

먼저, 외환위기 이후 우리나라 거시경제에 새롭게 나타난 가장 두드러진 특징을 고른다면 그것은 단연, 경제 성장률이 과거에 비해 눈에 띄게 낮아졌다는 사실이라고 생각된다. 외환위기 이후 지금까지를 보면, 1999년과 2000년의 성장률이 각각 9.5% 및 8.5%에 달하긴 했지만 이는 어디까지나 1998년의 성장률이 폭락하였던 것에 대한 반동의 성격이 강했었기 때문에 정상적인 성장결과로 보기 어렵다. 따라서 1999년과 2000년을 제외할 때, 외환위기 이후 2006년까지의 연간 실질 성장률은 최저 3.1%에서 최고 7.0%의 범위 내에서 움직여왔다(<그림 52>). 이 가운데 성장률이 가장 높았던 2002년은 일반적인 경기 호황을 넘어, 은행대출 붐과 카드 버블로 조장된 소비과열 및 부동산 경기과열이 나타났던 해였다. 다시 말하여 2002년의 성장률 7.0%는 경기과열을 기초로 한 것인 만큼 비정상적으로 높았던 수치로 보아야

<그림 52> 연도별 실질 GDP 성장률 추이

(단위 : %)



자료 : 한국은행

할 것이다. 이 점을 감안한다면 외환위기 이후 정상적인 최고성장률은 7.0%보다는 낮은 수준으로 생각해야 할 것으로 보인다. 그리고 성장률이 3.1%로서 가장 낮았던 2003년에는 대출 붐과 카드 버블이 꺼지고 신용불량자 수가 폭증하는 등 내수침체가 시작되던 해였다.

이와 같은 외환위기 이후 실질 성장률의 최대 및 최소치는 성장률이 최저 5.9%에서 최고 9.4%의 범위에서 움직이던 1990년 이후 외환위기 이전까지의 기간과 뚜렷한 대조를 보이고 있다. 특히, 외환위기 이후 2002년을 제외하면 6%를 넘긴 해가 한 번도 없었다. 외환위기 이전에는 최저수준의 성장률 값이 외환위기 이후에는 달성하기 극히 힘든 최대치로 바뀌어버린 것이다. 물론 1990년대라는 기간은 ‘과잉투자’, ‘부실투자’의 기간으로서 경제성장률이 적정수준을 상회하는 가운데 기업부실과 금융부실이 누적되어 가던 시기였으므로 이 기간의 성장률을 기준으로 외환위기 이후의 성장률을 평가하는 것은 반드시 옳다고만 할 수 없다. 그럼에도 불구하고 <그림 52>에서 보는 바와 같이 외환위기 이후 우리경제의 성장 잠재력은 외환위기 이전에 비해 푹 떨어진 느낌을 주는 것만큼은 사실이다.

이를 두고 우리나라도 “일본식 장기침체”를 겪게 되는 것 아니냐는 우려가 나왔었다. 특히 외환위기 이래 성장률이 가장 낮았던 2003년에 그러한 우려가 설득력 있게 확산되었었다. 여기서 “일본식 장기침체”라 함은 성장률이 1%밖에 되지 않는 심각한 경기침체가 10년 간 지속되는 현상으로 받아들여졌었다. 우리나라가 “일본식 장기침체”를 겪을지 모른다는 우려는 우리경제의 성장률도 3%대가 아니라 1%대의 심각한 수준으로 추락할지 모른다는 위기의식을 반영한 것이었다.

그러나 우리나라와 일본의 경제여건이 서로 상이한 만큼, 일본이 겪었던 식의 장기침체를 우리나라가 그대로 겪을 가능성은 별로 없었다고 생각된다. 다만, 일본식이 아닌 “한국식 장기침체”를 겪게 될 가능성은 배제하기 어려웠다. 어쩌면 우리경제는 외환위기 이후 지금까지의 10년 동안 아마도 그러한 과정을 밟아오고 있는 것인지도 모르겠다. “침체처럼 보이고 침체처럼 느껴진다면 그것은 정말로 침체이다”<sup>115)</sup>라는 말이 있듯이 경기가 장기침체에 빠진 것처럼 보이고 장기침체처럼 느껴진다면 그것은 결국 장기침체로 보아야 한다고 생각한다. 아직 우리경제의 성장률이 4% 내외를 유지하고 있기 때문에 우리경제가 일본의 장기침체처럼 1% 내외의 극도의 침체를 겪고 있다고는 볼 수 없겠지만 우리경제의 입장에서 4% 성장도 어떤 의미에서는, 특히 과거에 비해서는, 명백한 저성장이라고 하지 않을 수 없는 것이다.

115) Macroeconomic policy makers need to know whether they can trust their eyes that what looks like a recession, and feels like a recession, is indeed a recession(Kuttner · Posen 2001a).

경제가 장기침체에 돌입하는 것은 순환적인 요인이 아니라 구조적인 요인에 기인하는 것으로서 침체가 상당기간 진행되기 전에는 이를 포착하기 매우 어려운 것이 사실이다. 현재의 경기부진이 그저 순환적인 경기하강인지 아니면 구조적 요인에 의한 장기적인 침체의 시작인지를 구별해 내기 힘들다는 의미이다. 경제가 장기침체에 빠졌는지 아닌지를 판별해내는 실용적인 기준은 일본의 경험으로부터 얻을 수 있다. 앞서 설명한 바와 같이 일본의 “잃어버린 10년”의 경험에 따르면, 장기침체의 초반에는 경기침체의 속도가 이례적으로 빠를 뿐 아니라 뒤이은 경기회복세도 예상보다 극히 부진하였다. 장기침체의 정확한 의미가 무엇인지 분명히 정의를 내리긴 어렵지만 일본경제가 장기침체에 진입하던 당시에 나타났던 특징, 즉 “한번 내려갈 때 깊게 내려갔고 올라갈 때에는 조금씩 밖에 올라가지 못했던 무기력한 경기 순환”이 반복되고 있다면, 이는 그 경제가 장기침체를 겪고 있을 가능성을 의미한다고 할 수 있다. 같은 경기침체라도 침체의 골이 더 깊으며, 같은 회복이라도 회복세가 느린 일이 반복되면 그것이 곧 장기침체인 것이다.

이렇게 볼 때, 우리경제도 “한국식 장기침체”를 겪고 있다고 조심스럽게 평가할 수 있다. 2003년 경제 성장률의 둔화 폭도 예상을 넘는 것이었을 뿐 아니라 2004년의 경기 회복세 역시 예상보다 크게 못 미치는 수준이었다. 또한 그와 같은 미약한 경기 회복세는 약 1년밖에 계속되지 못하여 2005년에는 다시 성장률이 둔화되었다. 그리고 2006년에는 약한 회복세가 나타나기도 했으나 2007년 연초의 성장률은 2006년 말에 비해 다시 하락하였다. 2007년 6월 현재, 하반기 성장률이 상반기보다 높아질 것이라는 예상이 나오고 있기는 하지만 상반기 성장률과 하반기 성장률의 전망치가 별반 차이가 나지 않고 있어 우리경제가 부진을 딛고 본격적인 회복을 하리라는 희망을 갖기에는 충분치 않은 실정이다. 이와 같이 2000년 이후의 성장률의 움직임은 과거와는 분명 다른 모습으로서 경기 확장기에도, 경기 침체기에도 외환위기 이전의 성장률에 비해 상당히 내려와 있는 상태이다.

앞서 언급한 바와 같이, 과거 우리경제는 경기가 좋을 때 실질 GDP는 9~10%까지 성장하였지만 2002년의 경우 부동산 버블과 막대한 가계부채를 만들면서까지 내수를 부양했어도 성장률은 7.0%에 그쳤다. 또한 과거에는 경기가 아무리 나빠도 실질 GDP가 5% 정도는 성장하였으나 2001년과 2003년의 경우 경기가 한번 침체되자 3%대에까지 하락하고 있다. 만약 한국경제가 활력을 잃어버린 것이 사실이라면, 향후 적당한 원인<sup>116)</sup>이 제공될 경우 우리경제도 일본의 잃어버린 10년처럼 심각한 침체가 장기간 지속되지 않으리라는 보장도 없는

116) 예를 들어, 세계적인 경기침체가 도래할 경우 대외부문이 異常적으로 비대해져 있는 우리경제는 심각한 타격을 받게 될 가능성이 많다. 이 때 그 충격으로 인하여 성장률이 크게 낮아진 뒤 회복을 하지 못함에 따라 침체가 장기화되는 시나리오도 상정해 볼 수 있다.

것이다.

일본의 장기침체기에는 성장률이 평균 1%대에 불과했었던 데에 비해 2001년 이후 2006년 까지 우리나라 평균 경제성장률은 4.6%를 기록하고 있다. 그러므로 우리 경제가 비록 과거에 비해 상당히 무기력해진 것은 사실이지만 그렇다고 해서 지금을 반드시 위기라고 할 것까지는 없는 상황이라고 할 수 있다. 우리가 관심을 가져야 할 부분은 외환위기 이후에 나타난 감속성장이 우리경제의 제반 여건에 비추어 자연스러운 감속으로 보아야 할지, 즉, 지금 우리경제의 여건에 부합하는 적절한 성장률로 인식해야 할지, 아니면 지금보다 더 빠른 성장을 할 수 있는 여건임에도 불구하고 모종의 구조적인 장애요인 때문에 몇 년째 제 속도를 내지 못하고 있는 것으로 받아들여야 할지에 대한 판단이다.

“한국식 장기침체”는 일본의 “잃어버린 10년”에 비해 원인과 침체의 양상이 매우 다르다. 일본의 장기침체가 부동산 버블로 촉발된 금융부문의 자금중개기능 저하, 중요소생산성의 하락, 버블 期에 누적된 과잉고용 및 과잉투자 등으로 극도로 낮은 성장률을 지속했던 것임에 비해, “한국식 장기침체”는 개인부분 소득증가의 대폭적 둔화, 저소득층 가계의 재무상태 악화, 고비용구조의 정착 등으로 경제의 선순환이 이루어지지 못하여 경제가 활력을 되찾지 못하는 양상을 보이고 있다. 한국경제의 이들 세 가지 문제점, 즉 개인부분 소득증가의 대폭적 둔화, 저소득층 가계의 재무상태 악화, 고비용구조의 정착 등은 우리경제의 정상적인 성장을 가로막는 핵심적 요인들로서 우리경제는 이 세 가지 요인들 때문에 외부로부터 유리한 상황이 찾아와도 경제의 선순환을 만들어내지 못한 채 지지부진한 성장세에서부터 벗어나지 못하고 있는 것이다.

## 1) 경제성장과 개인소득 사이의 연결고리 단절

우리경제의 무기력증이 구조적인 원인에 기인하고 있을지 모르는 가능성은 개인부분 처분가능소득 통계에서 찾아볼 수 있다. 순처분가능소득은 소비자가 소비지출을 하기 위한 가장 기본적인 재원이라고 할 수 있는데, 외환위기 이전에는 상당히 활발한 속도로 증가하였다가 외환위기를 계기로 증가율이 대폭 둔화된 채 오늘에 이르고 있다.

〈그림 53〉을 보면, 외환위기 이전 10년 동안 개인 순처분가능소득 증가율은 연평균 15.2%였었지만 1998년 이후 2006년까지 9년 동안에는 과거의 1/3에 불과한 연평균 5.3%에 그치고 있음을 알 수 있다. 게다가, 외환위기 이전의 순처분가능소득 증가율의 표준편차는 4.3이였지만 1998년 이후 지금까지의 구간에서는 0.7로 대폭 줄어들었다. 표준편차가 이와 같이

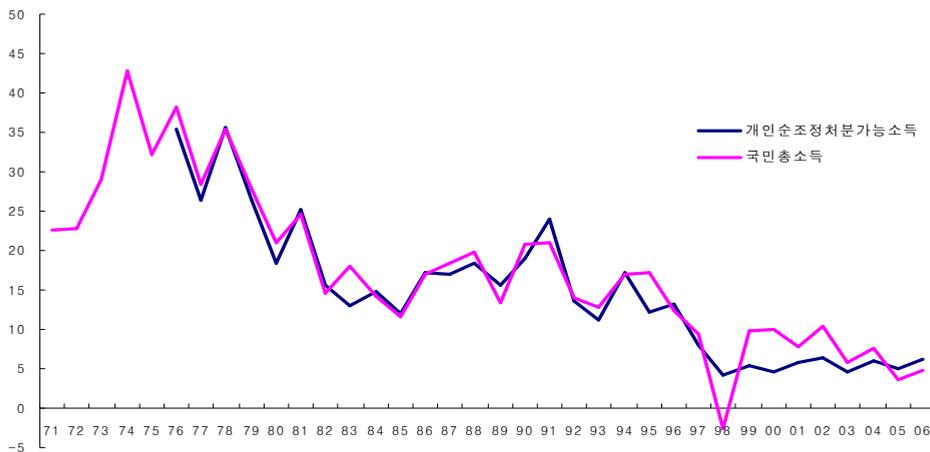
줄어들었음은 <그림 53>에서 보는 바와 같이 처분가능소득 증가율이 경기변동에 상관없이 옆으로 橫步하고 있음을 의미한다.

개인의 처분가능소득이 이처럼 둔화된 데에는, <그림 52>에서 본 것처럼, 외환위기 이후 경제성장률의 둔화가 가장 절대적인 영향을 미친 것으로 보인다. 경제성장이 둔화되니 그로부터 배분되는 개인소득의 증가세 역시 둔화될 수밖에 없었던 것이다. 그러나 경제성장의 둔화가 개인 소득 증가세 둔화의 전부를 설명할 수 있는 것은 아니라고 판단된다.

총국민소득(GNI) 성장률 및 소득 증가율의 추이를 기간별로 나누어 보면, 먼저 외환위기 이전의 10년 동안 경상 GNI 성장률은 연평균 15.8%로서 같은 기간 동안 처분가능소득 증가율 15.2%와 0.6%p 밖에 차이가 나지 않았었다. 뿐만 아니라 그 이전 10년 동안, 즉 1978년에서 1987년까지의 기간 동안에도 경상 GNI 성장률과 개인 처분가능소득 증가율의 연평균 값은 각각 20.3% 및 19.5%로 거의 비슷하였었다. 그 뒤 경제위기로 실질 성장률이 마이너스 수준으로 폭락하였던 1998년을 제외할 때, 1999년에서 2006년까지 8년 동안 경상 GNI는 연평균 7.5% 증가한 데에 비해 처분가능소득 증가율은 5.5%로서 양자의 차이는 외환위기 이전 10년간의 0.6%p에서 2.0%p로 대폭 확대되었다(<표 22>).

<그림 53> 개인 순처분가능소득 및 경상 GNI의 연도별 증가율 추이

(단위 : %)



자료 : 한국은행

경상 GNI 증가율과 개인처분가능소득 증가율의 표준편차의 기간별 추이는 두 증가율 지표들 사이의 관계가 외환위기를 계기로 질적인 변화를 겪었음을 시사하고 있다. 우선, 외환 위기 이전에는 개인처분가능소득 증가율의 표준편차가 경상 GNI 성장률의 표준편차를 초과하는 모습을 보여 왔었다. 이는 개인소득의 증가율이 경상 GNI 성장률보다 언제나 등락이 더 심하였음을 의미하는 것으로서, 경상 GNI에서 개인처분가능소득이 결정되기까지는 경상 GNI를 기업과 개인의 소득으로 배분하고 여기서 다시 개인과 개인, 개인과 공공부문 사이의 이전거래를 차감해 나가는 과정에서 변동성(volatility)이 더 추가되기 때문이었다고 이해할 수 있었다.

〈표 22〉 경상 GNI, 처분가능소득 증가율의 기간별 평균 및 표준편차

	1978~1987	1988~1997	1998~2006	1999~2006
경상 GNI 성장률 평균(A)	20.3%	15.8%	6.4%	7.5%
표준편차(B)	6.8	3.8	3.9	2.4
처분가능소득 증가율 평균(C)	19.5%	15.2%	5.0%	5.5%
표준편차(D)	7.0	4.3	0.7	0.6
(A-C)	0.8%p	0.6%p	1.0%p	2.0%p
(B-D)	△0.2	△0.6	3.1	1.8

〈표 23〉 GNI 성장률 및 항목별 처분가능소득 증가율의 상관계수 추이

	1978~1987	1988~1997	1998~2006	1999~2006
개인순처분가능소득	0.967	0.875	0.540	0.131
피 용 자 보 수	0.975	0.922	0.839	0.393
영 업 잉 여	0.361	0.366	△0.289	0.085
재 산 소 득	0.712	0.412	△0.730	△0.069
기 타 소 득	0.711	0.651	△0.793	△0.484

그러나 외환위기를 계기로 개인처분가능소득 증가율의 표준편차는 위기 이전 10년간의 4.3에서 위기 이후 9년간 0.7로 대폭, 그리고 갑작스럽게 줄어들어 소득증가율이 매년 거의 등락을 하지 않는 새로운 패턴이 나타났다. 이는 외환위기 이전 10년과 그 이후 9년 동안의 경상 GNI 성장률의 표준편차가 각각 3.8 및 3.9로서 거의 차이가 나지 않았던 것과는 매우 뚜렷한 대조가 되고 있다. 총국민소득의 변동성에는 별다른 변화가 없었음에도 불구하고 개인의 처분가능소득은 매우 뚜렷한 변화가 일어났다는 의미이다. 시계열의 가장 기본적 특성이라고 할 수 있는 평균값과 표준편차에 있어서의 이와 같은 극적인 변화는 GNI 성장률과 개인 처분가능소득 증가율 사이의 관계가 외환위기를 계기로 크게 달라졌음을 시사하고 있다.

〈표 23〉에 따르면, 외환위기 이전에는 개인순처분가능소득이 경상 GNI와 매우 밀접한 상관관계를 가지고 있었지만 외환위기 이후, 특히 1998년을 제외한 1999년 이후부터는 상관관계가 거의 사라졌음을 알 수 있다. 1978년에서 1987년까지의 10년 동안에는 GNI와 개인순처분가능소득의 상관관계는 0.967로서 거의 1:1의 관계로 움직이다가 1988년에서 1997년까지의 10년간에는 상관관계가 0.875로 다소 낮아지긴 하였으나 여전히 긴밀하게 움직였었다. 그러나 외환위기 이후 이들의 상관관계는 급속하게 낮아져, 특히 1999년 이후에는 0.131로 상관관계가 거의 사라졌음을 알 수 있다. 개인의 처분가능소득이 외환위기 이후부터 전체 국민소득과 서로 무관하게 움직이고 있는 것이다.

경제성장과 개인소득과의 이와 같은 단절상태가 9년 동안 지속되고 있다는 것은 외환위기를 계기로 우리나라 거시경제에 매우 중대한 구조변화가 일어났음을 의미한다고 할 수 있다. 경제가 성장하여도 개인소득이 늘어나지 못한다는 것은 경제 전체적 소득증가가 개인부분에 까지 확산되지 못한다는 점에서 경제의 순환이 어딘가에서 막혀있음을 시사한다.

〈표 23〉에 따르면, 개인처분가능소득의 모든 항목들이 외환위기 이후 GNI와의 상관계수가 급격하게 약화되거나 사라졌음을 알 수 있다. 전통적으로 GNI와 매우 높은 상관계수를 갖고 있던 피용자보수도 외환위기 이전의 0.922에서부터 1999년 이후에는 0.393으로 급격하게 하락하였을 뿐 아니라 피용자보수 이외의 소득항목들의 GNI와의 상관계수는 외환위기 이후 거의 완전히 사라졌다고 할 수 있다. 다시 말하여 외환위기 이후에는 자영업자들의 영업잉여와 재산소득은 거시경제의 흐름과 거의 완전히 무관하게 결정되었다는 의미이다.

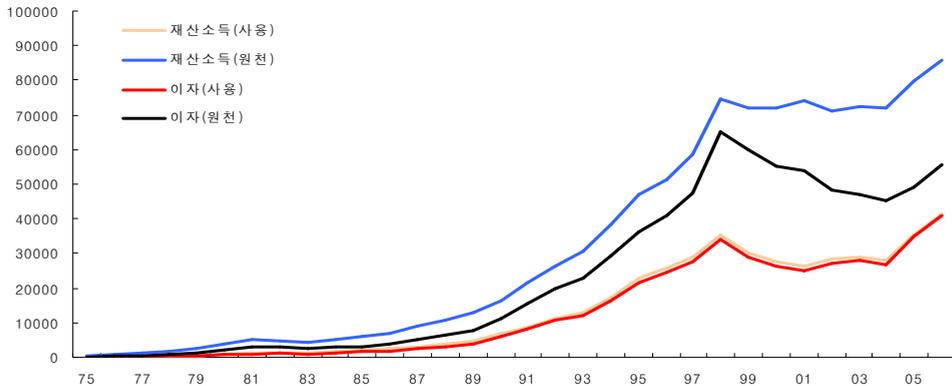
실제로 재산소득과 자영업자의 영업잉여의 연도별 규모는 외환위기를 계기로 전통적인 빠른 증가세가 갑자기 멈추었음을 알 수 있다(〈그림 54〉 및 〈그림 55〉) 마치 폭대기가 날아가 버린 火山의 왼쪽 절반을 보고 있는 듯한 느낌이 들 정도이다. 그 결과, 개인부문 처분가능소득 가운데 피용자보수를 제외한 나머지 부문의 소득 기여도는 2006년 들어 2.2%p로 소폭

상승할 때까지 1999년 이후 2005년까지 7년 동안 평균 0.14%에 불과하였다(〈그림 56〉).

다행히 2006년 들어 재산소득과 영업잉여는 다소 호전되기 시작하는 모습을 보이고 있지만, 이것이 외환위기 이후 지속되어 오던 개인소득 둔화현상이 종료되고 새로운 소득증가의 시작을 알리는 신호인지는 아직 분명하지 않다. 개인소득 증가율이 갑작스럽게 둔화된 외환위기 이후의 현상이 무엇 때문에 발생하였는지, 그 원인을 정확하게 규명하는 일은 쉽지가 않다. 다만, 외환위기가 개인의 소득에 대해 장기적인 효과를 남기는 커다란 음의 충격을 준 사건으로서 근로자의 임금소득(피용자보수)의 증가세를 크게 감속시켰을 뿐 아니라 특히 비임금소득에 대해서는 거의 증가를 멈추게 하였다는 가설을 말할 수 있을 뿐이다. 외환위기 자체가 개인의 소득에 그와 같은 장기적인 영향을 남겼다고보다는 외환위기 이후에 발생한 일련의 경제적 변화<sup>117)</sup>가 연이어 발생함으로써 그러한 결과가 초래된 것으로 이해할 수밖에 없을 것이다.

〈그림 54〉 개인부문 재산소득 및 이자소득 추이

(단위 : 십억원)



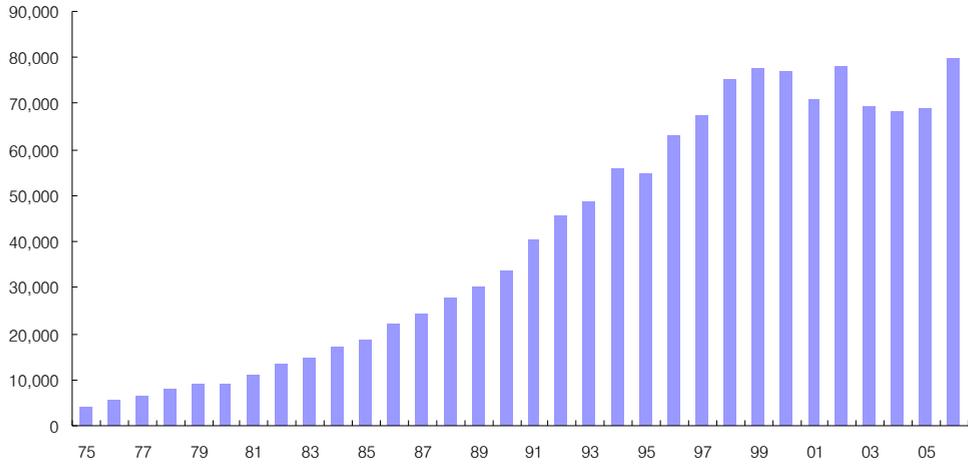
자료 : 한국은행

117) 예를 들어, 외환위기 이후 노동시장 유연화를 위해 비정규직 고용이 대폭 확대된 사실을 들 수 있다. 이는 저임금 근로자의 비중을 상대적으로 확대시킴에 따라 같은 성장률이라도 과거보다 피용자보수 증가가 부진해지도록 한 중요한 원인이 될 수 있다고 본다. 한편, 외환위기에 뒤이은 경제위기로 말미암아 기업파산이 급증하여 대량의 실업자가 발생한 점도 자영업 수익기반을 약화시킨 중요한 원인이 되었을 것으로 본다. 즉 자영업 부문으로 대량의 진입이 일어나 경쟁이 너무 격화되다 보니 자영업자들이 안정적인 수익을 내기 어려워진 것이다. 이런 점들은 외환위기 이후 성장을 둔화가 설명할 수 없는 우리경제의 중요한 미시적, 구조적인 변화들의 일부이다.

<그림 55>

개인부문 순영업잉여 추이<sup>1)</sup>

(단위 : 십억원)



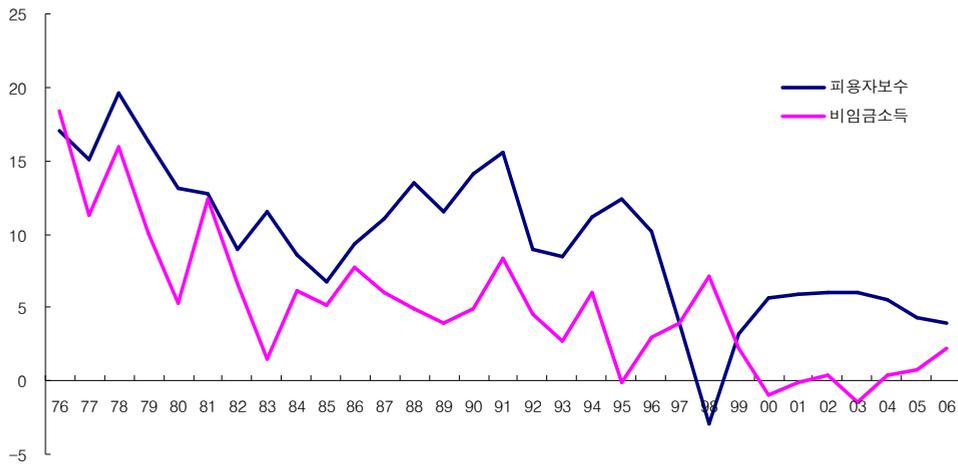
주 : 1)영업잉여 중 자영업자 및 비취업자의 부담금을 제외함.

자료 : 한국은행

<그림 56>

개인부문 순조정처분가능소득의 항목별 기여도

(단위 : %p)



자료 : 한국은행

경제성장에도 불구하고 개인의 소득이 늘어나지 못하는 새로운 현상은 거시경제에 다양한 파급효과를 초래하였다. 개인소득 증가가 부진해지면서 민간소비를 비롯한 내수경제의 부진으로 나타났을 뿐만 아니라 가계부채 확대의 배경이 되기도 한 것이다. 소득이 늘어나지 못하다 보니 과거의 소비증가세를 유지하려면 가계부채를 빠르게 확대시킬 수밖에 없었던 것이다. 만약 과거처럼 소득증가도 활발하였다면, 즉 외환위기 이후 지금까지의 증가속도보다 세 배 정도 빠르게 소득이 늘어났었다면, 가계부채가 최근처럼 빠르게 늘어날 필요도 없었을 것이며, 그렇게 빠르게 늘어났다 하더라도 소비자들이 충분한 상환능력을 유지할 수 있었겠기 때문에 별로 문제시할 필요가 없었을 것이라고 판단된다.

가계부채가 이처럼 크게 늘어난 것은 거시경제의 안정을 위해서도 매우 불리한 요인이라고 할 수 있다. 우리경제에 부정적인 외부충격이 찾아왔을 때 이를 내부로부터 완충시킬 여지가 그만큼 없어졌음을 의미하기 때문이다.

이상에서 살펴본 바와 같이, 외환위기 이후 우리경제의 성장률이 둔화되었다는 사실만으로는 개인소득 증가율 부진현상을 충분히 설명할 수 없음을 알 수 있다. 즉, 성장률 둔화에서 개인소득 증가부진으로의 인과관계를 단정하기 어렵다는 의미이다. 반면에 개인소득 증가부진은 그 자체로서 성장률 둔화의 요인일 뿐 아니라 개인부채의 확대를 초래한 근본원인이기도 했는데, 개인부채가 너무 심하게 확대되다 보니 그것은 원활한 소비증가 및 성장률 증가를 가로막는 추가적 요인이 되고 있는 것이다. 만약 개인소득이 충분히 늘어났었다면 그 자체로서 성장률도 좀더 높아졌을 것이며 개인부채의 심각한 확대도 없었을 것이므로 소비증가에 애로요인이 되지도 않았을 것이다. 소비가 더 활발했었다면 내수도 좀더 확대되어 내수관련 투자도 좀더 확대될 수 있었을 것이며 성장률은 그만큼 더 높아졌을 것이다. 이렇게 볼 때 우리경제에서 개인소득 증가부진과 경제성장률 둔화는 후자에서 전자로 인과관계가 흘러간다고 보다는 전자에서 후자로 흘러간다고 보는 것이 좀더 타당한 진단이라고 판단된다.

## 2) 저소득계층 가계의 재무상태 악화와 내수기반 약화

외환위기 이후 소비자들의 소득증가가 갑자기 부진해졌다는 사실 이 외에도 우리경제의 본격적인 회복을 어렵게 하고 있는 요인으로서 저소득층 가계의 재무상태가 크게 악화되었다는 점을 들 수 있다. 이는 외환위기와 2003년의 내수침체라는 두 차례의 경기침체의 성격과 외환위기 이후의 소득증가 부진 및 가계부채 확대현상과 긴밀하게 연결되어있는 문제라고

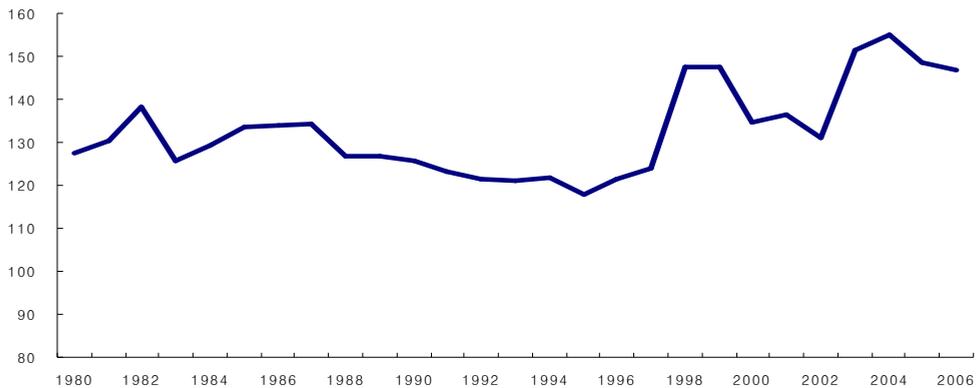
할 수 있다. 저소득층 가계의 재무불안 문제는 경기부진에 따른 단순한 순환적인 문제라기 보다는 앞으로도 상당히 극복하기 힘든 구조적인 문제로 자리잡아 가고 있다고 판단된다. 즉, 시간이 지나 경기가 좋아지면 쉽게 자연스럽게 해결되기보다는 웬만한 경기회복이라 하더라도 좀처럼 해결되기 힘든 문제라는 판단이다.<sup>118)</sup>

소득계층별 가계의 재무 상태를 평가함에 있어서 통계청 『도시가계연보』가 유용하게 사용될 수 있다. 도시가계연보의 소득계층별 소득 및 소비수준은 1980년 이후의 자료부터 可用한데, 이에 따르면 우리나라 도시가구 하위 10% 최저소득층 평균소비성향(소비지출/가처분소득)은 1980년에서 1989년까지의 10년 동안 평균 130.7%로서 우리나라 최저소득층은 1980년대에 경상소득보다 약 30% 더 많은 소비지출을 늘 해 왔던 것으로 나타났다(<그림 57>).

그 뒤 이 비중은 1987년 134.4%를 정점으로 점차 하락하기 시작하여 1995년에는 117.8%까지 낮아졌으며 1990년에서 1997년의 8년 동안에는 평균 122.0%을 기록하게 되었다. 즉 1990년대 들어서 최저소득층은 지출이 소득보다 약 22% 많은 적자살림을 하여온 것이다. 이렇게 볼 때 우리나라 최저소득계층의 가계수지는 외환위기 이전에도 이미 만성적인 적자상태에서 벗어나지 못하고 있었음을 알 수 있다. 그러다가 1997년 말 외환위기가 발생하고 1998년 경

<그림 57> 최하위 10% 소득계층의 평균 소비성향 연도별 추이

(단위 : %)



자료 : 통계청, 『도시가계연보』 각호

118) 예를 들어, 일단 빈곤층으로 진입하면 거기서 벗어나기 점점 힘들어지고 있는 최근의 추이(조용수·김기승 2007)도 저소득층 가계의 재무불안이 구조적인 문제가 되어가고 있음을 반영한다고 할 수 있다.

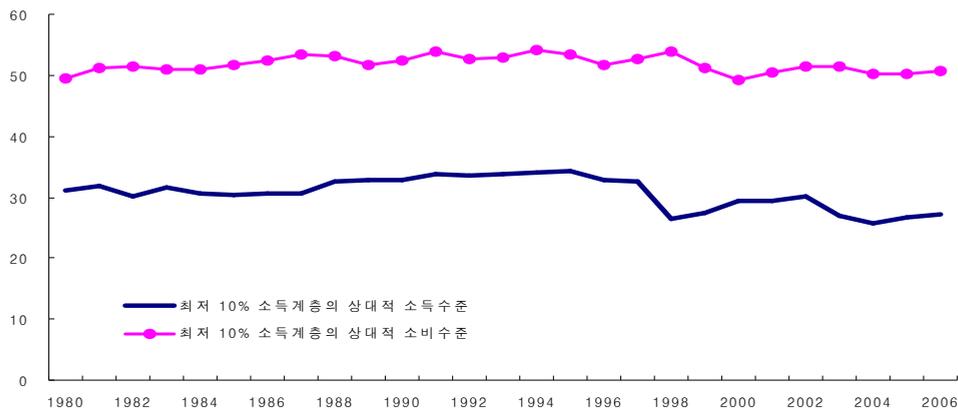
기가 크게 하강하자 1998년과 1999년에는 최저소득층의 평균소비성향이 1997년의 123.8%에서 147.5%로 크게 증가하였다. 이와 같이 1998년과 1999년 최저소득층의 가계수지 적자 폭이 대폭 늘어난 것은 경제위기의 와중에 최저소득층 가구들이 소비지출을 크게 줄였음에도 불구하고 가처분소득이 더욱 크게 줄어들었기 때문이다(〈그림 58〉).

〈그림 58〉은 도시가계연보에 나타난 **전 소득계층의 경상소득 평균값과 대비한 최하위 10% 소득계층 경상소득의 비중, 즉 상대적 소득<sup>119)</sup>의 추이와 아울러 전 소득계층의 소비지출 평균값 대비 최하위 10% 소득계층 소비지출의 비중, 즉 상대적 소비의 추이를 함께 그려본 것이다.** 이에 따르면, 최저소득계층의 상대적 소득수준은 1980년 이후 외환위기 직전까지 몇 차례의 경기순환에도 불구하고 거의 변함이 없었다가 1998년 외환위기 여파로 전년의 32.5%에서 26.3%로 6.2%p나 줄어든 것으로 나타난다.

1998년에는 최상위 10%의 최고소득층을 제외하면 1분위 최저소득층에서 9분위 소득층까지 모든 소득계층의 상대적 소득수준이 전년에 비해 하락하였다(〈표 24〉). 이는 외환위기라는 경착륙(hard-landing)이 그때까지의 통상적인 경기하강과 달리 최저소득계층의 소득에 상대적으로 훨씬 커다란 타격을 준 성격이었음을 의미한다. 또한 1998년 경제위기뿐 아니

〈그림 58〉 최하위 10% 소득계층의 상대적 소득 및 소비 추이

(단위 : %)



자료 : 통계청, 『도시가계연보』 각호

119) 그러므로  $i$  번째 계층의 소득수준을  $Y_i$ , 소비수준을  $C_i$ 라고 했을 때  $i$  번째 계층의 상대적 소득은  $Y_i / \sum_i Y_i$ , 상대적 소비는  $C_i / \sum_i C_i$ 로 정의하고 있는 것이다.

〈표 24〉 도시근로 가계의 소득 분위별 상대적 소득수준 연도별 추이

(단위 : %)

	1분위	2분위	3분위	4분위	5분위	6분위	7분위	8분위	9분위	10분위
1980	30.5	47.6	59.6	70.0	80.2	91.0	104.5	122.1	151.3	243.0
1981	31.2	48.7	59.9	69.7	79.7	90.3	103.0	121.2	151.3	244.9
1982	29.5	48.6	60.0	69.5	79.4	90.1	103.5	121.7	150.9	246.6
1983	30.8	48.9	59.3	69.5	78.5	89.1	102.9	121.4	151.1	248.3
1984	29.8	48.2	59.0	69.2	78.6	90.3	103.8	122.8	151.4	246.8
1985	29.4	48.7	60.1	69.2	78.1	89.4	103.0	121.8	151.8	248.5
1986	29.8	48.9	60.5	69.7	79.0	89.9	103.8	122.8	152.1	243.3
1987	29.8	49.2	60.1	69.7	79.3	90.3	103.9	122.5	152.4	242.7
1988	31.3	50.1	60.6	69.8	79.5	90.3	103.6	121.4	151.0	242.3
1989	31.4	50.1	60.4	69.7	79.3	89.8	103.0	120.6	149.7	245.9
1990	32.1	51.5	61.6	70.8	80.4	91.1	104.0	120.9	148.5	239.0
1991	33.3	52.0	62.5	71.8	81.5	92.1	105.0	121.5	146.8	233.5
1992	32.7	52.4	63.1	72.6	82.1	92.8	105.8	122.3	147.1	229.0
1993	33.4	52.6	63.2	72.8	82.3	92.9	105.7	122.7	147.4	226.9
1994	33.4	51.9	62.4	72.1	81.9	92.8	106.1	122.9	147.9	228.5
1995	33.1	51.9	62.4	72.1	82.2	93.2	106.2	123.3	149.0	226.4
1996	31.7	50.1	61.3	71.3	81.9	93.3	106.7	124.3	150.6	228.5
1997	31.9	50.9	62.8	72.9	83.1	94.3	107.6	124.5	149.5	222.5
1998	26.4	47.1	58.8	69.5	79.9	91.5	105.6	123.2	149.7	248.2
1999	27.1	46.2	58.1	68.1	78.6	90.9	105.3	123.3	149.6	252.7
2000	28.6	46.7	58.2	68.5	79.0	91.0	104.8	121.8	147.4	253.6
2001	28.9	46.3	57.5	67.6	78.4	90.8	104.9	122.5	149.5	253.5
2002	29.8	46.8	58.4	68.7	79.4	91.5	105.1	123.5	150.6	246.0
2003	26.6	47.8	60.7	71.2	81.2	92.7	106.7	125.0	150.4	237.6
2004	25.4	46.4	59.7	70.6	81.7	93.6	107.9	125.7	152.6	236.3
2005	26.1	45.6	58.9	70.4	82.0	94.3	108.1	125.1	151.5	238.0
2006	26.7	45.7	58.5	70.0	81.7	94.2	108.2	125.8	152.1	237.1

라 2003년의 내수침체도 최저소득층에게 상대적으로 커다란 타격을 미쳤다.

2003년에는 2분위에서 9분위까지의 모든 계층의 상대적 소득이 증가하는 가운데 상위 10% 최고소득계층의 소득과 하위 10% 최저소득층의 상대적 소득만이 하락하는 모습을 보였다. 2003년 최저소득층의 상대적 소득수준은 전년의 30.2%에서 26.9%로 내려갔으며 최장기간 소비감소가 계속되던 2004년에도 하락세가 지속되어 25.8%까지 내려갔다. 그 결과, 내수침체 기간이던 2003년과 2004년의 두 해 동안 30.2%에서 25.8%로 모두 4.4%p 하락한 것이다. 이는 1998년 최저소득층의 상대적 소득이 6.2%p 하락한 것에 비해 보았을 때, 경제위기 상황도 아니었던 침체였음을 감안할 때 2년간 상대적 소득수준이 4.4%p 하락하였다 함은 상당히 커다란 하락폭이었다고 할 수 있겠다. 이렇게 볼 때 외환위기 이후 두 번의 경기침체는 외환위기 이전의 침체와 달리 최저소득층의 소득을 상대적으로 크게 잠식하였으며 이와 같은惡性的 침체여파로 최저소득층의 가계수지도 커다란 제약을 받지 않을 수 없었던 것이다.

이와 같이 외환위기 이후 두 차례의 경기침체 기간 동안 최저소득계층의 상대적인 소비는 그들의 상대적 소득이 줄어드는 것에 상응하는 만큼 줄어들지 못하였으며 그 결과 최저소득층의 가계수지는 크게 악화되었다. 즉, 외환위기 이후의 경기침체기 동안 최저소득층의 소득이 상대적으로 크게 줄어든 것이 그들의 가계수지 악화의 발단이 되긴 하였지만 그에 대한 대응에 있어서 소득이 줄어든 만큼 소비를 줄이지 못한 점도 최저소득층 가계수지 악화에 중요한 역할을 한 것이다.

1998년의 경우 하위 10% 최저소득 계층의 상대적 소비는 극심한 경기침체에도 불구하고 전년의 52.8%에서 53.9%로 1.1%p만큼 오히려 증가하는 모습을 보였다(〈그림 58〉, 〈표 25〉). 이와 같이 최저소득층은 상대적 소득이 크게 하락하는 가운데 상대적 소비수준이 줄어들지 않고 오히려 상승하자 1998년의 최저소득층 평균 소비성향은 크게 상승하였고, 이는 다시 최저소득층의 가계수지에 큰 폭의 적자를 남겼다.

내수침체가 시작되던 2003년의 최저소득층의 상대적 소비수준은 2002년의 51.5%에서 51.4%로 거의 변하지 않다가 2004년 들어서야 50.2%로 가시적인 하락을 하였다. 앞서 언급한 바와 같이 2003년과 2004년의 두해 동안 최저소득층의 상대적 소득수준이 모두 4.7%p 하락하였던 것에 비하면 상대적 소비수준이 2년간 1.3%p밖에 하락하지 않았던 것은 최저소득층의 평균소비성향이 2003년 151.5%로 외환위기 당시의 147.5%를 크게 넘어서고 2004년에는 154.9%로 사상 최고치를 또다시 경신하도록 하는 원인이 되었다.

〈표 25〉 도시근로가계의 소득분위별 상대적 소비지출 추이

(단위 : %)

	1분위	2분위	3분위	4분위	5분위	6분위	7분위	8분위	9분위	10분위
1980	49.6	62.4	69.7	78.0	84.6	94.3	104.5	118.3	139.3	199.3
1981	51.1	61.7	68.8	76.4	83.5	90.9	103.0	117.0	138.9	208.8
1982	51.4	63.2	73.2	77.3	85.3	92.6	104.6	117.3	138.5	196.7
1983	51.0	61.8	70.0	75.8	84.0	93.5	104.4	119.3	141.3	198.8
1984	51.1	61.7	71.1	77.1	85.9	94.2	103.1	120.4	139.9	195.4
1985	51.7	62.3	68.8	74.3	82.1	92.2	100.3	118.6	142.4	207.2
1986	52.5	62.4	68.8	76.7	83.2	93.9	103.8	117.5	141.5	199.7
1987	53.5	62.6	70.0	77.6	84.4	94.6	102.7	118.5	141.4	194.8
1988	53.1	61.8	69.4	75.2	83.2	93.6	103.5	117.0	139.7	203.5
1989	51.8	61.0	68.1	75.6	84.2	93.9	102.6	119.2	138.7	204.9
1990	52.3	60.9	69.5	76.4	86.4	91.8	103.4	118.6	137.6	203.1
1991	53.8	62.5	70.0	80.3	87.0	94.0	104.1	117.7	134.3	196.3
1992	52.6	62.7	72.1	79.9	87.2	96.2	105.4	117.0	133.9	192.9
1993	52.9	64.6	74.0	81.9	88.6	96.0	105.2	116.4	133.2	187.2
1994	54.2	64.9	71.6	82.7	88.9	96.3	105.2	117.9	130.6	187.7
1995	53.3	67.2	75.7	83.5	90.0	96.8	103.6	117.1	133.3	179.3
1996	51.8	63.9	71.4	79.4	90.1	97.9	105.3	114.4	134.0	191.6
1997	52.8	65.4	74.2	82.9	88.4	97.8	105.4	115.8	133.4	184.0
1998	53.9	63.2	72.3	81.6	87.9	97.6	104.5	119.6	134.8	184.6
1999	51.2	62.7	73.1	79.8	88.2	96.1	108.1	117.8	134.9	188.0
2000	49.1	61.8	72.4	81.3	89.1	100.2	104.4	117.9	133.7	190.0
2001	50.4	61.2	72.3	79.9	90.9	100.2	107.9	116.3	134.9	185.9
2002	51.5	63.9	72.9	83.3	91.1	97.8	104.0	122.4	132.5	180.5
2003	51.4	65.5	75.9	84.5	90.5	97.3	108.1	118.1	134.3	174.5
2004	50.2	64.7	73.8	84.3	92.3	97.6	106.7	117.2	132.6	180.5
2005	50.1	61.6	76.4	82.6	90.1	97.3	106.2	119.5	137.1	178.9
2006	50.6	61.6	72.3	82.5	89.7	99.6	110.0	119.7	134.2	179.8

이상에서 살펴본 바와 같이 외환위기 이후에 일어났던 두 차례의 경기침체는 모두 최저소득층의 소득에 상대적으로 커다란 타격을 주는 한편, 최저소득층들은 소득하락에 상응하는 만큼의 소비억제를 하지 않았기 때문에 가계수지 적자폭의 대폭적인 확대가 불가피했던 것이다. 적자폭이 가처분소득의 40~50%에 달하는 상황이라면 그 계층의 정상적인 소비활동은 불가능에 가까울 것으로 판단된다. 그리고 경제 내에 정상적 소비활동이 극히 어려운 계층이 전체의 10% 이상 존재한다면 그 경제의 내수가 정상적으로 회복되기를 기대하는 것은 어려울지 모른다.

물론, 소비의 총량으로 보면 최저소득층의 소비량은 다른 계층보다 매우 적기 때문에 저소득층 가계가 재무불안에서 벗어나 정상적인 소비활동을 할 수 있다고 하더라도 그 자체로서 우리경제 성장률을 눈에 띄게 높이는 역할을 기대하기는 어려울 것이다. 다만 저소득층은 소비성향이 매우 높은 계층이고 또한 그들의 소비활동은 내수와 긴밀히 연결되어 있다는 점으로 미루어볼 때 저소득층이 정상적인 소비활동을 하기 어려운 상태에서는 내수기반도 불안한 상태에서 벗어나기 어렵다고 할 수 있다. 그리고, 내수기반이 확고하지 못하다면 경제의 선순환을 이루어내기 어렵고, 경제의 선순환이 이루어지지 않는다면 우리경제의 본격적인 회복은 어렵다고 볼 수 있다.

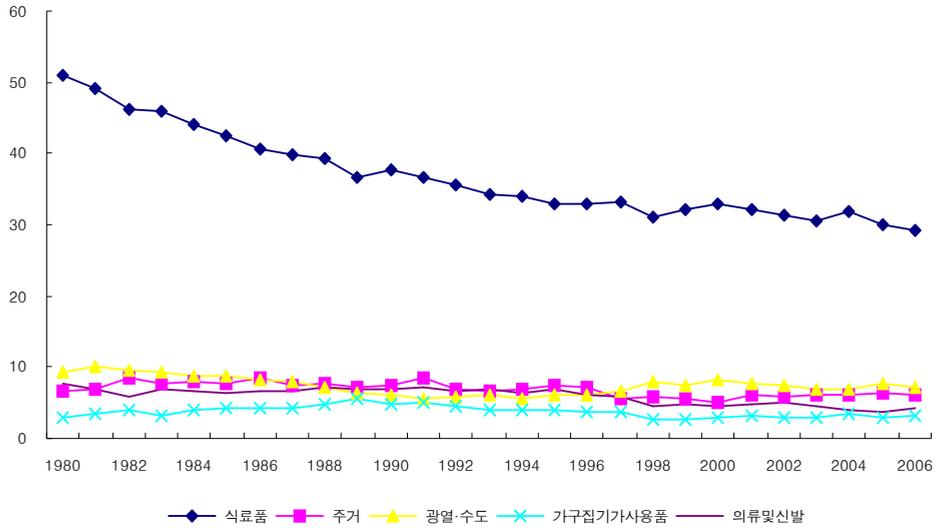
외환위기 이후 경기가 침체될 때마다 최저소득계층의 상대적 소비수준이 상대적 소득수준의 둔화폭만큼 충분히 줄어들지 못하였던 것은 최저소득계층의 상대적 소비수준이 외환위기 이전부터 이미 더 이상 줄이기 어려운 데까지 줄어들어 있었기 때문이라고 생각해 볼 수도 있다. 더 이상 줄이기 어려운 상황이었기 때문에 아무리 성장률이 폭발하고 실업이 크게 증가하는 위기상황이라 할지라도 최저소득계층은 다른 계층에 비해 소비를 더 줄일 여지가 없었을지 모른다는 의미이다.

그러나 이 기간 동안 최저소득계층의 소비지출 내역을 보면, 교통 및 통신비 지출이 대폭 증가하는 意外的 모습이 나타나고 있다. <그림 59>와 <그림 60>에 따르면, 최저소득계층의 소비지출의 비중 가운데 두드러진 특징은 1980년 이후 최근까지 식료품의 비중이 꾸준히 줄어들고 있다는 점과 함께 교통·통신관련 지출항목의 비중이 외환위기 이후 크게 늘어나고 있는 점을 들 수 있다. 식료품과 교통 및 통신비를 제외한 나머지 항목들의 소비비중은 별로 의미 있는 커다란 변화를 보이지 않고 있다.

최저소득층의 전체 소비지출 대비 교통 및 통신관련 지출의 비중은 1997년 10.2%에서 1999년에는 15.6%로 대폭 올라가 2년 만에 5.4%p만큼 상승하였다. 그리고 2003년과 2004년에는 16.0%에서 17.4%로 1.4%p 추가 상승하여 2006년 현재 교통 및 통신관련 지출은 전체 소비지출의 17.2%로서 식료품관련 지출(29.2%)을 제외하면 가장 규모가 큰 소비항목이 되었다.

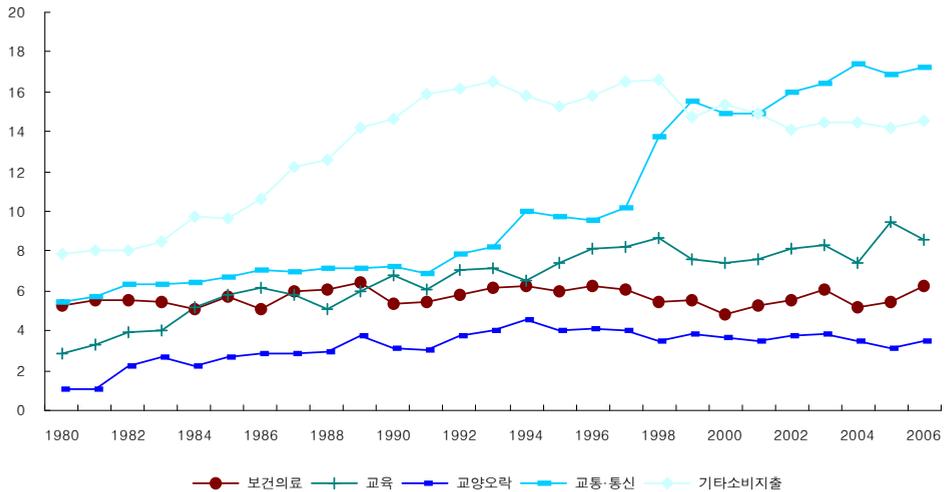
〈그림 59〉 도시근로가계 최저소득 10%계층의 소비지출 비중(1)

(단위 : %)



〈그림 60〉 도시근로가계 최저소득 10%계층의 소비지출 비중(2)

(단위 : %)

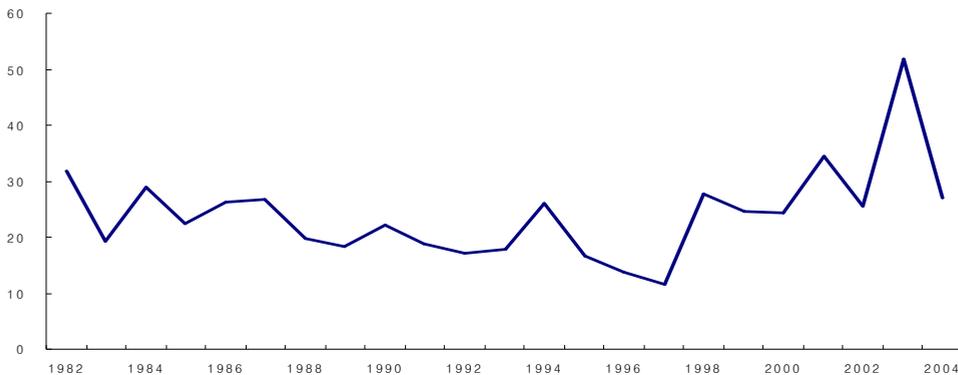


상식적으로 생각할 때 소비생활에서 필수품으로 여겨지는 식료품이나 보건 및 의료관련 지출, 교육지출, 수도 및 광열지출<sup>120)</sup> 등은 경제위기와 내수침체를 전후하여 그다지 커다란 변화를 보이지 않았던 반면, 교통 및 통신관련 지출만이 홀로 대폭적인 비중 증가를 나타냈던 것이다. 경제위기가 진행 중이던 1998년이라든지 사상 최장기간의 내수침체가 지속되며 자신의 부채가 크게 늘어나던 2003년과 2004년의 기간 동안 최저소득층은 다른 항목의 지출은 줄이면서도 교통·통신관련 지출만큼은 상대적으로 대폭 늘인 것이다. 교통 및 통신관련 지출도 IT시대의 소비생활에서 빼놓을 수 없는 중요한 지출항목임은 두말할 필요도 없지만, 과연, 감당하기 힘들만큼 빚을 지는 한이 있더라도 교통 및 통신관련 지출을 대폭 늘렸어야 했는지는 쉽게 납득이 되지 않는다.<sup>121)</sup>

결국, 외환위기 이후 우리나라 최저소득층 가구들은 다른 계층에 비해 소비지출을 줄이려는 노력을 그다지 많이 하지는 않았으며 소득수준이 다른 소득계층에 비해 상대적으로 크게 하락하는 가운데서도 다른 계층에 비해 소비지출을 별로 줄이지 않은 대신 부채를 크게 늘렸다고 평가할 수밖에 없을 것이다.

<그림 61> 하위 10% 최저소득계층의 부채증가/처분가능소득 추이

(단위 : %)



120) 수도 및 광열 지출의 비중은 1997년의 6.9%에서 1998년에는 8.0%로 늘어나고 있는데, 이는 외환위기로 인하여 환율이 크게 상승하면서 에너지 가격이 급등하였기 때문으로 판단된다.

121) 물론 휴대폰, 자동차, 휘발유 등이 외환위기 이후 필수품으로 자리 잡았을 가능성도 충분히 있을 것이다. 이 점을 규명하기 위해서는 별도의 연구가 필요하다고 생각한다. 다만 본문에서는 소득이 적은 계층들이 소득에 비해 엄청난 부채를 쓰면서까지 휴대폰을 사용하거나 자동차를 구입하고 휘발유를 구입하는 활동을 유지해야 했느냐에 대해 의문을 제기하는 것일 뿐이다.

〈그림 61〉에 따르면, 1980년대 전반기 동안, 최저소득층은 자신들의 처분가능소득의 약 25%에 해당하는 규모로 매년 부채를 증가시켜 왔었음을 알 수 있다. 그러나 대략 1987년 이후부터는 이 비율을 점차 줄여 10년 뒤인 1997년에는 처분가능소득에 대한 부채증가의 비율을 11.6%까지 떨어뜨리고 있었다. 그러다가 1998년 경제위기가 발생하자 최저소득층의 처분가능소득 대비 부채증가의 비율은 1980년대 전반기 수준인 27.8%로 다시 높아졌는데, 이는 전년에 비해 16.2%p만큼 급증한 것이었다. 여기에는 1998년 최저소득층 처분가능소득이 전년에 비해 23.4% 하락하는 등 분모에 해당하는 값 자체가 경제위기로 인해 줄어든 점도 중요한 역할을 하였다.

카드버블 붕괴로 내수가 급격히 위축되던 2003년에도 최저소득층 처분가능소득 대비 부채증가의 비율은 급격히 늘어나 전년의 25.5%에서 무려 51.8%로 폭등하였다. 그런데 처분가능소득 대비 부채증가의 비율이 이처럼 크게 늘어난 점에서는 1998년과 2003년이 같다고 할 수 있지만 2003년에는 최저소득층의 처분가능소득이 줄어들기보다 부채증가가 대폭 늘어난 점이 외환위기 당시와 다른 점이었다. 물론, 2003년에도 극심한 내수침체로 인하여 최저소득층의 처분가능소득이 전년대비 8.6% 감소하긴 했지만 부채증가 자체가 2002년의 19만원에서 2003년에는 36만 2천원으로 무려 90.5%나 급증했던 것이 압도적 원인이었다.

여기서 한 가지 흥미로운 점은 경기불황에 대한 우리나라 최저소득층의 이러한 대응이 일본 최저소득계층의 경기불황에 대한 대응과 판이하게 달랐다는 사실이다. 즉, 2001년 일본의 실질 성장률이 전년의 2.9%에서 0.2%로 낮아지자 일본의 최하위 10% 저소득계층은 평균 소비성향을 86.9%에서 82.8%로 낮춤으로써, 2003년 내수불황 당시 평균소비성향을 20%p 가량 높였던 우리나라 최저소득층과 대조적 모습을 보이고 있다(〈그림 59〉).<sup>122)</sup> 우리나라의 『도시가계연보』와 동일한 방법으로 집계되는 일본 통계청의 『가계조사』자료에 따르면, 일본의 최하위 10% 소득계층은 2001년의 경기불황이 왔을 때 평균소비성향을 전년의 86.9%에서 82.8%로 줄어나감으로써 가계흑자율을 오히려 높이는 모습을 보인 것이다. 이와 같이 일본의 최저소득계층과 우리나라 최저소득계층의 행태가 정반대로 나타나는 데에는 물론 여러 가지의 배경요인이 있었을 것으로 생각된다.

먼저, 일본 최하위 10% 소득계층의 소득수준을 원화로 환산해 보면, 2000년의 경우 우리나라 도시가계의 6분위의 소득수준, 즉 대략 우리나라 중산층에 해당했지만 2001년에는 우리나라 도시가계의 5분위 소득수준, 2002년에서 2004년의 3년간에는 4분위, 2005년에는

122) 2000년 이전의 데이터는 가용하지 않았으므로 과거의 경기불황시에 일본의 최저소득층이 어떤 반응을 보였는지는 알 수 없다는 한계가 있다.

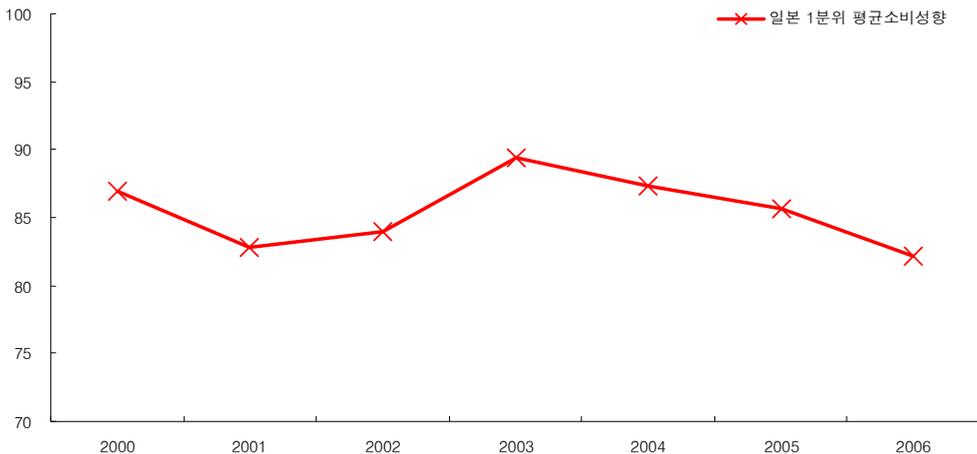
3분위, 그리고 2006년에는 저소득층이라 할 수 있는 2분위의 소득수준까지 계속 하락하여 왔다. 이는 이 기간 동안 일본의 장기침체와 디플레이션의 여파로 최저소득층의 명목소득 수준이 엔화기준으로 5.5% 하락하였을 뿐 아니라 원/엔 환율도 6년간 21.7%나 하락하였기 때문이었다. 즉, 원화로 환산한 일본 최하위 소득계층의 소득수준 자체가 몇 년 사이에 크게 낮아진 반면, 우리나라 도시근로자의 소득수준은 끊임없이 상승하여 최하위 소득계층의 경우에도 2000년에서 2006년까지 명목 소득수준이 총 34.8%가 증가하였기 때문이다.

이렇게 보았을 때 2001년 당시 우리나라 중산층에 해당하던 일본 최저소득층의 경기불황에 대한 대응은 우리나라 최저소득층과 크게 다를 수밖에 없었을 것이다. 특히 일본의 최저소득층은 우리나라의 최저소득층에 비해 훨씬 낮은 평균소비성향 흑자를 매년 유지하여 왔었다. 1992년 이후 약 10년간에 걸친 장기침체에도 불구하고 일본 최저소득층은 자신의 평균소비성향을 85% 수준에서 유지함으로써 매년 15% 정도의 흑자율을 유지(〈그림 62〉)하여 왔으며, 이는 만성적인 적자에서 벗어나지 못하던 우리나라 최저소득층과는 사정이 매우 다른 것이었다. 따라서 이와 같이 사정이 매우 다른 두 나라 최저소득층의 불황기 중 평균소비성향을 직접 비교하여 말하는 것은 무리가 있을 수 있다.

또한, 앞서 지적한 바와 같이, 외환위기 이후 우리나라의 두 차례의 경기침체와 달리 2001

〈그림 62〉 일본 최저소득 10%계층의 평균소비성향 추이

(단위 : %)



자료 : 일본 통계국, 『가계조사』 각 호

년의 일본 경기침체는 전세계적 IT 버블 붕괴에 따라 IT 산업의 재고가 증가하던 것으로서 개인의 소득을 크게 잠식하는 성격은 아니었을 것으로 판단된다. 그리고 그러한 성격의 경기침체라면 그에 대한 일본 최저소득층의 대응이 소득이 상대적으로 크게 줄어들었던 우리나라 최저소득층의 대응과 다를 수밖에 없었을 것이라는 점도 충분히 감안할 필요가 있다. 경기침체라 하더라도 소득이 크게 줄어들지 않는 상황이라면 소비지출을 유지하기 위해 부채를 얻을 이유도 별로 없으며 따라서 소비성향이 올라가야 할 이유도 없었을 것이기 때문이다. 게다가 일본의 저소득층은 꾸준한 가계흑자를 유지하여 왔었기 때문에 불가피한 소비지출을 위해서라면 동원 가능한 財源도 충분하였을 것이다. 그럼에도 불구하고 소비를 늘이지 않고 줄였다는 것은 일본의 최저소득층은 불황에 당면하여 소비를 억제할 여력을 상당부분 가지고 있었음을 의미한다고 볼 수 있다.

이제 우리나라 저소득층 가계의 재무상태가 매우 열악해진 상태에서 향후 이 문제가 어떤 경로로 개선될 수 있을지에 대해 살펴볼 필요가 있다. 우선, 최저소득층이 만성적 적자에서 벗어나기 위해서는 경제 전체의 활발한 성장이 매우 중요하다고 분석된다. 소득분위별 경상소득 상승률과 경상 GDP 상승률의 상관관계를 구해보면, 외환위기 이후 두 변수간의 상관관계가 다소 약화되고 있기는 하지만 최저소득계층과 경제성장은 외환위기 이후에도 여전히 높은 상관관계를 가지고 있는 것으로 나타난다. 1990년에서 1997년까지와 1998년에서 2006년까지의 두 기간 소득 분위별 경상소득 증가율과 경상 GDP 성장률의 상관계수를 구해보면, 최저소득계층의 경우 외환위기 이전에는 0.8881이었다가 외환위기 이후에는 0.7781로 다소 둔화되고 있다. 최고소득계층의 경우도 외환위기 이전의 0.7948에서 0.7689로 다소 낮아지고 있다. 그러나 외환위기 기간 중 경상 성장률과 소득계층별 경상소득의 상관계수는 최고소득층의 0.7689보다 최저소득계층의 0.7781이 약간 더 높게 나타난다. 즉, 경상GDP가 성장할수록 최저소득계층의 소득은 고소득계층의 소득보다 조금이나마 더 늘어날 가능성을 의미하고 있는 것이다. 이와 같이 최저소득계층의 소득이 경상 GDP에 민감하게 반응하는 것으로 미루어, 경제성장은 최저소득층의 가계안정을 위해 상당히 중요한 문제라고 판단된다.

최저소득층 가계가 적자폭을 지금의 수준에서부터 어느 정도 줄이지 못한다면 정상적인 소비활동이 어려울 것이며 이런 상태에서라면 우리경제의 내수회복도 쉽지 않을 것으로 보인다. 최근 우리경제에서 빈곤으로부터의 탈출이 갈수록 어려워지고 있는데, 앞서 살펴본 바처럼 외환위기 이후 경기둔화세가 지속되어 저소득층 소득이 제대로 늘어나지 못한 사실이 그 핵심적 원인이겠지만 빈곤층 당사자들이 경기가 어려울 때마다 내핍과 절약에 힘쓰기

보다는 부채증가에 너무 의존했던 것은 아닌지 되돌아볼 필요가 있다. 또한 적자가 크게 늘어난 계층이 스스로 적자에서 벗어나려는 노력을 기울여야함은 물론, 당장에 손쉬운 빛을 최저소득층에게까지 너무 지나치게 권하는 사회적 분위기에도 문제는 없었는지 되돌아볼 필요가 있다고 생각된다.

한편, 정책적인 관점에서는 기업이 벌어들인 소득이 기업에서부터 가계로 흘러들어가지 못하고 기업부문에 잠겨있는 현상에 대한 원인파악도 중요하다. 기업부문의 성과가 다른 부문으로 확산되지 못하여 경제순환이 어려워진 이유를 찾아낼 수 있어야 하는 것이다. 기업의 눈부신 성과 가운데 적정부분이 가계로 원활하게 흘러들어가지 못한다면 경제 전체적 순환이 이루어지지 못하여 경제가 잠재적인 성장능력을 충분히 발휘할 수 없을 뿐 아니라, 특히 순환이 제대로 이루어지지 못하면 저소득층의 소득증가도 어려워질 수밖에 없어 내수기반이 불안정한 상태가 개선되기 어렵다.

이 문제는 결국 기업이 최근 몇 년 동안 사상 최고의 수익을 올리는 가운데서도 투자에 극히 소극적이었던 원인이 무엇이었는지에 대한 논의로 귀결된다고 하겠다. 투자부진의 원인이 거시 경제적 원인 때문이었는지 아니면 기업이 정신의 위축이라는 심리적 요인 때문이었는지 또는 기업의 경영권 방어를 위해 가능한 한 많은 현찰을 축적해 두겠다는 현실적인 원인 때문이었는지에 대한 판단과 그에 대한 대책마련이 필요하다. 이러한 준비는 비단 완전한 저성장이 지속되는 한국식 장기침체에서 벗어나기 위해 필요할 뿐 아니라 다음에서 논의하고 있는바, 앞으로 우리경제에 찾아올지 모르는 外部로부터의 好機를 최대한 살리는 기반을 마련하기 위해서라도 반드시 필요한 과정이다. 경제성장이 활발해지더라도 가계로 소득이 원활하게 흘러들어가게 하고 가계 가운데서도 저소득층에게까지 소득이 흘러 들어가게 하려면 무엇을 어떻게 해야 하는지를 빨리 찾아내는 것이 중요하다.

### 3) 고비용구조의 정착

향후 우리경제의 지속적인 성장을 어렵게 하는 또 다른 구조적 요인으로서 우리경제의 고비용구조에 대해 살펴볼 필요가 있다. 앞서, 일본경제가 회생을 하게 된 근본 배경으로서 일본경제가 장기침체와 디플레이션을 거치면서 고질적인 고비용구조를 상당부분 해소하였던 점을 설명한 바 있다. 우리경제는 외환위기를 거치면서 위기 이전의 과잉투자 기간 중에 누적되었던 고비용구조가 일거에 해소되는 듯하기도 했지만 얼마 지나지 않아 부동산 가격이 다시 급등하고 임금 상승률이 높아지면서 고비용구조가 다시 정착되어가고 있는 것으로 우

려된다.

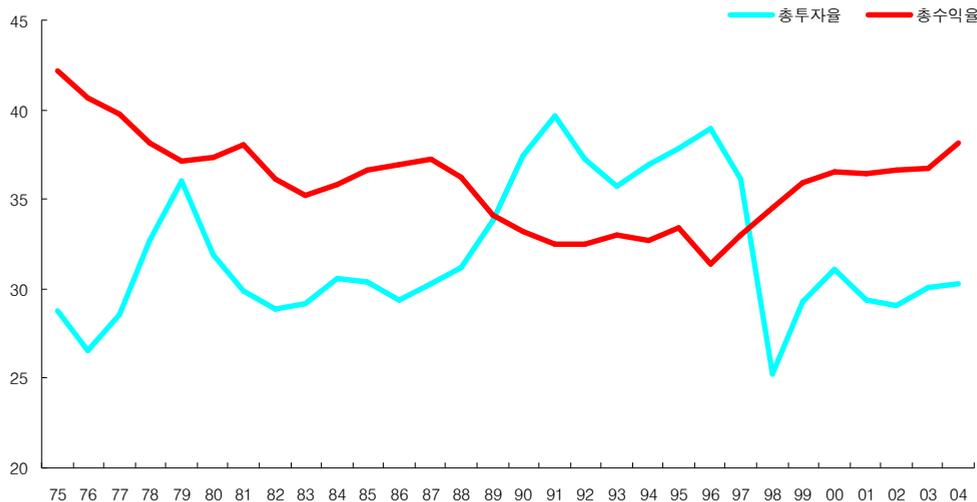
1990년대 우리경제는 소위 “저효율·고비용 구조”로 인하여 기업이 매출을 늘이면 늘일 수록, 투자를 더하면 할수록 기업에게는 오히려 손실이 초래되는 상황, 즉, 과잉투자 상황이 지속되었었다. <그림 63>은 국민계정 통계를 사용하여 가장 교과서적인 방법(박종규 2003)에 의해 우리나라의 총투자수익률을 구한 뒤 이를 총투자율과 비교한 것이다. 이에 따르면 1990년으로 접어들면서부터 우리경제는 총투자이익률이 총투자율을 밑돌기 시작하였으며 그러한 상황은 외환위기가 찾아올 때까지 1990년대 내내 지속되었다.

1990년대 우리경제는 투자율이 투자수익률을 초과하는 부분만큼 손해가 나는 경제였음에도 불구하고 <그림 63>에서 보는 바와 같이 투자가 계속 증가하였으며 수익률을 초과하는 투자가 계속됨에 따라 기업부실도 광범위하고 깊게 누적되었다. 그리고 자금조달의 대부분을 금융기관 차입에 의존하였던 당시의 상황에서 기업의 부실은 금융기관의 부실로 이어질 수밖에 없었으며 그 결과, 금융기관의 부실도 광범위하게 깊게 누적되어 오다가 1997년 말에 이르러 외환위기와 동시에 금융위기가 발생한 것이다.

최근의 고비용구조는 기업의 채산성을 악화시켜 광범위한 기업부실을 초래하고, 그것이 다시 금융기관 부실로 이어졌던 1990년대의 과정을 밟고 있지는 않는 것 같다. 오히려 2003년

<그림 63> 총투자율 및 총투자수익률 추이(경상가격)

(단위 : %)

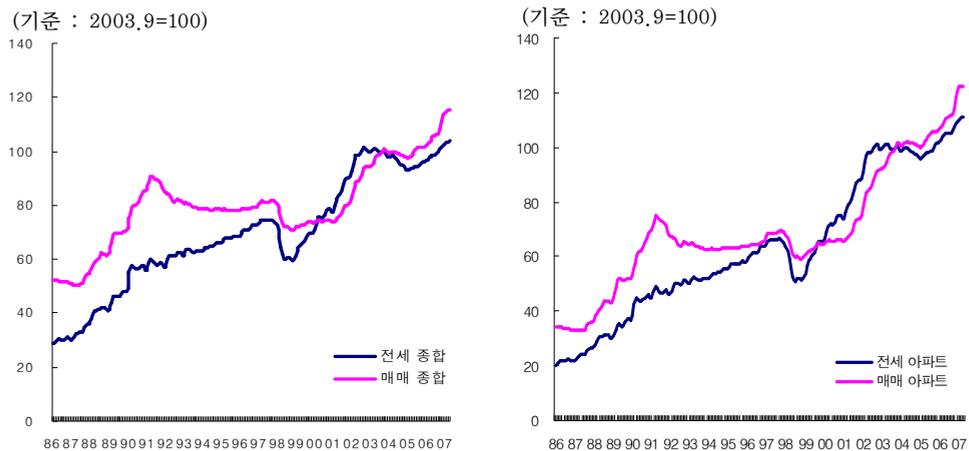


이후 최근까지 기업부문의 각종 채산성지표들은 외환위기 이전에는 상상조차 하기 힘들었을 만큼 사상 최고수준으로 와 있는 상태이다. 그렇지만 2003년 이후 지금까지 기업부문이 눈부신 성과를 거둔 데에는 높은 환율, 낮은 금리에 힘입은 바 컸다고 생각된다. 예를 들어 외환위기 이후 원화환율이 경상수지 균형을 의미하는 수준보다 꽤 높은 수준에서 계속 머물러 주었었기 때문에 수출기업들은 상당히 유리한 환경에서 기업 활동을 할 수 있었다. 또한 2001년 이후부터의 초저금리 추세는 부채를 많이 갖고 있던 기업들로 하여금 금융비용을 대폭 절약할 수 있게 하였다.

그러나 이와 같이 기업에게 유리하였던 거시경제적 환경은 최근 들어 점차 사라지고 있다. 환율은 2004년 하반기 이후 빠른 속도로 하락하여 2006년 하반기부터는 외환위기 이후 9년간 이어온 경상수지 흑자기조가 더 이상 계속되기 어려운 수준으로 하락하였다(박종규 2006a). 이러한 환율의 빠른 하락에 따라 수출기업들도 수익을 올리기 매우 힘들어졌다.

뿐만 아니라 대략 2001년 하반기부터 주거용 부동산 가격이 급격히 상승하기 시작(〈그림 64〉)하였는데, 주거용 부동산의 매매 및 전세 가격 급증은 임금 근로자들로 하여금 생산성을 초과하는 임금상승을 요구하도록 하는 압력요인이 될 수 있다. 또한 부동산 가격의 상승은 임대료의 상승으로 이어질 뿐 아니라 장기적으로는 미래의 지속적인 인플레이션을 상승을 초래하는 핵심 요인이 되고 있다. 그리고 인플레이션율의 상승은 명목금리 상승으로 이

〈그림 64〉 전국 주거용 부동산 월별 가격지수 추이



어질 수밖에 없다. 게다가 지가의 상승은 한정된 財源으로 투자를 할 수밖에 없는 정부로 하여금 토지수용을 어렵게 만들므로써 도로, 철도 및 항만의 건설에 제약을 가져와 장기적으로는 물류비 증가의 원인이 되기도 한다. 이러한 高임금, 高임대료, 高금리, 高인플레이션, 高물류비 등으로 특징지어지는 고비용구조는 지난 1990년대 우리경제의 발목을 잡았으며 그 발단이 바로 1980년대 말에서 부동산 가격 상승이 멈추었던 1991년까지 계속되었던 부동산 가격급등이었다(박종규·조운제 2002)

외환위기 이후 몇 년 동안 기업 채산성 개선에 커다란 도움을 주었던 환율과 금리 등 거시경제 정책기조로부터 비롯되는 유리한 요인들이 최근 들어 점차 악화되고 있는 가운데 부동산 가격, 물류비, 임금, 임대료 등 기업 수익성에 직간접적으로 영향을 줄 수밖에 없는 가격요인들이 꾸준히 악화되고 있는 것이다. 그러므로 앞으로 기업들이 생산성에 있어 팔목할 만한 발전을 만들어 내지 못한다면 우리 기업들은 1990년대에 못지않게 불리한 거시경제적 환경에서 기업 활동을 하지 않을 수 없을 것으로 예상된다.

일본경제의 회생과정에서 일본경제가 중국특수를 적극적으로 활용할 수 있었던 배경에는 고비용구조의 해소로 기업 활동의 환경이 크게 개선되었다는 점을 중요하게 살펴 본 바 있었다. 이러한 일본의 회생과정과는 반대로 우리나라의 경우는 거의 모든 가격지표들이 외환위기를 계기로 일거에 정상화되는 듯하다가 대략 2000년 이후부터는 다시 빠르게 악화되었고 그 결과, 지금의 우리경제는 모든 것이 매우 비싼 고비용 경제가 되고 말았다.

고비용 경제의 대표적 증상의 일단으로서 조기유학 문제를 생각해 볼 수 있다. 같은 금액을 들였을 때 국내에서 받는 교육내용이 만족스럽지 못할 뿐 아니라 노력에 비해 얻는 것이 별로 없는 극히 비효율적인 교육환경이라고 판단한 수많은 학부모들이 자녀들을 해외로 유학을 보내고 있는 것이다. 비용 한 단위당 서비스 만족도가 너무 낮다고, 또는 주어진 서비스 수준에 비해 비용이 너무 높다고 판단했기 때문에 해외에서 대안을 찾아 나섰다고 할 수 있다.

한국은행의 조사에 따르면, 우리나라 유학 및 연수수지는 2002년 이후 폭발적으로 악화되고 있으며 2006년 현재에는 44억 달러의 적자를 기록하고 있는 중이다(〈그림 65〉). 해외에서부터 가급적이면 다양하게 선진학문과 기술을 배워올 필요가 있는 우리나라로서는 유학 및 연수수지가 균형을 이루는 것이 바람직하다고 볼 이유는 없다. 그럼에도 불구하고 44억 3천만 달러의 적자는 2006년 원화가치로 환산할 때 4조 4천억원에 해당하는 규모로서 2006년 우리나라 전 산업 평균 연봉이 약 3천 2백만원 정도임을 감안하면 매년 13만 7500명의 인원에게 봉급을 줄 수 있는 돈이라고 할 수 있다.

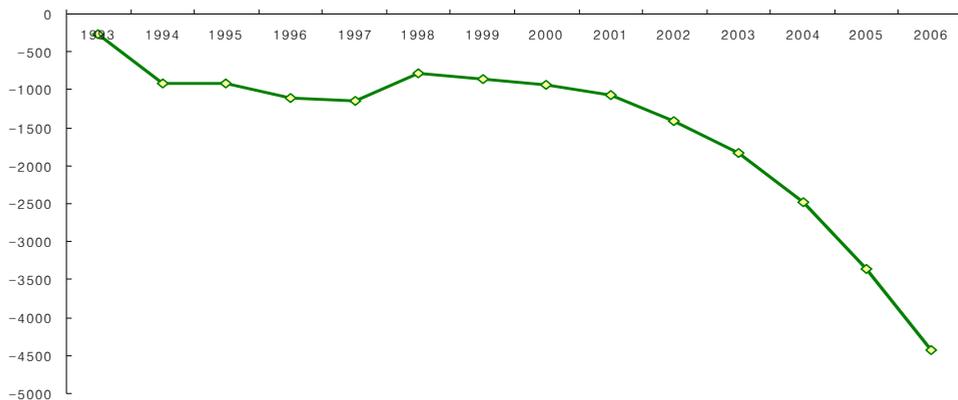
게다가 한국은행에 따르면, 유학수지는 등록금 등 공식적인 경로를 통해 해외로 지급된

금액만을 집계하는 것으로서, 유학생과 동반하는 가족들이 지출하는 모든 비용을 감안하면 실제로 유학 및 연수를 위해 우리나라 사람들이 해외에 지불하는 비용의 총합은 공식적인 유학수지 지출의 약 세배에 달하는 것으로 추산되고 있다. 이 경우 2006년 현재 실질적인 유학수지 적자규모는 대략 41만명에게 봉급을 줄 수 있는 막대한 규모인 것이다. 즉, 2006년 한 해만 놓고 보더라도 약 41만 명의 일자리를 창출할 수 있는 재원이 해외로 빠져나가고 있는 것이다. 국내교육시장의 비효율 때문에 이와 같은 막대한 재원이 매년 해외로 빠져나가고 있으면서도 국내경제가 활성화되기를 기대하는 것은 무리라고 하지 않을 수 없다.

우리경제의 고비용구조가 얼마나 심각한 수준인지를 알려주는 또 다른 지표로서 생활물가의 국제비교를 들 수 있다. 각국의 물가수준은 여러 가지 방법으로 비교해 볼 수 있으며 각각의 방법에 따라 순위 또한 달라지기 마련이어서 비교결과 하나하나에 대해 지나친 신빙성을 부여하기는 어려운 것이 사실이다. 그럼에도 불구하고 서울의 생활물가가 세계 최고 수준이라고 집계하고 있는 최근의 조사결과는 충격적이지 않을 수 없다. <표 26>에 따르면, 2006년 현재 서울의 생활물가는 러시아의 모스크바에 이어 세계 2위로 나타나고 있다. 같은 조사결과에 의하면, 2005년 서울의 순위는 5위였으며 1년 사이에 세 계단이 상승하였다. 반면 일본의 동경은 2005년 1위에서 2006년에는 서울에 이어 3위로 내려갔다. 2005년 동경에 이어 2위를 기록하였던 오사카는 2006년에는 6위로 내려갔고 3위이던 런던은 5위로 순위가 하락하였다.

<그림 65> 국제수지 중 유학연수 수지 추이

(단위 : 백만달러)



자료 : 한국은행

앞으로 고비용경제의 폐해는 1990년대처럼 기업의 부실을 유발시켜 금융위기를 몰고 올 가능성보다는 기업의 해외탈출을 촉진할 가능성이 더 높다고 판단된다. 지구촌화가 갈수록 진전되고 있는 상황에서, 모든 것이 비싼 국내경제보다는 경쟁력 확보가 용이한 해외경제로 기업활동 기반을 옮기는 것이 기업의 입장에서는 더욱 유리할 것이기 때문이다. 아직 우리 경제에서 기업의 대규모 해외탈출(exodus)이 일어나고 단정적으로 말하기는 어렵지만 10여 년 전보다 지구촌화가 훨씬 진행되어있는 지금은 국내의 경제활동이 기업으로 하여금 지나치게 비싼 비용을 요구한다면 얼마든지 해외에서 대안을 찾을 수 있는 상황임에는 이론의

〈표 26〉 Cost-of-Living Survey – Worldwide Rankings 2006

Rankings		City	Country	Cost of Living Index	
2006. Mar.	2005. Mar.			2006. Mar.	2005. Mar.
1	4	Moscow	Russia	123.9	119.0
2	5	Seoul	South Korea	121.7	115.4
3	1	Tokyo	Japan	119.1	134.7
4	9	Hong Kong	Hong Kong	116.3	109.5
5	3	London	United Kingdom	110.6	120.3
6	2	Osaka	Japan	108.3	121.8
7	6	Geneva	Switzerland	103.0	113.5
8	8	Copenhagen	Denmark	101.1	110.0
9	7	Zurich	Switzerland	100.8	112.1
10	10	Oslo	Norway	100.0	105.3
11	13	New York City	United States	100.0	100.0
12	15	St. Petersburg	Russia	99.7	99.5
13	11	Milan	Italy	96.9	104.9
14	19	Beijing	China	94.9	95.6
15	22	Istanbul	Turkey	93.1	93.8
16	12	Dublin	France	93.1	102.2
17	34	Sydney	Singapore	92.0	88.0
18	13	Shanghai	Ireland	91.8	100.0
19	20	Rome	Australia	91.3	95.2
20	30	Kiev	China	91.2	90.4

자료 : MERCER Human Resource Consulting, 「Cost of Living Survey」  
<http://www.mercerhr.com/costofliving>

여지가 없을 것이다. 그리고 그 댓가는 국내경제의 활력상실 내지 활력회복의 지연으로 나타날 것이다. 그러므로 고비용구조는 1990년대에 일어났던 금융위기와 같은 모종의 위기상황을 초래한다기보다는 끝없이 지지부진한, 활력이 없는 무기력한 경제를 초래할 가능성이 높을 것으로 판단된다. 그리고 지금의 경제가 무기력한 것도 어쩌면 이미 우리경제에 자리 잡은 고비용구조가 그 원인일지 모른다고 생각한다.

## 2. 국제적 불균형이 미래 우리경제에 미칠 영향

이상에서와 같이 우리경제의 지속적인 성장을 위해 불리한 구조적 요인으로 생각되는 몇 가지를 살펴보았지만, 우리경제의 미래를 위해 희망적으로 보이는 요인들도 없지는 않다. 그 중 하나가 국제적 불균형(global imbalance) 문제일 수 있다고 생각된다. 지금으로서는 국제적 불균형 문제가 국제금융시장의 불안을 통해 우리경제에도 부정적인 영향을 미칠 것으로 우려되고 있지만 그것이 어떤 과정을 밟아 해소될 것인가에 따라 우리경제에 매우 유리한 상황이 전개될 가능성도 있다.

이미 잘 알려져 있는 바와 같이 국제적 불균형이 발생한 근본원인은 미국의 경상수지 적자규모가 지속불가능하다고 할 정도로 빠르게 확대되어 왔기 때문이다. <그림 66>이 보여주고 있는 미국의 GDP 대비 경상수지 비율은 이것이 만약 미국이 아닌 다른 개도국의 통계였다면 그 나라는 아마도 오래 전에 외환위기를 겪을 수밖에 없었을 정도라고 생각된다. 2002년 이후 미국은 매년 GDP 대비 4%를 초과하는 경상수지 적자를 내고 있으며 그 규모도 한 해도 빠짐없이 갈수록 더 커지고 있다. 그럼에도 불구하고 미국경제에 문제가 발생하지 않고 있는 이유는 일본 및 유럽 각국과 특히 아시아 개도국들로부터 막대한 자금이 미국자본시장으로 들어와 미국의 상품 및 서비스 수지의 적자를 메워주고 있기 때문에 수급상의 문제가 아직 발생하지 않고 있기 때문이다.

국제금융시장에서의 이러한 자금의 순환은 아직까지는 매우 자연스럽게 진행되고 있으며 어쩌면 이것이 또 하나의 안정적 균형상태인 것처럼 보이기까지 하고 있다. 그러나 아무리 미국경제이지만 GDP의 6%를 초과하는 대규모 경상수지 적자를 무한정 낼 수는 없다는 것이 광범위한 합의(consensus)인 것으로 알려져 있다. 일본을 비롯한 아시아 국가들이 자신이 벌어들인 외환으로 미국이 발행한 달러표시 채권을 무한정 매꾸어 준다는 보장이 없기 때문이다. 그럴 경우 달러화의 가치는 갈수록 하락할 것이고, 가치하락이 점점 더 분명해 보인다면 아무도 그런 자산을 무한정 보유하려 하지는 않을 것이기 때문이다. 그러므로 국제금융시장에서

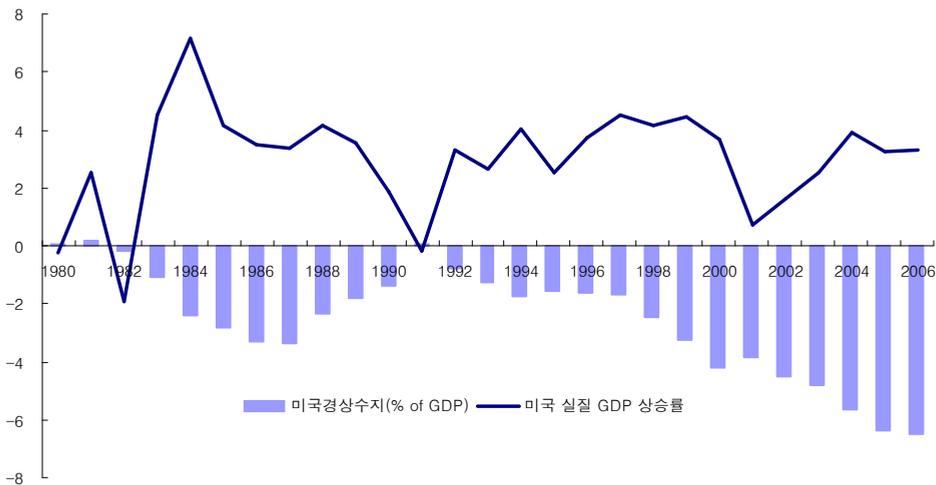
의 현재와 같은 자금의 순환은 언젠가는 정지될 수밖에 없으며 결국은 미국 경상수지 적자의 근본원인이라 할 수 있는 달러화의 고평가 상태가 언젠가는 시정될 수밖에 없다는 것이다.

이 과정에서 우려되는 점은 시장 참여자들이 달러화의 대폭적인 조정이 임박하였다고 믿고 있는 상황에서 누군가 먼저 달러화를 매각하기 시작한다면 연쇄적인 달러화 投賣現狀이 일어날 지도 모르며, 그 경우 미국채권 금리가 폭등할 것이라는 점이다. 미국은 경기가 급격하게 위축될 수밖에 없을 것이며 세계의 거의 모든 경제가 미국경제에 크게 의존하고 있는 지금같은 상황에서 미국경기의 급격한 위축은 필연적으로 세계경제의 급격한 불황을 초래할 수밖에 없을 것이다. 이러한 상황을 비관적으로 보는 견해에 따르면, 국제금융시장에서의 급격한 환율조정이 초래할 세계적 경기침체는 그 깊이와 지속기간에 있어서 지난 세기의 대공황에 못지않게 금세기의 가장 심각한 경제적 사건이 될 것이라고 내다보고 있다(Duncan 2005).

불행히도 이와 같은 비관적인 시나리오가 현실화된다면 그것은 우리경제에 재앙에 가까운 충격이 아닐 수 없을 것이다. 왜냐하면, 우리경제의 대외의존도는 외환위기 이후 날로 높아져 2006년의 경우 원화로 환산한 재화와 서비스의 불변가격 수출액은 실질 GDP의 57.8%에 달하고 있다. 이와 같은 수준은 외환위기 이전인 1996년 25.3%의 두 배가 넘는 수준이다

〈그림 66〉 미국 경상수지 연도별 추이

(단위 : %)



자료 : 미국 상무부

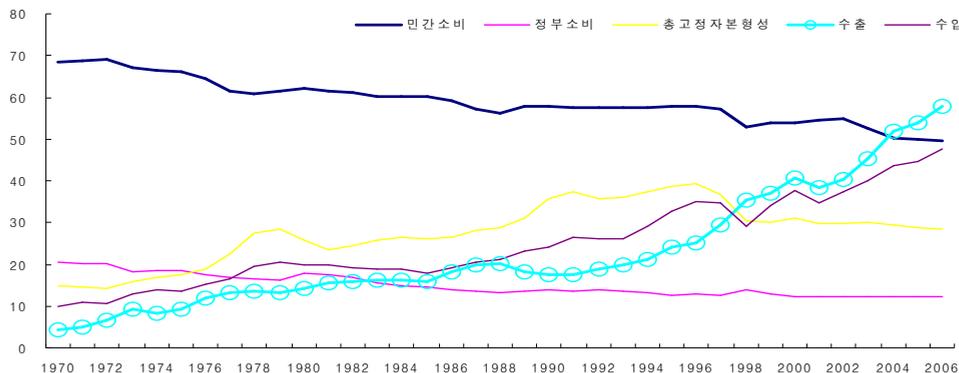
(〈그림 67〉). 재화와 서비스의 수출의 GDP 비중은 2004년을 계기로 민간소비의 GDP 비중을 초과하기 시작하였는데, 소비보다 수출의 비중이 더 큰 현상은 수출이 크게 둔화되지 않는 한 앞으로도 당분간 더 계속될 것으로 예상된다.

이와 같이 대외의존도가 사상 최고수준으로 높아져 있는 상황에서 해외경제가 급격하게 위축된다면 우리경제에게도 엄청난 파급효과를 가지는 외부로부터의 충격이 될 수밖에 없다. 게다가 현재의 우리경제는 이러한 외부로부터의 충격을 충분히 상쇄시킬 만한 여력도 별로 없는 상태이다. 2001년 세계적인 경기침체가 발생하여 많은 나라들이 마이너스 성장을 하고 있을 때 우리경제는 금리인하와 가계대출확대를 통한 내수부양으로 3.1%의 플러스 성장을 할 수 있었다. 이 때 민간소비 증가율은 경제성장률보다 높은 연 4.9%를 기록하는 등 경제성장을 주도하는 역할을 하였다. 그러나 지금의 가계는 더 이상의 부채를 늘이기 어려운 상황이므로 만약 세계적 경기침체로 우리경제가 타격을 입는다 하더라도 2001년 경기침체 당시와는 달리 이 충격을 내수확대로 완충해 나가기 매우 어려운 여건이라고 할 수 있다.

국제적 불균형이 근본적으로 시정되려면 어느 시점에 이르러서는 각국의 환율이 대폭 조정될 필요가 있다. 미국의 천문학적인 경상수지 적자가 매년 확대되고 있는 상황은 달러화가 상대적으로 고평가되어 있음을 의미하는데, 언젠가는 달러화가 대폭적으로 하락해야 한다는 것이다. 만약 이렇게 될 경우, 달러화의 약세는 다른 나라 화폐가치의 상승을 의미하므로 달러화 약세와 더불어 원화가치도 지금보다 훨씬 높아질 것이다. 원화 가치가 지금보다 더욱 올라간다면 우리나라 수출가격의 상승으로 인하여 수출은 더욱 어려워지므로 그렇지 않아도

〈그림 67〉 실질가격 기준 지출부문별 GDP 비중 추이

(단위 : %)



세계경제의 침체로 수출수요가 하락한 상황에서 우리나라의 수출은 더욱 힘들어질 것이다. 세계적 불균형의 갑작스런 조정에 따른 세계적 경기침체와 더불어 원화 가치가 추가적으로 상승한다면 그것은 우리경제를 더욱 어렵게 만드는 치명적인 타격이 될 것이다.

〈표 27〉 국가 및 지역별 2002년 대비 실질 대미환율 절상폭(%)

Country/region	Optimal	Actual <sup>1)</sup>	Remaining
Argentina	40.7	24.5	13.0
Australia	44.2	31.9	9.3
Brazil	39.0	60.1	-13.2
Canada	16.9	27.8	-8.5
Chile	38.3	27.2	8.7
China	45.9	1.8	43.3
Colombia	25.7	20.8	4.1
Euro area	44.4	19.7	20.6
Hong Kong	55.9	-10.7	74.5
India	44.5	9.9	31.5
Indonesia	49.8	6.0	41.4
Israel	32.9	-8.4	45.1
Japan	53.3	-5.6	62.4
<b>Korea</b>	<b>45.6</b>	<b>22.1</b>	<b>19.2</b>
Malaysia	55.7	-3.1	60.6
Mexico	13.6	-4.7	19.1
Philippines	47.3	3.9	41.8
Russia	55.6	46.7	6.1
Saudi Arabia	60.7	-7.6	73.9
Singapore	87.5	-2.4	92.1
Sweden	49.9	10.1	36.1
Switzerland	55.7	10.0	41.6
Taiwan	47.7	-2.2	51.1
Thailand	47.2	3.2	42.6
United Kingdom	42.2	13.5	25.3
Venezuela	31.0	-24.2	72.7

주 : 2005년 11월 15일 현재, Cline(2005), IMF IFS, and Central Bank of China(Taiwan)

그렇지만 세계적 불균형의 조정이 반드시 우리에게 부정적이지만은 않을 수도 있다. 세계적인 경기침체를 동반하지 않은 채 각국의 환율수준이 세계적 불균형을 시정할 수 있는 수준으로 조정될 수만 있다면 우리경제는 오히려 매우 유리한 상황을 맞을 수도 있는 것이다. 이를테면, 1985년에 있었던 플라자 합의와 같은 “新플라자 합의”가 필요하다는 주장도 있다. 즉, 세계적 불균형을 시정하기 위해 對美 무역수지 흑자국들이 자국 환율을 약 3년에 걸쳐 조정하는 동시에 경상수지 흑자 감소로 인한 경기침체 요인을 내수팽창으로 상쇄하자는 주장이 그것이다. 예를 들어, Cline(2005)은 세계적 불균형을 시정하는 데에 충분한 국가 및 지역별 환율의 2002년 대비 변화비율은 <표 27>과 같다는 자신의 시산결과를 제시하고 있다.

지금의 상황에서 1980년대 중반처럼 국가간 환율조정이 수월할 것으로 보는 사람은 많지 않다. 국가간 환율조정을 이끌어 내기에는 미국의 힘이 1980년대 중반만 못하다는 것이다. 1985년 당시 일본, 프랑스, 독일, 영국에게 자국의 환율을 조정하도록 일방적으로 요구하였던 능력을 현재의 미국이 보유하고 있느냐 하는 문제이다. 더욱이 선진국 네 나라의 환율만 조정했던 1985년 당시와 달리 지금은 환율조정이 필요하다고 알려진 나라가 20여개에 달하고 있어 플라자 합의 당시보다 훨씬 더 어려운 다자간 합의를 이끌어내야 하는 상황이다. 그러므로 “新플라자 합의”의 실현가능성은 더더욱 작게 평가되고 있다.

“新플라자 합의”의 실현가능성이 있느냐 없느냐를 떠나 우리가 주목해야 할 부분은 현재의 각국 환율수준이 모종의 “적정 수준”에서부터 얼마나 벗어나 있으며 우리나라 원화환율의 위치는 어디에 있는지를 깨닫는 점이다. 물론 미국 경상수지가 균형을 찾도록 하는 환율수준을 상대방 국가들이 적정 환율수준으로 받아들일 이유는 별로 없다. 각 나라의 적정한 환율수준이란 그 나라의 對美 경상수지가 균형을 이루느냐 아니냐 하는 문제보다 훨씬 다양한 요인들에 의해 결정되는 것이기 때문이다.

그러나 국제금융시장에서의 시장의 힘이 현재의 대규모 미국 경상수지 불균형 상태를 균형상태로 옮겨가도록 하는 힘을 발휘한다면 앞으로 언젠가 각 나라의 환율은 <표 27>에서 제시한 수준을 향하여 조정이 되기 시작할 가능성이 높다고 생각된다. 즉, 각국의 당국자들이 모여 자국의 환율수준을 정책적으로 조정하지 않더라도 만약 시장의 힘에 의해 지금의 국제적 불균형을 해소시키는 방향으로 각국의 환율이 조정된다면 최종적인 각국의 환율수준은 <표 26>에서 제시한 값에서 크게 벗어나지 않을지 모른다는 것이다.

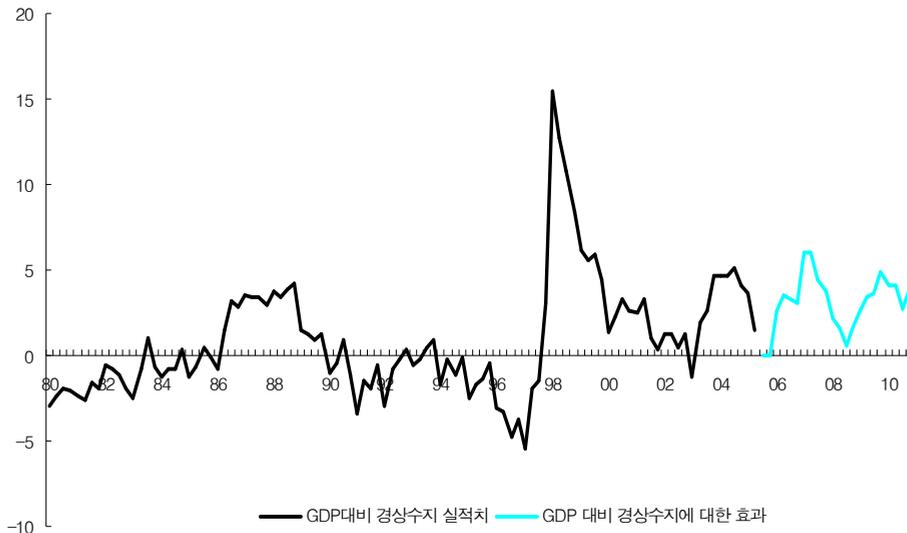
박종규(2006a)에서는 각국의 환율조정이 <표 27>에서 제시한 수치대로 이루어지되 3년에 걸쳐 진행될 경우 국내 거시경제에 미칠 영향을 금융연구원의 『분기별 거시경제모형 KIF05 Q』(박종규 2006b)를 사용하여 분석<sup>123)</sup>해보고 있다. 여기에 의하면, 만약 각국의 환율이 조정

되더라도, 1985년 플라자 합의 당시처럼 세계적 경기침체 없이 원만하게 이루어질 경우, 우리나라에게는 1980년대 3저회황에 버금가는 커다란 기회가 될 가능성이 큰 것으로 나타난다.

먼저 <그림 68>은 2006년을 기점으로 3년에 걸쳐 각국의 실질 환율이 <표 26>에 제시된 대로 조정된다고 가정하였을 때, 우리나라 경상수지의 추가적인 개선효과를 보여주고 있다. 이에 따르면, 경상수지의 개선 폭은 과거 1980년대 중반 3저 효과에 못지않게 큰 폭의 흑자를 낼 수 있음을 알 수 있다. 또한 큰 폭의 경상수지 흑자와 더불어 우리나라 거시경제도 굉장한 경기부양 효과를 누릴 수 있는 것으로 나타나고 있다.

<그림 68>    **각국 환율조정(<표 27>)의 우리나라 경상수지에 대한 효과**

(단위 : %p)



123) 시뮬레이션 분석은 우선 2006년 이후 각국의 환율, 성장률 및 인플레이션을 등에 대해 Global Insight의 전망치를 사용하여 경제전망을 수행한 결과를 기준선(baseline)으로 삼았다. 그 뒤 각국의 환율이 <표 26>에서 제시된 적정환율 수준으로 3년에 걸쳐 조정된다고 가정하여 이로부터 얻어지는 새로운 경제전망과 기준선 경제전망치와의 차이를 <그림 69>와 <그림 70>을 통해 보여주었다. 그러므로 <그림 69>에서의 “경상수지에 대한 효과”라 함은 각국의 환율이 <표 26>에서 제시한 대로 조정될 경우 우리나라가 기대할 수 있는 추가적인 경상수지 흑자폭을 의미한다. 그리고 <그림 70>에서도 “실물경제에 대한 효과”라 함은 환율조정에 따른 추가적인 실물경제지표 증가율의 개선 폭을 의미한다.

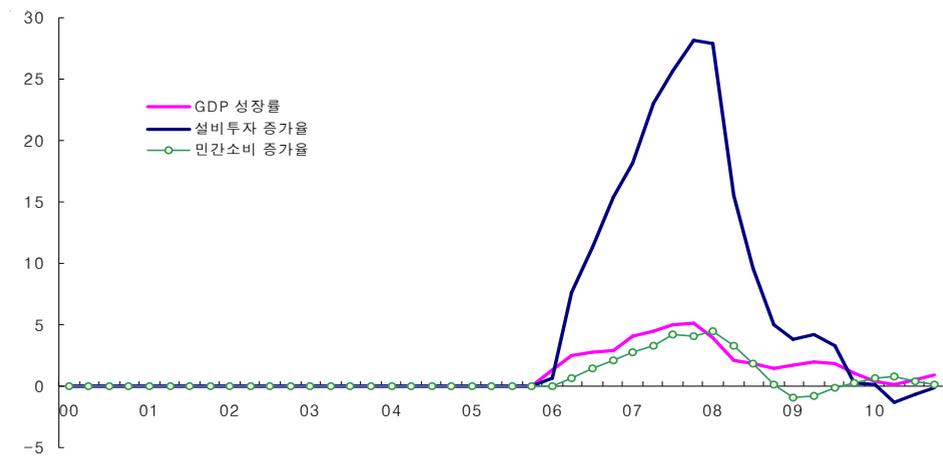
〈그림 69〉에 따르면, 각국의 환율이 미국의 경상수지를 균형으로 만드는 방향으로 3년에 걸쳐 일제히 조정되되 세계적 경기침체를 피할 수 있다면 우리나라 실질 GDP 성장률은 그로부터 5년간 2.35%p, 4.67%p, 2.36%p, 1.62%p, 0.5%p 등의 추가적인 상승효과를 얻을 수 있게 된다. 만약 우리나라 실질 성장률이 매년 4.5%를 기록한다고 가정할 때 이러한 환율조정에 따라 우리나라 성장률은 처음 4년 동안 6.8%, 9.2%, 6.9%, 6.1%로 높아지는 등, 우리경제는 다시 한 번 고도성장의 기회를 가지게 됨을 알 수 있다.

실질 GDP 성장률뿐만 아니라 실질 민간소비 증가율도 약간의 시차를 가지면서 추가적인 상승을 할 것으로 기대되는데, 〈그림 70〉에 따르면, 실질 민간소비 증가율은 1차연도 이후 연차별로 1.04%p, 3.58%p, 2.46%p, -0.39%p, 0.49%p의 추가상승이 기대된다. 특히, 실질 설비투자 증가율의 경우 환율조정 1차연도에는 8.7%p의 추가상승이 기대되다가 2차연도 및 3차연도에는 무려 23.7%p 및 14.5%p의 추가상승 효과가 기대되고 있다.

결국 〈표 27〉과 같은 주요국들의 대미 달러화 실질환율의 하락은 우리나라 원화의 실질실 효환율(real effective exchange rate)의 상대적인 상승을 의미하므로 국내수출의 대폭적인 확대를 통해 경상수지가 크게 개선되고 수출의 급증이 설비투자의 급증을 유발시킴으로써 성장률이 높아지고, 이는 다시 시차를 가지며 민간소비 증가율을 높이는 역할을 할 것이라는 얘기이다.

〈그림 69〉      **각국 환율조정(〈표 27〉)의 국내 실물경제에 대한 효과**

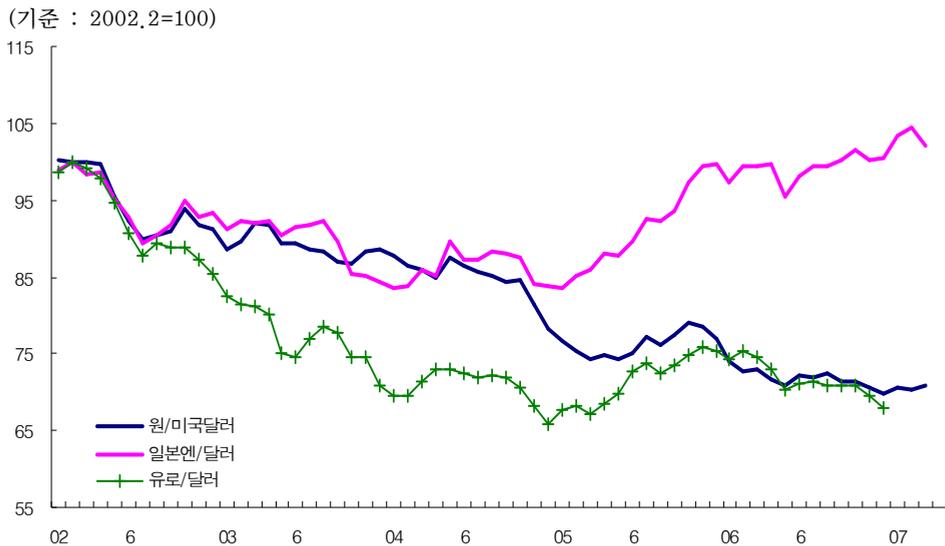
(단위 : %p)



이와 같이 환율을 통한 세계적 불균형 조정과정이 우리경제에게 이와 같이 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대할 수 있는 가장 근본적인 원인은 우리나라 원화환율이 그동안 매우 빠르게 하락하여 왔기 때문이다. <그림 70>은 달러화 약세가 본격화된 시점으로 알려져 있는 2002년 2월을 기점으로 해당지역 소비자물가 상승률로 디플레이트한 지역별 실질 환율추이를 함께 그려본 것이다. 이에 따르면, 달러화 대비 실질 원화환율은 대략 2002년 가을까지 실질 엔화환율과 거의 비슷하게 동조하여 움직이다가 그 이후 2004년 상반기까지는 실질 엔화와 앞서거나 뒤서거나 하면서 전반적인 하락세를 보이고 있었다. 그러다가 2004년 가을부터 실질 원화환율은 급격하게 하락하기 시작하였으며 2006년부터는 실질 유로화 환율과 거의 비슷하게 움직이고 있다. 이러한 가운데 실질 엔화환율은 일본의 지속적인 경상수지 흑자에도 불구하고 원화환율이나 유로화환율과는 반대로 2005년 이후 상당히 빠른 속도로 상승하고 있다.

그동안 원화환율이 다른 나라 환율에 비해 빠르게 하락하여온 결과, 현재의 시점에서는, 다른 국가의 환율에 비해 상당히 조정을 많이 해 둔 셈이므로 세계적인 환율 조정이 일제히 일어난다 하더라도 원화환율은 다른 나라 환율에 비해 조정 폭이 커야 할 필요가 별로 없어진 것이다.

<그림 70> 2002년 대비 주요국 실질 대비환율의 월별 추이



또한 박종규(2006a)의 시뮬레이션 실험결과에 따르면, 국가간 환율조정 과정에서 세계적 경기침체가 발생하더라도 세계경제 성장률 둔화폭이 연 2%p를 넘지 않는 한, 즉 환율조정에 의해 세계경제의 성장률이 기준선 전망치보다 연 2%p 이상 둔화되지 않는 한 우리경제에 특별히 불리하지는 않을 것으로 분석되고 있다. 즉, 지난 1980년대 중반의 플라자 합의 당시처럼 미국에 대해 경상수지 흑자를 내고 있는 국가들이 환율하락에 의한 경기침체를 상쇄하기 위해 금리 인하나 재정확대 등의 내수부양조치를 적절히 활용하여 특별한 경기침체 없이 원만하게 환율조정을 마무리한다면 우리로서는 또 한 차례의 고도성장을 기약해 볼 수 있는 새로운 기회가 될 수 있다.

〈표 28〉 대미 무역수지 흑자국 순위

(단위 : 백만 달러)

2005년			2006년 1월~11월		
국 가	무역수지	랭 킹	국 가	무역수지	랭 킹
China	-201,673	1	China	-22,919	1
Japan	-84,744	2	Japan	-7,901	2
Canada	-81,122	3	Mexico	-5,440	3
Mexico	-51,846	4	Canada	-5,418	4
Germany	-51,004	5	Germany	-4,123	5
Venezuela	-27,568	6	Other Africa	-2,723	6
Malaysia	-23,300	7	Malaysia	-1,914	7
Nigeria	-22,614	8	Italy	-1,825	8
Saudi Arabia	-20,666	9	Saudi Arabia	-1,796	9
Italy	-19,721	10	Ireland	-1,684	10
Ireland	-19,421	11	Nigeria	-1,682	11
<b>Korea</b>	<b>-16,646</b>	<b>12</b>	Venezuela	-1,638	12
Other Africa	-16,435	13	Other South and Central America	-1,629	13
Other Asia	-15,572	14	France	-1,226	14
Taiwan	-13,374	15	<b>Korea</b>	<b>-1,191</b>	<b>15</b>
United Kingdom	-12,966	16	Taiwan	-1,112	16
Thailand	-12,697	17	India	-994	17
France	-11,512	18	Other Asia	-944	18
Russia	-11,336	19	Indonesia	-829	19
India	-10,831	20	Sweden	-792	20

주 : 1) 미국 기준  
 자료 : 무역협회

그러나 그렇게 되기 위해서는 많은 사전 준비가 필요하다. 즉, 新플라자 합의 또는 그와 유사한 좋은 기회가 생겨 우리경제에 유리한 외부충격으로 작용한다 하더라도 앞서 강조한 바와 같이 경제가 선순환을 할 수 있어야 그러한 기회를 충분히 활용할 수 있을 것이기 때문이다. 지난 2002년에서 2006년까지의 기간에도 중국특수에 힘입어 우리나라 수출은 1980년대 플라자 합의 직후 찾아온 3저 호황에 못지않은 호황을 누렸었다. 그럼에도 불구하고 경제 선순환이 이루어지지 못하여 수출확대가 내수경제 회복으로 이어지지 못함으로써 고도성장의 좋은 기회를 제대로 살려보지 못한 것이다.

또 한 가지 중요한 부분은 원화환율의 급속한 하락을 억제할 수 있는 능력을 가지고 있느냐 하는 점이다. 앞으로 언젠가는 세계적 불균형 해소차원에서 수년 내에 일본, 중국 등의 환율이 추세적으로 하락하기 시작할 가능성이 있다. 이 때 결국 원화환율의 하락속도가 다른 나라 환율에 비해 빠르지 않도록 할 수 있어야 할 것이다. <표 28>에서 보는 바와 같이 중국이나 일본의 대미무역수지 흑자규모는 우리나라에 비해 각각 12배 및 5배에 달할 정도이기 때문에 우리나라 원화보다는 중국의 위안화나 일본의 엔화가 먼저, 그리고 대폭적으로 조정되는 것이 상식적으로 맞기 때문이다. 그러므로 중국과 일본의 환율이 본격적인 하락을 시작할 경우, 원화환율이 이들과 동반 하락하지 않도록 하는 것이 매우 중요하다. 만약 엔화나 위안화의 환율이 추세적인 하락을 시작하는 단계에서 원화도 이들과 하나의 묶음으로 간주되어 동반하여 하락한다면 원화환율은 필연적으로 고평가될 것이며 우리경제도 그만큼 어려워질 수밖에 없을 것이다.

국제적 불균형 해소차원에서 각국의 환율이 본격적으로 조정되는 과정에서 다른 나라들의 환율과 원화환율의 동반절상을 방지할 수 있느냐 없느냐 하는 것은 앞으로 수년간의 경상수지는 물론 경제성장을 위해서도 결정적인 관건이 될 것이며 앞으로 당분간은 가장 중요한 거시경제적 정책과제로 등장할 것으로 판단한다.

### 3. 일본경제 회생과정으로부터의 교훈

이상에서 살펴본 우리경제의 현황으로 미루어 일본경제의 회생과정으로부터 어떤 유익한 시사점을 얻을 수 있는지, 경제 활력을 회복하여 경제 선순환을 이루어 내며, 장기적으로도 안정적인 성장률을 지속하기 위해서는 우리는 앞으로 무엇을 해야 하는지에 대해 논의해 보고자 한다.

## 1) 일반인의 인식변화의 중요성

일본이 장기침체를 끝내고 회복으로 들어선 데에는 변화를 이끌어내는 리더십을 선택한 것이 매우 중요하였다고 평가되고 있다. 정부나 정치권이 先覺者의 입장에서 국민들의 변화를 선도해 낼 수 있었더라면 더 없이 좋았겠지만 일본의 경우는 정부나 정치권이 국민들의 생각을 바꾼 것이 아니라 국민들이 먼저 생각을 바꾸고 난 뒤 그 결과로서 새로운 정부와 새로운 정치를 선택한 과정을 밟았다. 결국 일본경제에 전반적인 변화가 일어난 것은 일반국민들의 생각이 바뀌기 시작하고 나서부터였다.

1980년대 들어 지구촌화와 정보화가 시작되자 일본경제를 이끌어 오던 소위 ‘일본식 모델’은 새로운 세계적 환경변화에 적합하지 못하다는 것이 드러났다고 한다. 그러나 일본은 그 뒤 10년 이상의 시간이 흐르는 동안에도 1930년대 이후의 성공에 안주하여 적극적인 변신을 하지 못하였다는 비판을 받았다. 지구촌화의 새로운 질서는 경쟁, 투명성, 자기책임(accountability)을 비롯한 여러 가지 신자유주의적 원칙들을 말하는 것이었는데, 이러한 원칙들을 받아들이고 거기에 적응한다는 것은 1930년대 이후부터 이어져 내려왔던 일본적인 전통적 원칙들을 거의 모두 부정해야 하는 대전환을 의미하는 것이었다. 누구나가 개혁을 말했지만 그것을 실천한다는 것은 너무나 근본적이고 광범위하며 따라서 지극히 어려운 大事業이었다.

여기에 별다른 성공을 거두지 못한 채 “잃어버린 10년”을 거치면서 많은 일본사람들은 무엇인가 근본적인 변화가 있어야만 한다는 의식을 갖게 되었다. 이와 같이 일반국민들이 ‘지금 이대로는 안 되겠다’는 인식을 가진 뒤에야 전반적인 변화가 가능했다. 변화가 필요하다는 의식이 실제로 변화를 만들어 냄에 있어서 매우 중요한 전제가 되었다는 것이다. 무엇을 버리고 무엇을 키울 것인가를 선택함에 있어서, 버려지는 대상이 自身이 될 수도 있는데, 취사선택에 따르는 이해관계 상충의 조정에 합의할 수 있어야 의미 있는 변화가 이루어질 수 있기 때문이다.

예를 들어, 수도권과 지방과의 균형 있는 발전이라는 문제를 놓고 일본에서도 적지 않은 논란이 있었다고 한다. 앞서 언급한 바처럼 버블 기간 동안 지방에 대한 공공 건설투자가 지나치게 과다하게 집행되고 있었는데, 그 배경에는 수도권과 지방의 균형발전이 필요하다는 논리가 자리 잡고 있었던 것이다. 그러나 장기침체 과정에서 그런 논리에 따른 지방공공투자의 상당부분이 부실투자였음이 드러나면서 이를 두고 ‘이상한 평등주의’라고 거세게 비판하는 주장이 나오기에 이르렀다. 그러한 투자가 집행될 당시에는 평등주의에 대한 비판을

제대로 할 수 없는 분위기였지만 장기침체를 겪고 나자 이제는 드디어 ‘도시와 지방의 격차 시정 등을 말하면서 낭비적인 세금을 쓰는 일을 중지해야 한다’는 강경한 주장이 나온 것이다. 수도권에 富를 창출하는 데에 있어서 지방보다 효과적이라면 수도권에 우선적으로 세금을 투입하여 이용가치가 높은 프로젝트를 전개한 뒤 이것이 지방으로 파급되도록 해야 한다는 주장이었다.

평등보다는 실용성을 우선하는 이와 같은 주장이 아무리 합리적이라 하더라도 이것을 실제로 실행하기에는 거기에 얽힌 다양한 이해상충 관계를 정리하기가 쉽지 않다. 많은 경우 평상적인 논쟁만으로는 아무리 시간이 지나도 결론이 나지 않을 수 있다. 지난 몇 년간 “균형발전”이라는 화두를 놓고 격렬한 찬반논쟁이 거듭되었지만 수도권의 발전도, 지방의 발전도 별다른 진전을 이루지 못했던, 이것도 저것도 아닌 상태가 몇 년째 계속되었던 우리자신을 되돌아보면 쉽게 수궁이 간다고 하겠다.

일본경기가 회생을 시작하기 직전이던 2001년의 답답한 상황에서 변화를 요구하는 목소리는 특히 고조되었다. 이 가운데 “경기불황이 敗戰과 똑같은 상황이라는 인식만 할 수 있다면 할 수 있는 일이 많을 것이다”라는 주장은 상당히 인상적이었고 우리경제에 대해서도 示唆하는 바가 매우 크다고 생각된다. 향후 우리경제의 미래를 결정함에 있어 일반인들이 현재의 상황에 대해 어떤 인식을 가지고 있느냐 하는 문제는 너무나 중요하다. 지금의 지지부진한 모습을 불가피하고 자연스러운 현상으로 인식하느냐, 아니면 우리가 시급히 벗어나야 할 ‘잃어버린 10년’으로 인식하느냐에 따라 앞으로의 대응방향은 근본적으로 달라질 수밖에 없기 때문이다.

현재 우리나라 일반인들의 인식도 ‘뭔가 변화가 필요하다’는 쪽으로 기울고 있는 듯하다. 그러나 일반인들이 기대하는 변화의 내용이 구체적으로 어떤 모습인지는 아직도 분명하지 않다. 2005년 말 일시적으로 추진되다가 오래지 않아 일반인의 관심으로부터 사라진 바 있는 “뉴딜”처럼 정부주도의 대규모 국책사업이라든지, 가계의 이자부담을 염려한 저금리정책과 같이 정부가 국민에게 뭔가를 베풀어주는 식의 정책을 염두에 두는 것일 수도 있다. 또는 당장의 편익이 기대되지 않고 오히려 일시적으로 불이익이 있더라도 이를 감수하면서 우리경제의 전반적 여건을 개선시키기를 바라는 것일 수도 있다.

팽창적 재정정책이나 통화신용정책을 통해 우리경제의 문제가 해결될 가능성은 매우 적다고 판단된다. 우리경제도 이미 정부가 주도해 나가는 너무 커지고 복잡해진지 오래이기 때문이다. 뭔가 변화가 필요하다고 했을 때 우리경제에 유익한 변화란, 일본경제가 그랬던 것처럼, 민간 스스로 이루어내는 변화라고 생각한다.

우리경제와 과거의 일본경제의 유사점 가운데 하나는 정부의 역할이 지나치게 광범위하고도 비대했다는 점이다. 일본의 경기침체가 예상 밖으로 장기화되었던 원인 중 하나도 어찌 보면 정부가 무얼 해주기를 기대하면서 세월을 보낸 결과라고 평가되기도 한다. 지금의 우리나라 역시, 정부를 바라보는 일반인들의 인식은 매우 피동적이라고 생각된다. 어떤 문제가 발생할 때마다 정부가 나서주기를 바라는 일반인들의 정서는 매우 뿌리 깊고 광범위해 보인다. 그리고 누구보다 정부 스스로도 그러한 역할을 自任하는 듯한 인상을 주곤 한다. 우리경제에 중대한 변화가 필요하다고 역설하면서 민간에게 변화를 요구하기보다는 정부가 그러한 변화를 만들어 주기를 요구하는 모습을 자주 접할 수 있다.

오늘의 시점에서 일반인들이 정부에게 요구해야 하는 것은, 비유적으로 말하자면, 자신의 환부를 찾아내어 치료를 해주는 역할이라고 할 수 있다. 중요하게 생각해야 할 점은 의사를 선택하고 그에게 몸을 맡기는 용기는 민간 스스로의 몫이라는 점이다. 그리고 그러한 용기는 “한국식 잃어버린 10년”, “활력을 못 찾은 10년”에 대해 우리 국민들이 얼마나 염증을 느끼고 그에 대해 얼마나 심각하게 위기의식을 느끼고 있는지, 앞으로 이루어져야 할 변화가 微調整이면 된다고 생각하는지 아니면 일대 전환이어야 한다고 생각하는지에 달려있다고 생각된다.

## 2) 정부의 역할

지구촌화 시대가 요구하는 이노베이션이란 결국 개별 기업들로 하여금 과거를 지키기보다는 과거를 버릴 것을 요구하는 것이다(Drucker 2002). 무언가를 버리는 일은 이해상충을 수반하기 마련인데, 정부 내지 리더십의 역할은 그에 따른 갈등을 조정하는 데에 도움을 주는 데에 있다. 변화를 뒷받침할 수 있는 탄탄한 이론과 체계, 미래상을 제시해 가면서 민간 스스로의 변화가 꼬리에 꼬리를 물고 끊임없이 일어날 수 있도록 하는 역할이다. 최종 목적지에 어떤 세계가 기다리고 있는가, 국민의 생활은 어떻게 달라질 것인가, 가족의 형태, 지역 공동체나 사회의 존재양식은 어떻게 달라질 것인가, 아이들의 신상에는 어떤 변화가 생길 것인가, 교육은 어떻게 될 것인가, 아픔을 겪고 나면 어떤 혜택이 있는지를 제시하는 것이 정부가 수행해야 할 가장 일차적인 역할이다(고이즈미·토플러 2001). 정부가 이 역할을 성공적으로 수행한다면 우리경제에 필요한 변화도 훨씬 용이하게 이루어질 수 있다. 만약 정부가 이 역할도 제대로 담당해내지 못한다면 앞으로의 우리경제도 아무런 변화를 만들어내지 못할 수도 있다.

장기침체의 기간 동안 일본정부는 경제문제의 해결을 별로 서두르지 않았었다. 물론 내부에서는 치열한 논쟁이 벌어졌고 문제해결을 위한 나름대로의 정책적 노력을 기울였지만 “잃어버린 10년”의 기간 동안에는 적어도 외부에서 보기에 뚜렷한 변화를 체감할 정도의 급격하거나 중대한 변화는 없었다. 소위 “점진적 접근”이라는 정책기조 하에 구조조정을 미룬 채 자연적 치유를 기다렸던 것이다. 공공투자 확대, 감세, 제로금리 정책 등은, 경제는 자연치유된다는 암묵적인 가정을 전제로 한 대책이었다고 할 수 있다. 고이즈미 내각이 들어와 경제 전반에 걸친 제도적 개혁을 가속화하던 기간 중에도 고용조정의 경우는 근로자들의 자연퇴직을 기다리면서 신규고용을 동결하는 방식을 취하였었다.

1990년대 말에 이르면, 거시경제정책의 양대축인 통화와 재정정책의 효과가 다 소진해 버려, 환율이 뚜렷하게 절하되면 모를까, 거시경제 정책으로는 더 이상 손을 쓸 수가 없게 되었다. 그리고 환율의 뚜렷한 절하는 주변 국가들에게 새로운 문제를 일으킨다는 어려운 점이 있었다. 궁지에 몰린 일본이 환율을 대폭 절하시킴으로써 일본발 세계적 경기침체가 올지 모른다는 우려가 주기적으로 확산되기도 하였다. 은행대출이 계속 감소하는 등 금융부문의 중개기능이 살아나지 못하여 경기회복이 지체되자 은행의 획기적인 구조조정이 요청되었지만 그렇게 하는 것은 적어도 단기적으로는 경기위축효과를 의미하는 것이었고 가뜩이나 위축되어 있던 경기를 더더욱 위축시킬 가능성이 있었다. 이와 같은 환경 하에서 일본의 정책당국자들은 문제해결에 적극적으로 나서지 않았던 것이다.

그러는 사이, 장기침체의 기간 동안 “부실채권 ⇒ 기업 활동의 악화 ⇒ 저성장 ⇒ 연금제도의 파탄 ⇒ 장래불안 ⇒ 소비위축 ⇒ 부실채권의 악화”라는 악순환이 계속되었고, 기대하였던 자연적인 치유는 이루어지지 않았다. 경제가 심각한 어려움에 빠져 있었음에도 불구하고 문제 해결을 위해 너무나 당연히 필요할 것으로 보였던 조치들이 시행되기까지 매우 오랜 시간이 필요하였다.

물론, 지난 17년간 일어났던 일들을 되돌아 볼 때 일본정부가 좀더 적극적으로 나섰더라면 일본경제의 회생 시기도 조금이나마 더 앞당겨졌을 것이라는 아쉬움도 있다. 예를 들어 금융부문이 활력을 되찾았던 것에 대해 IMF(2005)는 감독활동을 강화하였던 것이 은행시스템의 개선에 기여하였다고 평가한 바 있었다. 기업구조조정이 진행되었고 경기여건도 개선되어 부실채권을 줄이는 데에 상당한 도움이 되었는데, 정책적인 노력, 특히 2002년의 금융회생프로그램이 핵심적인 역할을 하였다는 것이다. 여기서 금융 감독을 강화하였다는 것은 금융기관들로 하여금 부실채권을 더 잘 인식(recognize)하고 충당금을 더 적절히 쌓도록 하였고, 은행자본을 확충하였으며, 은행에 대한 자본투입이 엄격한 조건하에 이루어지도록 하였

고, 정부산하 금융기관의 부채 잔액을 절반으로 줄이는 개혁을 시작하였고, 은행의 핵심 수익성(core profitability) 제고를 위한 프로그램을 채택하고 세부정책을 준비하는(IMF 2005) 정도였다.

보다 구체적으로 살펴보자면, 먼저 대출의 질을 평가함에 있어 FDCFA(Forward-looking Discounted Cash Flow Analysis)를 광범위하게 적용하도록 하였고, 은행자본 확충을 위해 회계감사역으로 하여금 이연조세자산(deferred tax assets)에 대해 자세히 검사하도록 하였고, 핵심 수익성(core profitability) 제고를 위해 은행이 판매할 수 있는 상품의 폭을 넓히는 문제, 부동산담보대출에 대한 의존을 줄이고 위험관리시스템을 개선하여 부실채권 문제의 재발을 방지하고 Basel II 도입에 대한 준비를 하는 정도에 지나지 않았던 것이다. 이런 정도의 제도개선을 위해 그렇게까지 오랜 시일을 기다려야 했는지 잘 납득이 되지 않는 것이다. 이런 정도의 제도개선을 정부 주도하에 좀더 일찍 도입했더라면 금융시스템의 복원이 좀더 앞당겨졌을 것이며 그에 따라 경기도 좀더 일찍 회복할 수 있지 않았겠느냐는 아쉬움이 있다.

그러나 이는 결국 일본의 선택이었으며, 기다리고 있을만한 여유가 있었기 때문에 기다린 것으로 이해해야 할 것이다. 일본경제의 장기침체과정에서 일본 정부가 제 역할을 했느니 못했느니, 개혁의 속도가 빨랐느니 늦었느니 하는 논쟁은 적어도 우리에게 별로 의미가 없는 일이라고 생각한다. 이노베이션에는 다양한 길이 있는 것이지, 모든 시기와 모든 상황에 있어 선택하지 않으면 안 되는 단 하나의 올바른 접근법만이 있는 것은 아니기 때문이다. 일본으로서는 울지 않는 뼈꾸기가 스스로 울 때까지 기다리는 방법을 선택하였을 따름이다. 이는 매우 지루하게 느껴지는 방법일지는 몰라도 사후적으로는 일본경제를 위하여 가장 효율적인 방식이었을 수 있다.

여기에 비해 우리는 외환위기 당시 너무 급작스럽게 서두르는 바람에 대규모 흑자도산이 불가피하였고 자영업 부문이 너무 많이 무너진 아쉬움이 있었다. 뼈꾸기가 울지 않자 그 자리에서 당장 목을 쳐버린 것이었다. 그 결과, 위기를 맞은 지 10년이 지났지만 아직도 경제가 활력을 되찾지 못하고 무기력한 상태가 지속되고 있다.

일본경제가 자연치유를 기다리면서 우리나라처럼 경제구조가 망가지는 일은 피할 수 있었을지 몰라도 침체의 장기화는 피할 수 없었다. 이것을 거꾸로 말하자면, 미국이나 유럽의 경우에 비해 신속한 처리를 하지 못했던 것은 “잃어버린 10년” 동안 경제성장에서 손해가 나는 결과를 초래하였지만 우리나라처럼 경제구조에 무리한 침식을 가져오는 일은 방지할 수 있었다고 이해할 수 있다. 장기침체와 경제구조의 침식 가운데 양자택일을 하라면 어떤 식

이 더 바람직한지는 잘 모르겠다. 그러나 택일할 수만 있다면 일본식이 더 나을 수도 있겠다고도 생각된다.

일본과 달리 우리는 금융위기와 외환위기가 동시에 찾아왔었기 때문에 경제회생은 물론 국가부도의 가능성과 싸워야 했었다. 이 점에서 외환위기 당시 우리경제는 일본에 비해 매우 불리한 입장에 있었다. 일본은 외환위기의 가능성은 전혀 없었기 때문에 시간적 여유를 갖고 정책방향을 선택할 자유가 있었지만 우리는 그럴만한 여유가 없었던 것이다. 목숨이 달려있는 병이 아니라면 빨리 치료하느냐 천천히 치료하느냐는 얼마든지 자유로운 선택이 가능한 문제였다.

전통적으로 일본사람들은 대대적인 변혁을 좋아하지 않는다고 한다. 1800년대 중반 Perry 제독의 内航이나 1945년 태평양 전쟁 패전 직후 맥아더의 점령 등 거대한 외압이 있고서야 비로소 일본의 진로를 바꿀 만한 대변혁이 가능하였었다. 일본사람들의 체질에 맞는 문제해결 방식은 기존의 환경을 과감하게 버리고 확인해보지 않은 미지의 영역으로 뛰어드는 방식이라기보다는 뭔가를 일단 만들고 나서 꾸준히 개선해 나가며 비용을 줄이고 질을 높이는 방식이다. 마음에 들지 않는 부분을 단번에 허물어 버린 뒤 눈 깜짝할 사이에 새 것을 만들어 내기보다는 점진적으로 효율을 개선해 나가는 방식이다. 어찌 보면, 이러한 일본 사람들 특유의 문제해결 방식이 장기침체라는 도전에 대한 대응에서도 그대로 나타났다고 할 수 있다.

10년의 침체가 지난 뒤 더 이상 “점진적 접근”에 의존할 수는 없다는 결론이 나고서야 비로소 일반인들의 생각이 변하기 시작하였고 리더십을 자기 손으로 바꾸기에 이르렀다. 전후 반세기 동안 유지되던 자민당의 1당 우위체제가 붕괴하였고 그것을 배경으로 관료기구도 약화되었다. 그 와중에, 전통적으로 사회적 권위를 부여받았던 정당과 중앙관청은 물론 대학이나 병원, 경찰, 법원과 같은 계층들이 대부분 사회적 불신의 대상이 되는 과도기를 겪기도 하였다. 이 과도기 동안에는 아무도 전면에서 나서서 개혁을 선도할 리더십을 가지지 못하였기 때문에 그야말로 아무런 변화 없이 세월을 허송하기도 하였다.

개혁을 내세운 고이즈미 내각이 들어섬과 동시에 그것이 우연이었든 필연이었든 경제 회생이 시작되었다. 그러나 고이즈미 정부가 한 일이란 것도 알고 보면 세상의 이목을 집중시킬만한 것은 그다지 많지 않았다. 집권 기간 동안 경기회복과 함께 금융구조조정이 자연스럽게 이루어지는 한편, 우정사업 및 국민연금을 비롯한 사회보장개혁 등 공공부문 개혁이 있었다. 그러나 이것 역시 외환위기 직후 우리정부가 나서서 화려한 각광을 한 몸매 받으며 나라를 구해냈다는 식의 요란한 개혁은 아니었다. ‘정부가 아무것도 하지 않았기 때문에 오

히려 일이 잘 풀렸다'는 혹평을 받을 정도로 정부의 존재감(presence)이 별로 없었고 이에 따라 일본 회생의 원동력이 '눈에 보이지 않는 개혁(stealth reform)'이라는 평가를 받을 정도였다.

그러나, 이와 같이 적극적이라기보다는 미온적에 가까웠던 고이즈미 내각의 정책방향에 있어서 우리가 명심해야 할 대단히 중요했던 부분은 경제회생의 주체를 정부가 아닌 민간으로 설정하였다는 점이었다. 경제가 활력을 잃고 무기력증에서 벗어나지 못하여 새로운 리더십을 절실히 갈망하던 상황에서 새 정부가 문제해결의 주역을 담당하는 것이 아니라 민간에게 스스로의 개혁을 요청하였던 것은 매우 현명한 선택이었다고 생각된다. 일본과 같은 거대규모의 경제를 정부가 더 이상 좌지우지할 수는 없을 것이기 때문이었다. 행정 축소, 작은 정부를 지향하며 규제 완화, 민영화를 통해 민간 활력을 활용하는 방식을 택함으로써 정부가 나서야 모든 게 해결되는 사회에서 국민이 스스로 할 수 있는 사회로 바뀌었다는 평가를 얻기에 이르렀다. 그 결과, 공공투자를 늘이지 않았는데도 경기가 확대 기조로 돌아섰고 경제성장률이 플러스를 기록했다. 정부가 전면에서 이것 저것 일을 벌이는 것이 아니라 하지 말아야 할 일을 안 하는 전략이었던 것이다.

이와 아울러 '신진대사를 더욱 촉진하지 않는 한 경제의 발전은 안 된다', '구조개혁을 추진하려면 마이너스 성장도 부득이하다', '앞으로 2~3년의 집중적 개혁 기간에는 0% 내지 1% 성장이 목표다' 라며, 무리하게 의욕적인 성장목표를 제시하는 일은 하지 않았다. 이 목표는 상당히 현실적(realistic)인 목표였던 것으로 드러났는데, 실제로 2001년에서 2003년까지의 성장률 실적은 각각 0.41%, 0.14%, 2.07%로서 당초 제시한 범위를 크게 벗어나지 않았다. 이와 같이 '성장을 하지 않아도 좋다'라는 정부의 대담한 메시지는 민간에게 '이번 정부가 장기적인 문제를 적극적으로 풀어보려는 의지를 갖고 있다'라는 강한 시그널을 주었던 것이다. 아닌 게 아니라 이러한 정부의 정책방향에 호응하여 기업들도 구조개혁, 채무해소, 인력정비 등으로 경쟁력을 확보하였고 엔화 약세의 이점을 충분히 활용하여 수출을 늘이고 설비투자를 확대하였으며 수익이 호전되자 인력고용을 늘임으로써 드디어 경제의 선순환을 이룰 수 있게 되었다.

이상에서 살펴본 바와 같이, 일본경제의 회생과정에서 일본정부의 역할로부터 우리가 배워야 할 점은 바로 경제회생의 주체를 민간으로 설정해야 한다는 점이라고 본다. 구조적인 문제에 당면하여 금리나 재정과 같은 총량적인 정책에 전적으로 의존하기만 한다면 많은 부작용을 낳게 된다는 점도 매우 중요하게 받아들여야 할 교훈이라고 생각된다.

### 3) 고비용구조의 해소

일본의 경제회생의 원인으로서 별로 부각되지는 않고 있지만 우리경제의 미래를 위해 정작 중요하게 생각해야 할 요인은 앞서 강조한 바와 같이 주요 물가수준의 하락이었다. 일본 경제는 오랜 기간 동안의 장기침체와 디플레이션의 고통을 겪은 대가로 고비용구조의 완화라는 편익을 얻은 것이었다.

현재 우리경제의 고비용구조가 경제에 어떤 영향을 미치고 있는지를 계량적으로 밝히기는 쉽지가 않다. 그러나 2006년 10월에 발표된 대한상공회의소의 조사는 이 문제에 대해 일단의 증거를 제공하고 있다. 이 조사는 대한상공회의소가 해외에 투자하고 있는 300개 기업을 대상으로 조사한 것인데, 이에 따르면 국내투자여건의 문제점으로 조사대상 기업의 52.7%가 고비용·저효율의 경제구조를 꼽고 있는 것으로 나타났다. 그 밖에 정책의 일관성 부족(21.0%), 과다한 규제(17.9%), 인프라 부족(4.8%)등이 국내투자를 어렵게 만드는 요인으로 지적되었다.

이들 기업들은 국내투자여건을 100점 만점에 58.8점으로 평가한 반면, 해외투자여건은 70.8점으로 월등하게 높이 평가하였다. 보다 구체적으로, 이들 기업은 자신들이 국내에서 해외로 눈을 돌린 이유를 노사문제(54.1%), 공장설립여건(22.8%), 금융여건(10.3%), 행정여건(6%), 조세여건(5%) 등으로 꼽았다. 또한, 이들 기업들은 투자를 결정할 때 공장설립여건(38.1%)를 가장 중요하게 고려하고 있으나 이들이 체감하고 있는 공장설립여건의 만족도는 100점 만점에 57.3점을 기록하여 해외 설립여건의 71점에 비해 낮게 평가되었다. 파괴적인 노조활동으로 인한 노사갈등, 경쟁국에 비해 높은 임금, 열악한 공장설립 여건과 그와 관련된 과다하고 오락가락하는 제도적 및 행정적 규제 등이 국내투자를 어렵게 하는 요인이라고 정리해 볼 수 있다. 결국, 이 조사결과는 우리경제의 고비용구조가 얼마나 기업활동에 제약을 주고 있는지를 지적하고 있다.

#### 가. 부동산 가격의 점진적인 하락의 중요성

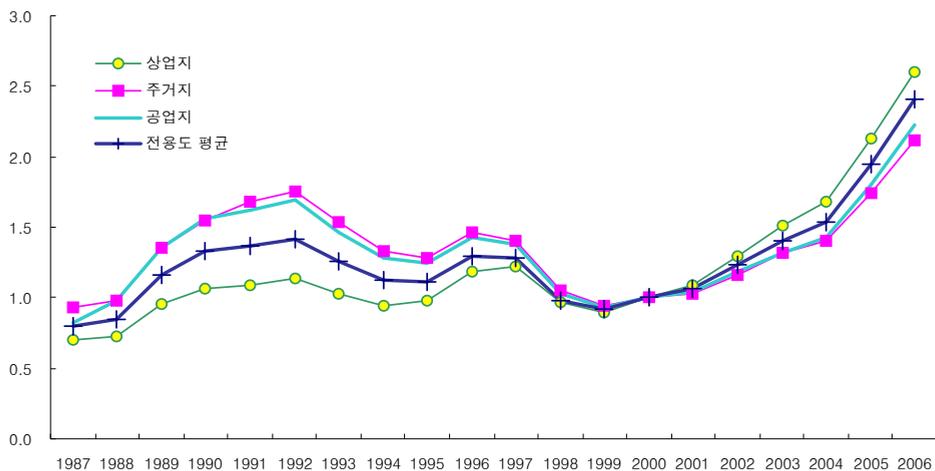
우리나라 고비용구조의 핵심은 부동산 가격상승에 있다. 현재 우리나라에서 진행되고 있는 부동산 버블은 주거용 부동산, 특히 아파트를 중심으로 진행되고 있지만 사업용 건물 및 공장 부지를 위한 지가도 최근 몇 년 사이에 상당히 빠른 속도로 상승한 것이 사실이다.

일본의 경우 창업에 필요한 자금 가운데에는 부동산 취득 자금이 차지하는 비율이 아주

높은 것으로 나타났는데, 최근에 발표된 국민금융공고(國民金融公庫)의 설문조사를 보면, 부동산을 취득하는 경우는 평균 3천 600만엔, 부동산을 취득하지 않는 경우는 1천 200만엔 정도로 개업을 할 수 있는 것으로 파악되기도 하였다. 우리나라에 대해서도 이런 조사가 있는지 알 수는 없지만 부동산을 충분히 확보하지 못하고 있는 기업의 경우 높은 지가는 자산 수익률을 저하시키는 요인이 되며 이런 부담을 안고는 자본효율로 경쟁하는 글로벌 자본주의 시대에 승산이 낮을 수밖에 없음은 분명해 보인다. 앞으로 우리경제에 새로운 기업이 만들어지고 기존의 중소기업이 대기업으로 커지는 역동적인 발전을 추구하고자 한다면, 벤처기업이나 신규기업이 그러한 역동적인 발전에 핵심적인 역할을 할 것을 기대한다면 앞으로 부동산 가격은 지금보다 낮아지는 것이 바람직하다고 본다.

〈그림 71〉은 우리나라와 일본의 전국평균지가지수를 원/엔 환율을 적용하여 추이를 비교해 본 것인데, 이에 따르면 일본과 비교한 우리나라의 지가는 특히 2002년 이후 매우 빠르게 상승하였음을 알 수 있다. 그 결과, 2006년 현재 일본과 비교한 우리나라 전용도 평균 지가지수는 2000년에 비해 6년 만에 2.4배나 올랐으며 그 중 상업용은 2.6배, 공업지는 2.22배, 주거지는 2.12배 상승한 것으로 나타났다. 즉, 일본대비 우리나라의 지가는 6년 전에 비해 두 배 이상 상승한 것이다.

〈그림 71〉 한·일간 전국 지가지수의 상대적 추이 비교



한편, 부동산 가격뿐 아니라 다른 주요 물가지표의 추이를 보아도 최근 들어 우리나라의 고비용구조는 매우 빠른 속도로 고착화되고 있음을 알 수 있다. <그림 72>는 <그림 71>과 마찬가지로 한·일간의 소비자물가지수, GDP 디플레이터, 전 산업 임금수준의 상대적 추이를 살펴보고 있는데, 이에 따르면 2005년경부터 우리나라의 상대적 소비자물가 및 GDP 디플레이터는 외환위기 직전수준을 초과하기 시작하고 있는 것으로 나타나고 있다. 우리에게 외환위기는 위기 이전까지 누적되어 오던 고비용구조를 일거에 해소시켜 버릴 좋은 기회였으며 실제로 위기를 거치면서 극심한 경기침체를 겪은 대가로 고비용구조가 상당 폭 해소되는 모습을 보이기도 했지만 위기가 종식된 후 몇 년 지나지 않아 2002년경부터는 일본과 비교한 우리나라의 상대적 물가지표들이 매우 빠르게 상승하였던 것이다.

특히, 일본과 비교한 우리나라의 전 산업 임금의 상대적 수준은 소비자물가나 GDP 디플레이터보다 훨씬 극적으로 빠르게 상승하여 왔다. <그림 72>에 따르면, 일본과 비교한 우리나라 전 산업 임금의 상대적 수준은 2002년 들어 위기 이전 최고수준을 추월한 뒤 2006년에는 위기 이전 최고수준의 약 60%, 위기 직후 최저수준의 약 세배 정도 증가하여 역대 어느 때보다도 높아져 있는 상태이다.

우리나라 기업의 임금부담이 해외보다 더 크다는 사실을 증명하려면 우리나라 임금수준을 일본뿐 아니라 다양한 경쟁 국가들과 비교해 보아야 가능할 것이다. 그러나 본 연구의 주제인 일본경제의 흐름과 우리경제의 여건을 비교한다는 관점에서 보았을 때 우리나라의 임금

<그림 72> 한·일간 각종 물가지수의 상대적 추이 비교

(단위 : %)



수준이 외환위기 이후 불과 몇 년 사이에 커다란 폭으로 상승한 것은 분명해 보인다. 대한상공회의소의 조사결과에서처럼 임금부담이 어느 새 기업의 주요한 부담요인으로 등장하였다는 것은 더 이상 소홀히 다룰 문제가 아니라고 생각된다.

미국 연방준비위원회 前 의장 그린스팬의 정의에 따르면, 가격안정이란 경제주체들이 그들의 경제적 의사결정과정에서 미래의 물가의 변화를 더 이상 고려하지 않게 될 때에 비로소 달성된다. 개인이나 기업이 부동산을 취득할 때 향후 부동산 가격이 어떻게 변할 것인지를 더 이상 고려하지 않을 때 비로소 부동산 가격의 안정이 달성된 것이고, 기업이 투자나 고용을 결정할 때 앞으로의 임금이나 환율, 금리 등이 어떻게 변할지, 소비자가 소비행위를 할 때 물가가 어떻게 변할지를 더 이상 고려하지 않을 수 있어야 가격 안정이 달성된 것이다.

여기에 더하여 일본의 경험이 시사하고 있는 바는 경제의 펀더멘털에 비해 지나치게 올라간 가격수준은, 그것을 버블이라고 정의한다면 언젠가 적정수준까지 다시 내려올 수밖에 없다는 것이다. 부동산 가격뿐만이 아니라 임금, 환율, 그리고 각종의 물가수준도 너무 지나치게 높아질 경우 언젠가는 다시 하락할 수밖에 없다는 것이 일본의 부동산 버블 및 디플레이션 경험의 교훈이라고 할 수 있다. 부동산 버블이 붕괴되고 가격이 하락하기 시작하자 이를 막기 위해 일본정부는 동원할 수 있는 거의 모든 정책수단을 다 동원해 보았지만 가격은 내려가야 할 수준까지 무자비하게 계속 내려오고야 만 것이다. 그리고 이와 같이 내려와야 할 가격이 충분한 수준까지 내려와야 고비용구조의 해소가 비로소 가능해지며 경제의 희생이 비로소 가능해진다는 점이다.

그러므로 외환위기 이후 지금까지 그래왔던 것보다는 부동산 가격이나 각종의 물가수준에 대해 정부가 좀더 엄격한 태도를 취할 필요가 있다고 판단된다. 지금 정도의 고비용경제로는 앞으로의 희망이 없어 보이기 때문이다. 버블을 굳이 터뜨리려 하는 것이 반드시 바람직하지는 않겠지만 어차피 터져야 할 버블이라면, 보다 장기적인 미래를 생각한다면, 버블이 터지지 않도록 애쓸 필요도 없을지 모른다. 버블이 터지지 않도록 하는 것이 능사는 아니라고 보기 때문이다. 부동산 가격이나 임금, 물가 등이 하락하는 일이 발생한다면 그것은 버블의 붕괴가 아니라 가격수준의 정상화과정으로 이해할 필요가 있다. 가격수준이 지나치게 높은 수준이 아닌데도 이것을 억제하기 위해 경제를 필요 이상으로 위축시키는 것을 Type I error로 간주하고, 가격수준이 지나치게 높은 수준인데도 이것을 자연스러운 현상이라 하여 아무런 조치를 취하지 않는 것을 Type II error로 간주한다면 일본의 경험으로 미루어 Type II error의 피해는 Type I error의 피해보다 더욱 치명적이었다(Okina et al, 2001). “거품은 일단 발생하면 자원 배분을 왜곡시켜 반드시 큰 비용을 치른다.”, “경제적 장점이 있는 거품은 결코 없

다. 거품은 결점밖에 없다는 사실을 이번 경험이 가르치는 바다.” 이런 말들이 17년에 걸쳐 부동산 버블붕괴 및 디플레이션을 겪고 난 일본에서 회자되고 있는 말들이다.

만약 우리 정부가 부동산 가격, 임금, 물가 등에 대해 보다 강경한 입장을 취함으로써 버블의 바람을 점진적으로 빼놓지 않은 채 최근 몇 년과 같은 상황이 앞으로 몇 년 더 지속되도록 방치한다면, 우리경제는 더 이상 투자가 살아나지 못하여 内需와 外需의 괴리가 계속될 수밖에 없을 것이며 앞으로 찾아올지 모르는 신3저의 기회도 제대로 살려보지 못한 채 무기력한 상황에서 벗어나지 못하고 말 것이다.

#### 나. 부동산 가격하락이 장기침체를 초래할 가능성 평가

2006년 말 이후 부동산 가격을 억제하기 위한 다양한 정책이 한층 강화되었다. 금융 측면에서는 총액대출상환제도(DTI)가 더욱 엄격하게 시행되는 한편, 세제측면에서는 이미 정해진 일정에 따른 연차적 보유세 부담 강화가 실행되고 있다. 이와 함께 2007년 들어서는 수도권 아파트 가격이 급등세를 멈추고, 매수자 및 매도자 모두 향후의 가격추이를 관망하는 가운데 거래가 거의 일어나지 않는 상황이 벌어지고 있다. 이러한 가운데 수도권의 일부 지역 아파트의 가격은 소폭이나마 꾸준히 하락하고 있는 모습을 보이고 있다.

그동안 부동산 가격의 빠른 상승만이 일방적으로 거듭되었고 그 결과 버블붕괴 압력이 갈수록 누적되어가고 있음을 모두가 인식을 하던 가운데 일부지역에서 소폭이나마 전에 없이 가격하락이 나타난 것이다. 그러자 이것이 부동산 버블붕괴의 시작이 아닐까라는 우려와 함께 부동산 버블붕괴는 곧 장기침체로 이어질 것이라는 비관적인 경고가 제기되었다. 이러한 우려는 물론 부동산 버블의 붕괴를 계기로 장기침체를 경험하였던 일본의 사례를 염두에 둔 것으로 보인다.

앞서 살펴본 것처럼 일본의 부동산 버블붕괴는 금융부실을 초래하는 한편, 담보가치 하락을 통해 금융기관의 자금 중개기능을 약화시켜 경기침체를 증폭시키는 역할을 하였다. 또한 부동산 가격의 지속적인 하락은 건설투자자와 소비를 위축시키는 역할을 하기도 하였다. 그런데 이러한 외국의 경험을 우리가 유념해야 할 참고사항으로 받아들이는 데에 그치는 것이 아니라, 우리의 인식에 하나의 공식처럼 각인됨으로써 우리나라에서도 부동산 가격이 하락하면 곧이어 장기침체가 불가피할 것처럼 믿는 경향이 확산되고 있는 것이 아닌가 우려된다. 현재의 부동산 버블이 붕괴되면 5년 또는 10년간의 장기침체가 불가피하다는 우려를 하는 경우가 그것이다. 물론, 부동산 가격의 하락이 경기침체요인이라는 점만큼은 별다른 반대의

여지가 없어 보인다. 소위 음의 부의 효과(negative wealth effect)로 인해 소비가 위축될 뿐 아니라 주거용 건축물의 신규건설이 둔화된다는 얘기이다. 그렇지만 부동산 가격 하락이 우리경제의 장기적인 침체로 이어진다고 생각할 근거는 그다지 확고하지 않다고 판단된다.

일본의 부동산 버블 붕괴는 경기침체의 발단이 되긴 하였지만 일본경제가 그 후 10년 이상 침체에서 벗어나지 못한 데에는 부동산 버블 붕괴가 유일한 원인은 아니었음에 유념할 필요가 있다. 일본경제가 10여 년간 침체에서 벗어나지 못하였던 핵심원인은 부동산 버블 붕괴 자체보다는 지나친 부실채권, 과잉투자, 과잉고용의 세 가지였고 최근 들어 이들 세 가지 과잉이 해소되면서 일본경제도 회복을 시작하였다는 것이 현재까지의 평가이다(Cabinet Office 2005).

이들 세 가지 요인들을 우리나라의 여건과 비교해 보기에 앞서, 2007년 들어 일부 지역에서 조금씩 하락하기 시작한 우리나라 부동산 가격이 앞으로는 어떤 추이를 나타낼 것인가에 대해 좀더 신중하게 전망해 볼 필요가 있다. 물론, 향후 부동산 가격이 하락하지 않을 가능성도 배제할 수는 없다. 지금보다도 더 높은 수준까지 올라가 버블의 정점까지 갈 가능성도 있을 것이다. 그러나 지금의 시점에서 주의 깊게 살펴보아야 할 가능성은 부동산 가격이 하락하는 경우라고 생각한다. 현재까지의 정부대책이 부동산의 거품을 터뜨려 붕괴를 초래할 정도라는 우려가 나오고 있기 때문이다.

부동산 가격이 하락하는 경우 현재까지의 부동산 안정세가 조만간 폭락세로 돌변하면서 금융권에 막대한 부실채권을 누적시키고 경제를 어렵게 만드는 계기가 될 것인가, 아니면 장기간에 걸쳐 완만하게 하락함으로써 정부나 금융권이 충분한 시간을 갖고 대응함으로써 별다른 부작용 없이 부동산 가격의 하락을 달성할 수 있을 것인가 하는 문제이다.

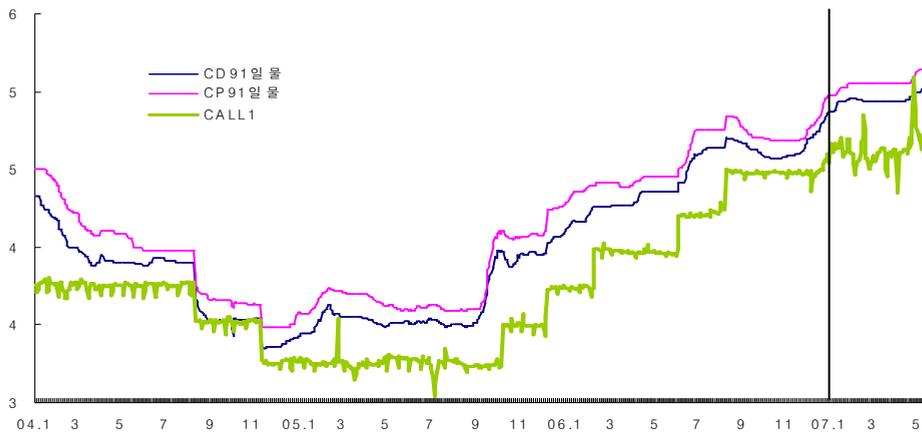
무엇보다 2007년 4월 현재 우리나라 근로자 가구의 평균 연소득 대비 주택가격(PIR) 비율은 4.9배이나 서울지역 아파트는 10.1배로 뉴욕 7.9배, 런던 6.9배보다 높은 것으로 나타나고 있으며 더욱이 전세가 대비 매매가격지수(PRR)는 수도권 아파트가 123.3으로 지방도시의 103.4를 크게 웃돌아 장기적으로 부동산 가격이 하락할 가능성이 충분하다고 평가되고 있다. 또한 자금순환표에 따르면, 2006년 현재 가계의 총 금융부채는 671조원으로 연간 가계 가처분소득 대비 부채비율은 142.3%로 사상 최고 수준이며 미국의 135%보다 훨씬 높은 상황이다.

이런 여건을 감안하였을 때, 지금의 부동산 가격수준이 향후 완만하게 하락하느냐 아니면 폭락하느냐, 또는 하락하지 않느냐 하는 시나리오 가운데 어디로 귀착할 것인지를 짐작하기란 쉬운 일이 아니다. 우선, 가까운 장래에 부동산 가격이 폭락하여 경제에 커다란 파장을

블러울 가능성은 전혀 배제할 수는 없다고 본다. 부동산 관련대출이 매우 커다란 규모로 확대되어 있는 상황에서 만에 하나 부동산 가격이 폭락할 경우 금융권에 부실채권이 쌓일 가능성이 전혀 없다고는 할 수 없기 때문이다.

<그림 73> 주요 단기 시장금리 일별 추이

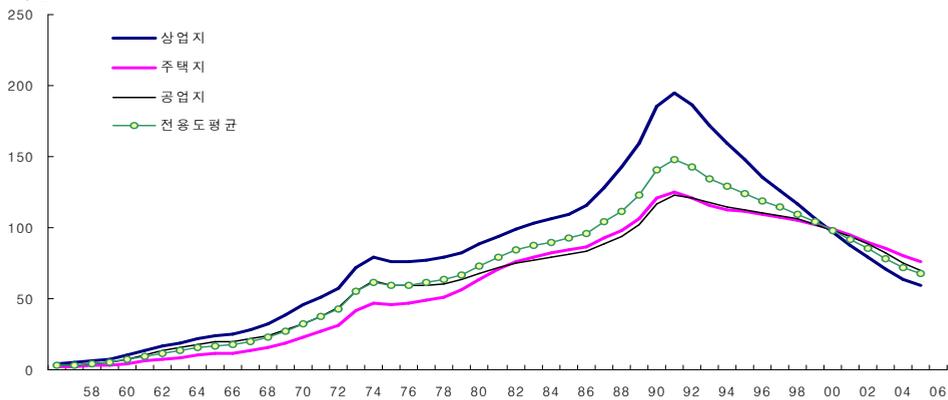
(단위 : %)



자료 : Fn-Guide

<그림 74> 일본의 연도별 지가지수 추이

(기준 : 2000.3=100)



자료 : Japan Real Estate Institute

특히, 2006년 말부터 한국은행이 통화정책기조를 다소 긴축적으로 운용하면서 단기시장 금리가 적지 않게 상승(<그림 73>)하였는데, 이와 더불어 CD 금리와 연동되어 있는 가계대출금리 역시 적지 않게 상승하고 있는 상황이다. 특히 2007년 5월 현재 주택담보 대출금리는 지난 1년8개월 동안 약 1.83%p 상승하였는데, 대출금리가 상승한 만큼 가계의 채무상환 능력도 떨어지고 있으므로 엄청난 규모의 가계대출이 부실화될 가능성은 점점 높아지고 있는 중이다. 그렇지만 부동산 가격 하락이 금융권에 충격을 주려면 가격 하락세가 폭락에 가까운 가파른 하락세를 나타내야 할 것인데, 지금의 우리나라 부동산 가격이 과연 폭락세를 나타낼 것인가 하는 점은 현재로서는 확실하지 않다고 본다.

일본의 부동산 버블 붕괴는 사업용 부동산 중심으로 진행되었던 반면, 우리나라의 현재의 부동산 버블은 주거용 부동산 중심, 그 중에서도 특히 아파트 중심이라는 점도 일본의 부동산 버블과 우리의 부동산 버블의 중요한 차이점이라는 데에 착안해 볼 필요가 있다. 일본의 버블확장이 본격적으로 진행되기 시작하던 1986년에서 버블이 정점에 이르렀던 1991년까지 5년 동안 일본의 상업지 지가는 69.2% 상승하였으며 주택지의 지가는 45.3%, 공업지 지가는 47.6% 상승하였다(<그림 74>). 즉, 버블이 확장되던 기간 동안 상업지의 가격하락은 다른 용도의 토지가격보다 상당히 빠르게 상승하였던 것이다. 그러나 버블이 붕괴되었을 때 상업지의 지가의 하락속도는 다른 용도의 토지가격 하락속도를 훨씬 능가하는 것이었다.

일본의 부동산 가격하락은 1991년 가을부터 시작하여 2005년까지 한 해도 빠짐없이 15년간 계속<sup>124)</sup>되었는데, 2005년 현재 일본의 지가는 1991년 정점에 비해 상업지는 30.3%, 주택지는 60.6%, 공업지는 56.6%, 평균지가는 45.8% 수준으로 낮아져 있다. 여기서 보는 바와 같이 부동산 가격이 하락하던 기간 동안 상업지의 가격하락 속도는 주택지의 가격하락 속도의 정확히 두 배에 달하고 있다.

이처럼 상업용 부동산과 주거용 부동산 가격의 하락속도가 차이가 나는 이유는 필요할 경우 혈값에라도 신속하게 처분해야 하는 상업용 부동산의 경우와 달리 주거용 부동산은 혈값에 처분하는 일이 상업용 부동산의 경우에 비해 그다지 빈번하지 않기 때문이 아닐까 생각된다. 그러므로 만약 지금의 우리나라 부동산 버블이 붕괴된다 할지라도 부동산 가격 하락세는 일본의 부동산 버블 붕괴 당시보다는 상당히 완만하게 진행될 것으로 판단된다. 그리

124) 외환위기 당시 전도시주거용부동산 가격지수는 1997년 12월부터 1998년 12월까지 1년 사이에 12.4% 하락하였으며 전국지가지수는 1998년 한 해 동안 13.6% 하락한 바 있다. 일본의 경우 버블 붕괴 첫해인 1992년 전국지가지수가 3.5% 하락하였고 1993년부터 2005년까지 14년 동안에는 평균 5.1%씩 계속 하락하였던 것과 비교해 보면 외환위기 당시 -10%대 초반이던 우리나라 부동산 가격 하락속도는 대단히 급속했던 것으로 평가할 수 있다.

고 부동산 가격하락이 붕괴라고 할 만큼 폭락하는 것이 아니라 어느 정도 완만하게 진행된다면 그에 대한 운신의 폭도 그만큼 여유가 생기는 것이다.

잘 알려진 바와 같이 일본의 부동산 버블 붕괴가 부동산 관련 대출을 부실화시켜 금융 부실채권 문제를 水面 위로 떠오르게 만들었고, 10년 가까이 금융 부실채권이 청산되지 못하면서 일본경제의 회복에 장애요인이 된 것은 사실이다. 그러나 그렇다고 해서 부동산 관련 대출이 부실화된 것이 장기침체 원인의 전부는 아니었다. 예를 들어, 부동산 관련 대출 외에도 버블 기간 중 대폭 늘어났던 중소기업에 대한 일반대출이 경기침체와 함께 부실화된 점도 부실채권 확대에 매우 중요했던 것으로 평가되고 있다. 즉, 부동산 버블붕괴 자체뿐만 아니라 그것을 계기로 발생하였던 경기침체가 부실채권을 추가적으로 확대시킨 측면을 무시할 수 없다는 의미이다.

또한 부동산 가격하락으로 금융부실이 발생한다 해도 그것이 반드시 장기침체로 이어질 것인가에 있어서는 정부가 어떻게 대응하느냐 하는 문제도 중요하다. 일본의 경우 부실채권 문제가 발생한 이후 일본 정부는 미온적인 대응으로 일관해 왔으며 그 결과, 문제해결을 지연시키고 오히려 부실채권 문제를 더 키운 측면도 주목해야 할 부분이다. 앞서 설명한 바와 같이 1991년 住專 사태로 금융부실문제가 불거진 이후 일본정부는 경기회복을 기다리며 문제의 해결을 미루었지만 당초의 기대와 달리 본격적인 경기회복은 없었으며 그 결과, 부실채권은 점점 늘어나 1997년 말에 금융위기를 맞기에 이른 것이다. 그리고 금융위기가 발생한 이후에도 일본정부는 금융구조조정에 별로 적극적인 대처를 하지 않았으며 2002년 말까지도 부실채권규모는 확대일로에 있었다.

결국, 부실채권 확대의 원인이 부동산 버블붕괴에 있건, 우리나라의 경우처럼 기업부실에 있건, 일단 부실채권 문제가 발생한 뒤에는 그에 대한 정부당국과 금융기관의 대응이 어떠한가가 중요하며 대응 방식에 따라 그로부터 파급되는 결과가 달라질 수 있음에 유념할 필요가 있다.

부동산 가격이 하락하여 경기침체가 오더라도 1990년대 초의 일본과 달리 장기화되지 않을 가능성이 높다고 보는 이유는 우리경제에 과잉투자나 과잉고용이 누적되어있지 않다고 보기 때문이다. 일본의 경우 버블 기간인 1980년대 후반에 걸쳐 과잉설비가 너무 많이 누적되었으며 이것이 해소되기까지 상당한 시일이 걸렸고 그동안 신규투자가 일어날 수 없어 경기의 본격 회복이 어려웠다고 알려지고 있다.

앞서 살펴본 바와 같이, 일본경제의 GDP성장률이 장기간에 걸쳐 극히 낮은 수준에 머물렀던 원인으로는 건설투자의 부진보다는 설비투자의 부진이 더 중요했던 것으로 나타나고 있

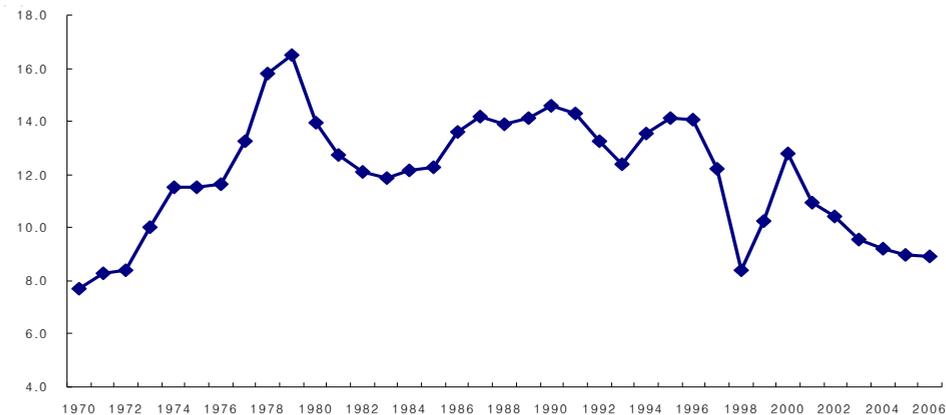
다. 즉, 일본경제가 본격적인 회복을 못하였던 핵심적인 이유는 잃어버린 10년 동안 부동산 버블 붕괴로 건설투자가 부진했기 때문이 아니라 설비투자가 회복을 하지 못하였기 때문이었던 것이다.

장기침체 초기인 1992~1994년의 경우만 보더라도 건설투자의 성장기여도는 연평균 0.03%p로 경기를 직접적으로 악화시키지는 않았던 반면, 설비투자의 성장기여도는 평균 -1.3%p로 가장 커다란 경기악화 요인이었다. 설비투자가 일어나지 않았던 이유는 과잉설비가 아직 해소되지 못하였기 때문이었다. 예를 들어, 2000년을 전후하여 전세계적으로 IT 호황이 휩쓸고 있던 와중에서도 일본에서는 그때까지도 과잉설비가 아직 충분히 해소되지 못함에 따라 설비투자가 회복하지 못하였고 이에 따라 일본경제는 전세계적 IT호황의 흐름을 제대로 탈 수 없었던 것으로 알려져 있다(DBJ 2005).

이에 비해, 지금의 우리나라에는 과잉투자가 문제가 되고 있는 것이 아니라 과소투자가 문제가 되고 있는 실정이다. 앞서 <그림 63>에서 살펴본 바와 같이, 1990년부터 시작되었던 우리나라의 과잉투자는 1998년 경제위기를 계기로 일거에 해소되었다. 그리고 그 이후 설비투자율은 지속적으로 하락하여 2006년에는 GDP 대비 8.9%까지 하락하여 경제위기의 와중이던 1998년을 제외하면 1972년의 8.4% 이래 34년 만에 가장 낮은 수준에 있을 정도이다(<그림 75>).

<그림 75> 우리나라 설비투자율 추이

(단위 : %)



자료 : 한국은행

따라서, 부동산 가격 폭락 때문이건, 아니면 외부로부터의 다른 어떤 이유에서건 우리 경제에 경기침체가 찾아온다 하더라도 잃어버린 10년 동안의 일본처럼 과잉설비가 해소되기를 기다리면서 많은 시간을 보낼 필요는 없으므로 침체가 장기화될 이유도 그만큼 없을 것으로 판단된다.

다음으로, 일본경제가 장기간 침체에서 벗어나지 못하였던 가장 핵심적인 이유 중 하나는 버블期 동안 누적되었던 과잉고용을 해소하는 데에 긴 시간을 보내야 했기 때문이었다. 일본경제는 1980년대 버블 기간 중 “인재는 미리 확보해 두지 않으면 안된다”면서 지나치게 많은 인력을 고용하였던 것이다. 장기침체가 시작된 뒤에도 일본경제는 상당기간 동안 침체의 심각성을 제대로 느끼지 못하였기 때문에 고용을 조정해야 할 필요성을 별로 깨닫지 못하였다. 뿐만 아니라 과잉고용의 부담을 피부로 느끼기 시작한 뒤에도 일본의 전통적인 중신고용의 관행을 깨고 인력을 조정하기는 쉽지 않았기 때문에 본격적인 인력 조정은 이루어지지 못하였다. 결국, 장기침체가 이미 2/3 정도 진행된 시점에 가서야 비로소 본격적인 고용조정이 일어나기 시작하였고 고용조정에 따른 불안감은 경제심리를 위축시켜 경기침체를 더욱 장기화하였다. 즉, 미래의 소득에 대한 불안감과 연금에 대한 불신으로 소비심리가 위축되었는데, 실제로 대략 1997년 이후 민간소비의 성장기여도는 눈에 띄게 축소되었다(〈그림 28〉, 〈표 14〉).

여기에 비해 지금의 우리나라는 현재의 부동산 버블이 누적되었던 2002년에서 최근까지의 기간 동안 인력을 미리부터 확보해두려는 움직임이나 경향은 거의 관찰되지 못하였다고 기억된다. 이 기간 동안 우리경제에 과잉고용이 누적되었다기보다는 과소고용이 늘 문제가 되어왔을 정도였다.

물론 우리나라 노동시장이 경제적인 의미에서 유연하게 변화하였다고 주장하려는 것은 아니다. 이를테면, 외환위기 이후 임금결정이 노동시장의 고용상황에 특별하게 민감해진 것도 아니며 오히려 외환위기 이전에 비해 고용여건과 무관하게 결정되고 있다고 추정된다. 노동시장의 유연성은 다양한 측면에서 평가해 볼 수 있지만 임금결정이 얼마나 고용여건에 민감하게 결정되는가를 살펴보는 것도 노동시장의 유연성을 파악해 보는 유용한 방법이라고 할 수 있다. 즉, 다음과 같은 간단한 방정식을 추정한 뒤  $-\hat{\alpha}/\hat{\beta}$ 를 노동시장의 경직성계수로 간주(박종규·조운제 2002)하는 방법이 그것이다. 이 계수 값이 크면 클수록 임금의 결정은 고용여건보다는 물가에 의해 결정되는 경향이 크다는 것을 의미하며, 반대로 이 계수 값이 작으면 작을수록 임금 증가율은 인플레이션보다는 고용여건에 민감하게 반응함을 의미한다. 그러므로 이 계수 값이 크면 클수록 노동시장은 경직적이라고 평가할 수 있다.

$$\Delta \ln(W_t) = \alpha \Delta \ln(P_t) + \beta \Delta \ln(U_t) + e_t$$

〈표 29〉는 위 식을 추정한 결과를 정리한 것인데, 이에 따르면 외환위기 이후 경직성 계수는 위기 이전에 비해 오히려 커진 것으로 추정되고 있으며 1998년과 1999년을 제외한 뒤 2000년부터 추정을 시작하여도 결과는 마찬가지로 나타남을 알 수 있다. 결국, 노동시장의 유연화가, 임금의 결정이 고용여건에 민감하게 반응하는 것을 의미한다고 하면 우리나라 노동시장이 유연해졌다고 판단할 만한 근거는 별로 없음을 알 수 있다.

반면, 고용의 구조적 측면에서 보았을 때 외환위기 이후 피고용자 가운데 비정규직 근로자의 비중이 크게 확대되었다는 의미에서는 노동시장 유연화를 어느 정도 평가할 수는 있을 것이다. 비정규직 근로자는 몇 가지 방법으로 정의되고 있지만 통계청 분류에 따른 임시일용직의 전체 근로자 비중은 외환위기를 계기로 크게 높아져 최근에는 1990년대 초반에 비해 약 5% 이상 높아져 있는 것으로 나타난다. 또한 통계청의 분류에 따른 고용형태별 근로자의 비중을 보아도 전체 임금근로자의 약 1/3 이상이 비정규직 근로자인 것으로 나타나고 있다(〈그림 76〉, 〈표 30〉).

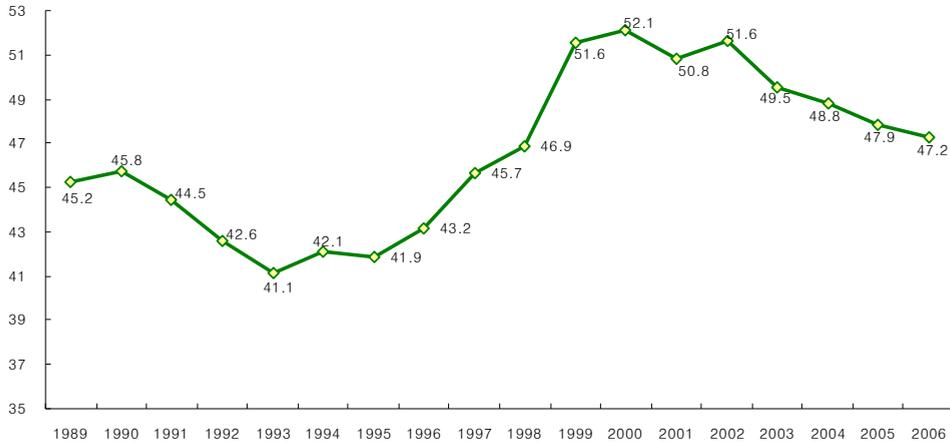
〈표 29〉 기간별 임금 결정식 추정결과<sup>1)</sup>

기간	$\Delta \ln(P)$	$\Delta \ln(U)$	경직성계수
80Q1~87Q4	0.66596 (2.30855)	-0.10657 (3.52975)	6.249
88Q1~93Q4	1.17453 (1.73655)	-0.13816 (2.36023)	8.501
94Q1~97Q4	0.86060 (0.89770)	-0.15281 (2.09313)	5.632
98Q1~06Q4	0.75316 (1.01543)	-0.08148 (1.73799)	9.243
00Q1~06Q2	0.76506 (0.75321)	-0.04768 (0.67139)	16.046

주 : 1) ( ) 안의 값은 t값임.

〈그림 76〉 임금근로자 중 임시일용직 비중 추이

(단위 : %)



자료 : 통계청

〈표 30〉 정규직 및 비정규직 근로자 추이

(단위 : 천명, %)

연도	임금근로자	정규직	비정규직 (순계) <sup>1)</sup>	한시적 근로자			비전형 근로					
				기간제	시간제 근로	소계	파견 근로	용역 근로	특수 고용 형태	가정내 근로	일일 (단기) 근로	
'01.8월	13,540 (100)	9,905 (73.2)	<b>3,635</b> <b>(26.8)</b>	1,865 (13.8)	1,477 (10.9)	878 (6.5)	1,702 (12.6)	135 (1.0)	307 (2.3)	810 (6.0)	256 (1.9)	298 (2.2)
'02.8월	14,030 (100)	10,191 (72.6)	<b>3,839</b> <b>(27.4)</b>	2,063 (14.7)	1,536 (10.9)	807 (5.8)	1,742 (12.4)	94 (0.7)	332 (2.4)	772 (5.5)	235 (1.7)	412 (2.9)
'03.8월	14,149 (100)	9,543 (67.4)	<b>4,606</b> <b>(32.6)</b>	3,013 (21.3)	2,403 (17.0)	929 (6.6)	1,678 (11.9)	98 (0.7)	346 (2.4)	600 (4.2)	166 (1.2)	589 (4.2)
'04.8월	14,584 (100)	9,190 (63.0)	<b>5,394</b> <b>(37.0)</b>	3,597 (24.7)	2,491 (17.1)	1,072 (7.4)	1,948 (13.4)	117 (0.8)	413 (2.8)	711 (4.9)	171 (1.2)	666 (4.6)
'05.8월	14,968 (100)	9,486 (63.4)	<b>5,483</b> <b>(36.6)</b>	3,615 (24.2)	2,728 (18.2)	1,044 (7.0)	1,907 (12.7)	118 (0.8)	431 (2.9)	633 (4.2)	141 (0.9)	718 (4.8)
'06.8월	15,351 (100)	9,894 (64.5)	<b>5,457</b> <b>(35.5)</b>	3,626 (23.6)	2,722 (17.7)	1,135 (7.4)	1,933 (12.6)	131 (0.9)	499 (3.2)	617 (4.0)	175 (1.1)	667 (4.3)

주 : 1) 비정규직 내 고용형태별 중복인원을 제외한 순계임.

자료 : 통계청, 『경제활동인구부가조사』

비정규직 근로자의 비중이 늘어난 것 자체가 노동시장의 유연화를 의미하는 것은 아닐 수도 있다. 비정규직 근로자의 비중이 아무리 늘어난다 해도 정규직 근로자들이 이루는 노동 시장이 매우 경직적으로 움직인다면 국민경제 전체적으로 효율적인 노동시장 유연화, 즉 가격 신호와 생산성에 의해 노동의 수요와 공급이 민감하게 반응하는 유연화를 기대하지 못할 수도 있기 때문이다. 그렇지만, 적어도 외환위기 이전에 비해 비정규직 비중이 높아졌다함은 필요할 경우 기업부문이 고용을 줄이기가 과거에 비해 훨씬 수월해졌음은 사실이 아닐까 생각한다.

이상에서 살펴본 바와 같이, 현재의 상황에서 부동산 버블의 붕괴로 경기침체가 온다 하더라도 과거 일본의 경우처럼 기업부문이 과잉투자와 과잉고용을 털어내기 위해 많은 시간을 보내야 할 특별한 이유는 찾기 어렵다고 판단된다. 일본경제가 장기침체에서 벗어나지 못했던 데에는 부동산 버블 붕괴도 중요했지만, 버블기인 1980년대 후반에 걸쳐 실물경제에 누적된 과잉투자 및 과잉고용, 그리고 금융권에 발생한 문제를 적극적으로 해결하지 않고 10년 가까이 끌었던 정부의 미온적 대응으로 부실채권이 조기에 해소되지 못했던 점 등 세 가지 요인이 버블 붕괴보다 오히려 더 중요한 원인으로 꼽히고 있다. 만약 우리나라 부동산 가격이 하락을 시작한다면 경기를 위축시킬 가능성이 높으며 그에 따른 경제적 파장이 상당히 클 것으로 예상되지만 그렇다고 해서 그것이 곧 1990년대의 일본처럼 장기침체의 시작을 의미한다고 볼 수 있는지는 의문이라 하겠다.

앞에서 설명한 바와 같이, 현재의 상태에서 부동산 가격이 하락을 시작한다 하더라도 주가처럼 단시일 내에 폭락하기보다는 일정 비율로 꾸준하고 지속적으로 하락할 가능성이 높을 것이다. 그 경우 가격하락 즉시 금융부실이 폭증하지는 않을 것인데, 부동산 가격하락으로 금융권에 부실채권이 발생하더라도 가격하락의 속도가 완만할수록 금융권의 대응 여지는 더 생길 것이다. 그러므로 부동산 가격이 소폭하락에 그치더라도 곧바로 부실채권이 폭증함으로써 금융권의 자금중개기능이 마비될 정도로 현재 우리나라의 부동산 대출구조가 취약한 것이 아니라면 버블붕괴가 금융을 통해 경제 전반에 걸쳐 부정적 영향을 확산시킬 연결고리는 아직 형성되어 있지 않다고 판단된다.

게다가, 부동산 가격하락으로 경기가 침체되고 일부 금융기관에 문제가 생기더라도 1990년대 일본정부처럼 문제해결을 지연시키지 않는다면 침체의 장기화를 막을 수 있다고 본다. 실제로 우리 정부는 1998년 금융위기를 겪으면서 금융권 전반에 걸친 구조조정을 단행해 보았을 뿐 아니라 금융기관 스스로도 구조조정을 직접 겪어 본 생생한 경험이 있기 때문에 앞으로 만약 유사한 위기상황이 닥친다면 1998년 금융위기 당시보다 오히려 더 효율적으로



2007년 5월 현재 부동산 가격이 본격적으로 하락하고 있다는 증거도 별로 없다. 강남 일부지역의 급매물이 나오고 재건축아파트의 호가가 하락하고 있다고 하지만, 좀더 집단적(aggregate)인 지표상으로 볼 때 아파트 가격이 하락조짐을 나타내기 시작했다고 보기는 어렵다(〈그림 77〉). 현 시점에서 버블이 더 커지면 후유증도 더 커질 수밖에 없으므로 버블 붕괴를 피하려다 버블을 더 키우는 결과를 반복하기보다는 버블 억제의 실효를 거두는 데에 초점을 맞추어야 한다고 생각한다. 지금은 버블붕괴를 두려워할 게 아니라 버블이 초래하는 고비용구조의 폐해를 두려워해야 할 단계라고 생각한다. 지금은 부동산 가격을 비롯한 우리 경제의 고비용구조를 정책적으로라도 깨버리는 작업이 필요하다. 고비용구조를 해소하지 않는다면 시장의 힘에 의해 자연적으로 해소될 수밖에 없을 것이며 앞서 강조한 바와 같이 이는 다름 아닌 장기간에 걸친 무기력한 경제성장의 모습으로 다가올 것이다.

#### 다. 안정적인 환율운동의 중요성

한 경제 내의 가격체계를 구성함에 있어서 환율도 빼 수 없는 가장 기본적인 가격변수 중 하나이다. 외환위기 이전에는 원화환율의 고평가로 경상수지 적자가 지속적으로 누적됨으로써 외환의 고갈을 초래하는 가장 중요한 배경이 되었던 바 있었다. 결국, 지나치게 낮은 환율수준도 부동산 버블 못지않게 원활한 경제활동을 가로막는 고비용구조의 한 요소가 되는 것이다.

외환위기 이후 원화가치를 살펴보면, 현재의 달러당 900원대 초반의 환율수준은 적어도 경상수지의 균형을 보장하는 수준에 근접하였다고 평가(박종규 2006)할 수 있으며 이 수준보다 환율이 더 낮아진다면 우리경제가 경상수지 흑자를 내기는 매우 어려워진다고 할 수 있다. 그리고 이미 지적한 바와 같이 우리경제는 지금 대외부문이 매우 비대해 있는 상태이므로 환율이 낮아져 수출이 어려워질 정도가 된다면 경제성장에도 상당한 악영향이 예상되는 것이다.

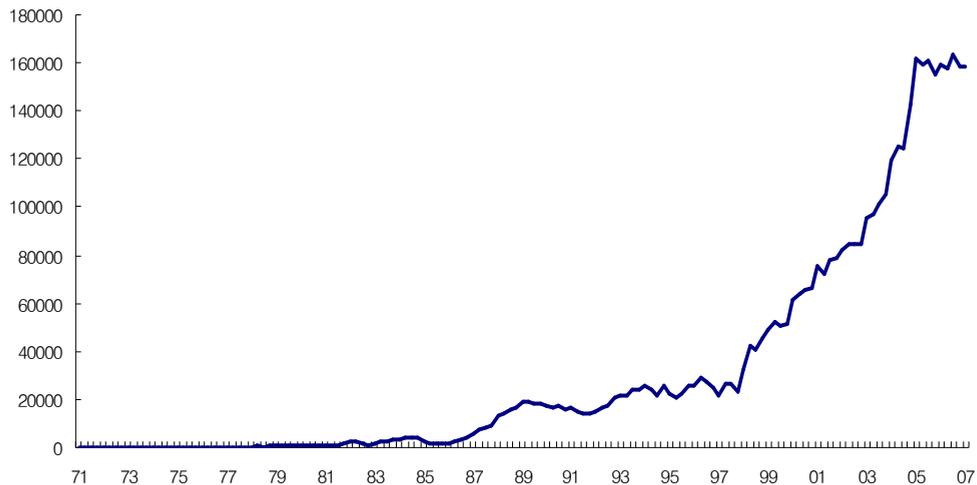
특히 향후 중국을 비롯한 아시아 국가들의 환율이 세계적 불균형을 교정하기 위해 조정되기 시작할 때 원화환율이 이들과 동반하여 하락하느냐 아니면 현 수준에서 머물 수 있느냐는 우리경제의 중기적 경제성장의 향방을 가늠해 봄에 있어 매우 중요한 문제가 아닐 수 없다. 만약 원화환율이 중국이나 일본, 홍콩, 대만, 싱가포르와 같이 커다란 폭의 절상이 필요한 국가들의 환율과 동반하여 하락한다면 원화의 고평가는 피하기 어려울 것이며 우리경제가 활력을 되찾기는 매우 어려워진다고 할 수 있다.

만약 다른 나라의 통화가 절상되는 가운데서도 원화환율이 그보다 완만한 하락세를 유지할 수 있다면 이는 원화의 실효환율이 상대적으로 상승하게 됨을 의미하므로 우리경제의 순수출은 물론 경제성장을 위해서도 유리한 여건이 조성된다고 할 수 있다. 만약 <표 27>에서 제시된 바처럼 원화를 비롯한 주요국들의 환율이 미국과의 무역수지를 균형으로 맞추는 수준까지 조정될 수 있다면 그것은 우리에게 3저 호황에 못지 않은 매우 유리한 상황을 의미한다는 점은 앞서 설명한 바와 같다.

그러나 원화환율을 주변국 환율의 움직임과 절연시킴으로써 지나친 동반하락을 방지하는 데에는 적지 않은 어려움이 존재하는 것이 사실이다. 무엇보다 한국은행은 현재 통화안정증권의 잔액(<그림 78>)이 이미 너무 커져, 그 이자부담이 한국은행의 수지를 위협할 정도가 되었다. 그러므로 한국은행은 지금까지 의존해오던 환율개입의 주요 수단이 사실상 이미 可用하지 않은 상태라고 할 수 있다. 다시 말하여, 아무리 정부가 환율의 동반하락을 방지하고자 한다 해도 그렇게 할 수 있는 개입수단이 별로 남아있지 않게 된 것이다. 만약 이런 상태가 계속되어 환율의 동반하락을 막을 수 없다면 이는 우리경제의 장래를 위해 불행한 일이 아닐 수 없다.

<그림 78> 통화안정증권 발행잔액 추이

(단위 : 십억원)



자료 : 한국은행

환율의 하락을 성공적으로 억제하기 위해서는 최근 수 년 동안 일본의 엔화가 상승하여온 배경을 참고할 필요가 있다. 앞서 소개한 바와 같이, 일본의 가계부문은 전통적으로 유달리 강하였던 home-bias에서 벗어나 국내외 금융기관을 통한 적극적인 해외 증권투자에 나서고 있다. 그리고 이와 같은 적극적인 해외 증권투자는 경상수지 흑자와 장기침체에서 벗어난 모처럼의 경기회복이라는 여건에도 불구하고 엔화강세를 억제하고 있는 매우 중요한 배경이 되고 있다.

일본경제가 장기침체에서 벗어나 미약하나마 전후 최장기간의 확장세를 유지하면서 그동안 일본경제의 문제점으로 지적되어오던 여러 가지 구조적인 요인들에서부터 하나씩 하나씩 벗어나고 있는 성공적인 모습을 보이고 있음에도 불구하고 엔화환율은 뜻밖의 약세를 지속하고 있는 것이다. 이와 같은 엔화의 약세는 일본의 수출 및 경제성장에 커다란 도움을 주고 있다. 물론 이러한 엔화약세가 일본경제의 회생에 결정적인 요인이었다는 분석결과는 아직 나오지 않고 있지만 적어도 일본경제가 회복을 시도할 때마다 이를 가로막았던 환율절상이 이번에는 나타나지 않고 있는 것만으로도 일본경제의 성장을 위해 매우 유리한 환경이 조성되고 있다고 할 수 있다.

실제로 일본경제가 반짝 회복을 하던 1993년과 1995년, 그리고 2000년의 경우 번번이 엔화환율이 연율로 10%를 넘는 빠른 하락이 일어났으며, 이는 일본경제의 안정적인 회복에 장애요인이 되었을 것임은 두말할 필요도 없을 것이다. 그러다가 2002년 이후 일본경제가 완만한 확장세를 시작함과 아울러 엔화도 다시 한 번 강세를 나타내긴 하였지만 하락속도는 과거 반짝 경기 당시에 비해 상당히 완만하였다(〈표 31〉). 특히 2005년 이후부터 엔화는 일본경제의 회복에도 불구하고 상승세를 유지함으로써 경기회복과 디플레이션 탈출을 위해 유리한 환경을 제공하고 있다.

〈표 31〉 1990년대 이후 달러당 엔화환율 하락 기간 중 평균 하락속도

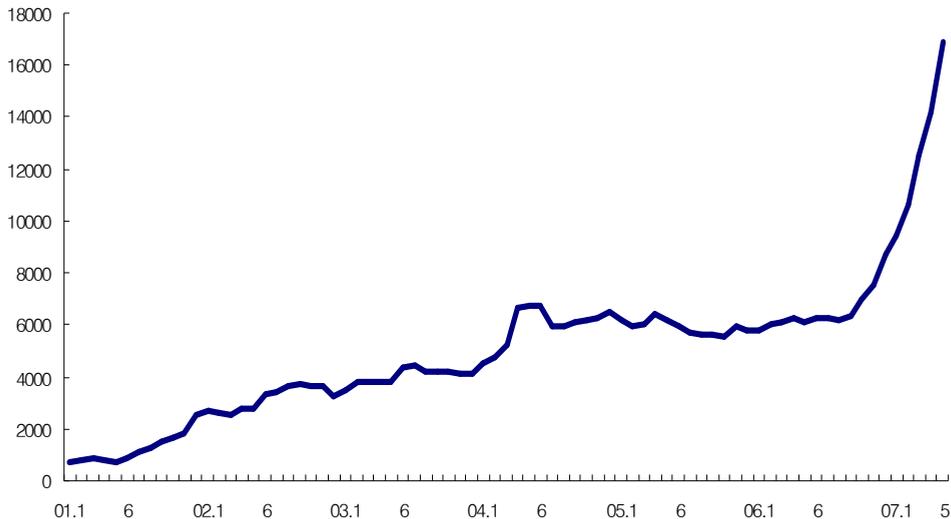
기 간	달러당 엔화 환율(¥/\$)	엔화환율 하락속도(연율%)
1992Q2 ⇒ 1993Q3	130.42 ⇒ 105.62	△16.8%
1994Q1 ⇒ 1995Q3	107.65 ⇒ 84.38	△16.2%
1999Q2 ⇒ 2000Q2	120.77 ⇒ 106.58	△12.5%
2002Q1 ⇒ 2005Q1	132.38 ⇒ 104.43	△7.9%

2004년 이후 미국과 EU 지역의 정책금리 인상으로 일본과의 금리차가 현격하게 벌어지자 일본과 미국 및 EU의 금리차를 이용한 엔-캐리 트레이드(carry-trade)가 일어났고 그것이 2005년 이후 엔화약세의 주요 원인이라고 알려져 있다. 그러나 엔-캐리 트레이드가 활성화 되기 이전에도 이미 엔화환율은 2002년 이후 과거의 반짝 회복기에 비해 상당히 안정적으로 움직여 왔었음에 주목할 필요가 있다. 제로에 가까웠던 낮은 수준의 일본금리가 미국을 비롯한 주요국과의 금리격차로 엔화환율의 안정세에 크게 기여한 것이 중요했지만 금리격차뿐 아니라 소비자들이 여유자금을 안심하고 해외로 투자할 수 있도록 다양한 투자 상품이 등장했고 관련 제도적 개선이 이루어진 것도 그에 못지않게 중요했었다고 한다.

우리나라도 최근 해외부동산투자 확대를 위해 다양한 제도개편을 하는가 하면 개인의 여유자금이 해외펀드를 통해 해외증권투자자로 이어지도록 유도하고 있는 중이다. <그림 79>에서 보는 바와 같이, 해외펀드를 통한 해외증권투자자금은 대략 2006년 9월부터 급증하기 시작하였는데, 그로부터 불과 8개월 뒤인 2007년 5월 현재 펀드 설정액은 6조 3,730억 원에서부터 약 세배에 가까운 16조 8,570억 원으로 매우 급속한 폭발적인 증가세를 보이고 있다.

<그림 79> 우리나라 국제형 펀드<sup>1)</sup> 추이

(단위 : 십억원)



주 : 1) 외국인 전용 해외펀드 + 내국인의 해외투자 펀드 + 국내에서 운용하는 해외 투자 편입이 많은 펀드  
 자료 : 자산운용협회

이러한 시도가 충분히 정착되어 가계의 해외증권투자가 안정적인 궤도에 오르기 위해서는 일반 소비자들이 국내증권투자에 못지않게 또는 그 이상으로 해외증권투자로 안정적인 수익을 얻을 수 있다는 믿음을 가질 수 있어야 할 것이다. 그러기 위해서는 충분한 긍정적 수익경험이 필요하며 이를 위해서는 그러한 경험이 충분히 누적될 시간이 필요하다. 단기적으로 좋은 성과를 거둔다 하더라도 뒤이어 커다란 손실을 경험한다면 우리나라 가계들은 해외증권투자를 안정적인 투자수단으로 받아들여야 하지 않을 것이기 때문이다. 과거 일본에서 개인들의 해외증권투자가 제대로 착근하기 어려웠던 원인 중 하나도 엔화의 급격한 변동으로 해외증권에 투자하였던 많은 일본 개인들이 커다란 손실을 경험하곤 했기 때문이었다는 분석도 있다(IMF 2005).

이에 따르면, 2003년 말 이후 엔화 환율이 급격한 환율 절상 없이 안정적으로 움직여 주었던 것이 일본 가계들의 고질적인 home-bias 극복을 위하여 중요한 요인이었다. 결국, 우리나라 가계의 해외증권투자가 안정적으로 자리 잡기 위해서도 환율의 급격한 변동에 따른 환차손 위험이 크지 않아야 할 뿐 아니라 해외투자를 중개하는 금융기관들의 성과가 훌륭해야 하며 해외투자의 긍정적 성과가 충분히 누적될 시간이 필요하다고 할 수 있다.

해외펀드를 통한 해외증권투자 확대의 정착 여부를 평가함에 있어서는 아직 충분한 시간이 흘렀다고 하기는 어렵다. 그럼에도 불구하고, 최근까지의 실적은, 앞으로 좋은 환경이 갖추어져 나간다면 우리나라 개인들은 상당히 적극적으로 해외증권투자에 나설 준비가 되어 있음을 시사한다고 할 수 있다.

앞으로 좀더 보완되어야 할 부분은 금융기관들이 개인들의 해외 투자처를 성공적으로 골라내는 역량을 축적해 나가는 일이다. 좁은 국내뿐 아니라 해외로도 눈을 돌려 수익성 높은 투자처를 골라내는 역량은 단 시일 내에 구축될 수 있는 문제가 아니라고 생각된다. 개인의 자금을 해외투자처로 중개해 주는 금융기관의 역량이 충분히 갖추어져야 개인들도 해외투자를 통해 갑작스러운 손실을 보는 일이 가급적 일어나지 않도록 해야 하며 그렇게 되어야 비로소 해외투자는 일반 개인들에게 국내투자의 좋은 대안으로 부각될 수 있을 것이다. 따라서 개인들의 해외 증권투자 확대는 비단 원화환율의 안정에 도움이 될 뿐 아니라 이를 계기로 우리나라 금융산업도 한 단계 더 발전된 모습을 보일 수 있어야 할 것이다.

이와 같이, 해외투자의 출구가 제대로 정착되어야 원화환율 절상압력이 상당 폭 줄어들게 되고, 그럼으로써 재화와 서비스의 국제경쟁력을 유지하는 데에도 도움이 될 수 있다고 생각된다. 뿐만 아니라 이러한 출구가 충분한 기능을 하고 있을 때, 예를 들어 일본과 중국의 환율이 절상을 시작하더라도 원화환율의 동반절상을 방지하는 데에 도움이 될 수 있을 것이다.

## 라. 기업투자 확대의 필요성

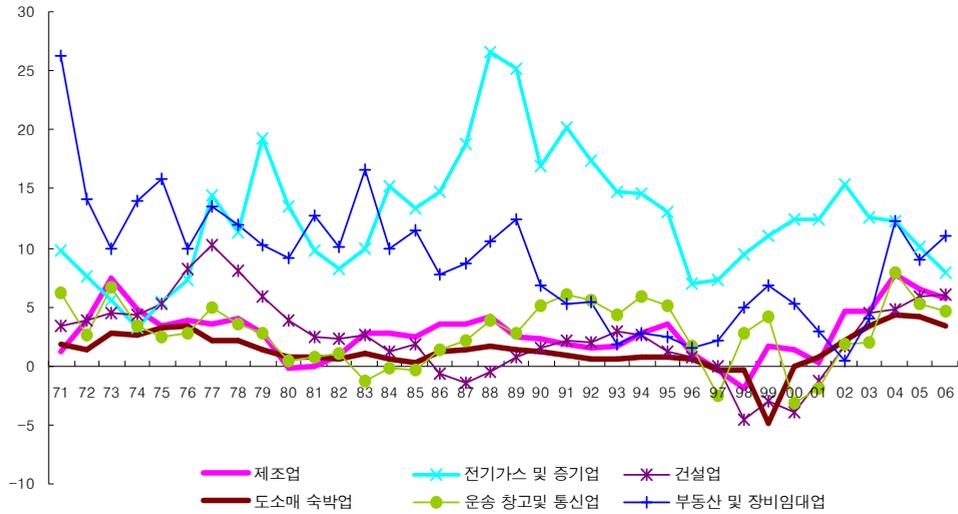
외환위기 이후 최근 몇 년 동안, 특히 2002년 이후, 기업부문의 수익성은 뛰어난 실적을 보였다. 2004년의 경우 제조업(7.8%), 운수·창고·통신(7.9%), 도소매·숙박업(4.3%) 등은 사상 최고의 매출액 경상이익률을 기록했으며, 부동산 및 장비임대업, 건설업 등도 길게는 30여년 만에, 짧게는 20여년 만에 가장 높은 매출액 경상이익률을 기록하였다(〈그림 80〉). 주요 산업들의 총자산 경상이익률도 2004년을 전후하여 최고수준을 기록하고 있는 중이다(〈그림 81〉). 2005년부터는 유가 및 원자재 가격상승과 환율하락 등의 요인이 겹치면서 수익성 지표들이 다소 하락하는 모습을 보이기 시작했으나 과거에 비해 여전히 높은 수준의 수익성 성과를 유지하고 있는 중이다.

2005년 이후 기업들의 수익성은 다소 둔화되기 시작하고 있지만 기업들의 재무안정성은 더욱 더 강화되고 있다. 재무안정성의 대표적인 지표인 부채비율은 전 산업의 경우 2006년 105.3%로 2005년의 110.9%에서 5.6%포인트가 하락했다. 제조업의 경우 부채비율은 2001년 182.2%에서 2006년 말에는 98.88%라는 사상 최저수준까지 낮아졌다. 일본기업들의 평균 부채비율이 232.7%이며 제조업 부채비율이 134.2% 수준임을 감안하면 우리나라 기업들의 평균적인 부채비율은 일본 기업들의 절반수준에도 못 미치며 제조업의 부채수준은 일본의 경우보다 훨씬 낮은 수준에 머무르고 있다고 정리할 수 있다.

이처럼 우리나라 기업들은 외환위기 이후 현재까지 수익성 측면이나 안정성 측면에서 유례없이 좋은 기록들을 내고 있는 중이다. 그렇지만 이러한 실적의 상당부분은 투자를 하지 않음으로써 얻을 수 있었던 결과일 뿐이었다고 판단된다. 앞서 지적한 바와 같이, 2006년 설비투자율은 8.9%로 낮아져 1998년을 제외하면 34년 만에 최저치를 기록하고 있는 중이다(〈그림 75〉). 기업의 성과는 눈부시게 좋아졌지만 그것을 토대로 적극적으로 추진했어야 했던, 또는 적극적으로 추진하길 기대했던, 새로운 투자에 대해서 기업들은 놀랄 만큼 소극적이었다. 그러다 보니 고용이 별로 늘어나지 못하여 피용자보수의 증가가 부진해졌을 뿐 아니라, 대기업들은 투자자금을 차입해가는 대신 오히려 상환에 몰두(〈그림 82〉)하다 보니 금융기관을 매개로 개인들이 얻어오던 이자소득도 별로 늘어나지 못하였다. 결국, 기업이 투자를 하지 않는 가운데 기업들의 성과가 개인부문으로 확산되는 연결고리가 단절되었으며 기업들은 막대한 사내유보를 남길 수 있었지만 개인의 소득 증가율은 외환위기 이전에 1/3 토막이 나버린 것이다(〈그림 53〉).

〈그림 80〉 우리나라 주요 산업별 매출액경상이익률 추이

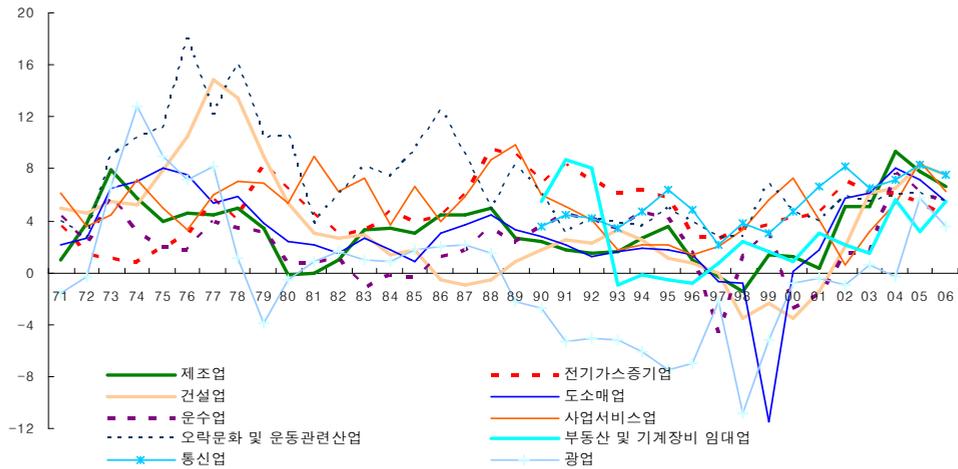
(단위 : %)



자료 : 한국은행

〈그림 81〉 우리나라 주요 산업별 총자산경상이익률 추이

(단위 : %)



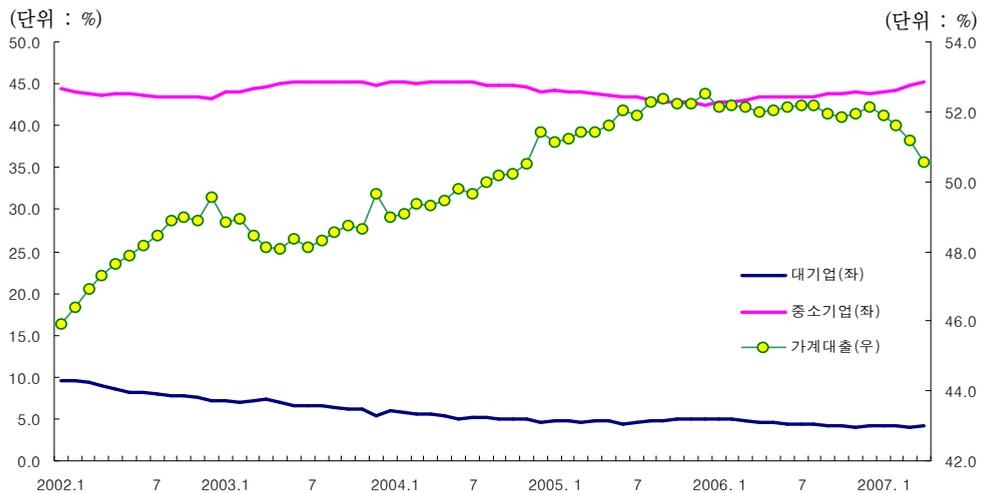
자료 : 한국은행

물론 외환위기 이전 우리경제에 고질적이던 과잉투자가 사라졌다는 점만큼은 다행스런 일이라 하겠지만 지금의 기업들은 과거에 비해 너무 지나치게 소극적으로 투자에 임하고 있는 것이 아닌지에 대해 많은 우려를 사고 있다. 투자가 지나치게 왕성했던 과거의 균형에서부터 투자가 너무 저조한 균형으로 옮겨온 것이다. 투자가 너무 왕성하였던 과거에는 기업 수익성이 지나치게 낮았으며 이것이 광범위한 기업부실로 이어지면서 우리경제에 커다란 부담요인이 되었다가 지금은 기업경영의 수익성 및 안정성이 기록적인 수준까지 향상되는 가운데 투자가 너무 저조해진 것이다.

기업투자가 미래의 소득흐름과 성장 여부를 결정함에 있어 매우 중요한 요소라는 점을 감안할 때 최근과 같은 투자부진 현상은 기업을 위해서도 상당히 우려할 만하다고 하겠다. 수익이 많이 나고 경영여건도 안정적인 때야말로 투자여력이 커져 있을 때일 터인데, 그러한 때에 투자를 하지 않았던 것은 우리경제의 미래를 위해 아쉬운 점이었다고 할 수 있다.

특히, 지난 몇 년간의 수익성 개선의 배경에는 생산성 향상과 연구개발을 통해 좋은 제품을 만들려는 기업 스스로의 노력의 결실이기도 했겠지만 저금리와 높은 환율이라는 거시경제여건이 뒷받침되었던 결과이기도 하였으며 그러한 여건이 형성되었던 것은 정부가 금리를 낮추고 환율하락을 방어하려는 정책노력을 기울여 왔기 때문이었다.

〈그림 82〉 은행의 기업대출 및 가계대출 비중<sup>1)</sup> 추이



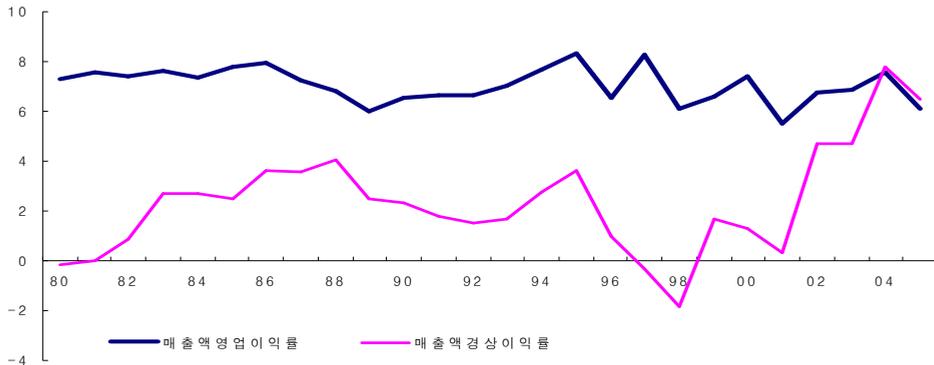
주 : 1) 은행의 기업대출 잔액+가계대출 잔액 대비 각각의 비중임.

자료 : 한국은행

예를 들어 <그림 83>에서 보는 바와 같이, 2002년 이후 제조업의 매출액 경상이익률은 크게 향상되었지만 매출액 영업이익률은 별다른 추세적 변화를 보이지 않았다. 이는 결국 경상이익률 개선의 이유가 영업이익률이 올라갔기 때문이라기보다는 영업외손익이 크게 개선되었기 때문이었음을 의미하는 것이다. 실제로 매출액 경상이익률의 구성항목들을 살펴보면, 제조업의 영업외손익이 크게 개선된 데에는 이자손익과 외화환산손익의 개선이 핵심적 역할을 하였음을 알 수 있다.

<그림 83> 제조업 매출액 경상이익률 및 매출액 영업이익률 추이

(단위 : %)



자료 : 한국은행

<표 32> 제조업 매출액 대비 영업이익률과 영업외손익의 추이

(단위 : %)

연 도	매출액 영업이익률	영업외손익	영업외손익 구성					기타 <sup>1)</sup>
			이자손익	외환차 손익	외화환산 손익	기타영업외 손익		
2000	7.40	△6.11	△3.76	0.02	△0.67	△1.68	△0.02	
2001	5.52	△5.17	△3.30	△0.14	△0.12	△1.69	0.08	
2002	6.74	△2.04	△1.95	0.20	0.18	△0.50	0.03	
2003	6.87	△2.18	△1.31	0.02	△0.12	△0.94	0.18	
2004	7.56	0.23	△0.78	0.13	0.33	△0.34	0.89	
2005	6.12	0.38	△0.73	0.08	0.17	△0.05	0.91	

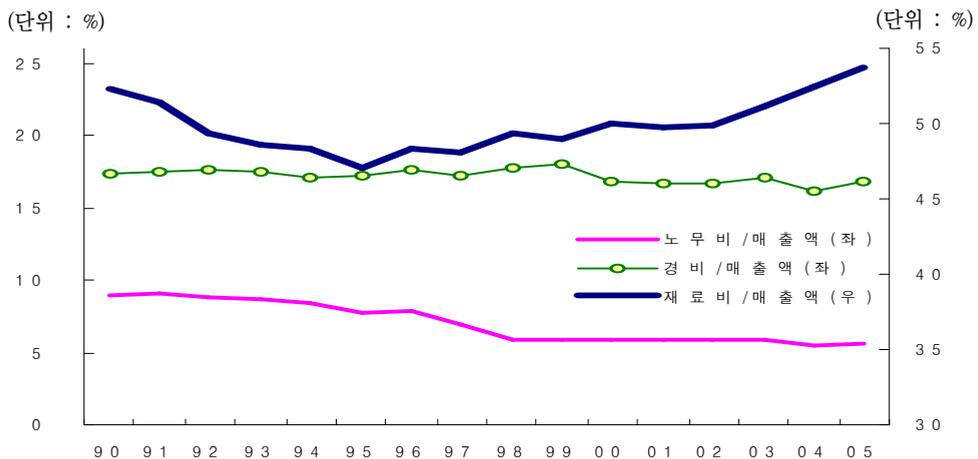
주 : 1) 매출채권처분, 지분법평가손익, 투자유형자산손익, 단기투자증권손익, 배당금수익, 유가증권평가손익 등  
 자료 : 『기업경영분석』 각호

〈표 32〉에 따르면, 2001년에서 2005년까지 제조업의 이자손익은 매출액 대비  $\Delta 3.30\%$ 에서  $\Delta 0.73\%$ 로 2.57%p 개선되었고 매출액 대비 외환차손익은  $\Delta 0.14\%$ 에서 0.08%로 0.22%p만큼, 매출액 대비 외화환산 손익은  $\Delta 0.12\%$ 에서 0.17%로 0.29%p만큼 개선되었다. 그리고 이들 세 가지를 합산하면 2001년에서 2005년까지의 기간 중 매출액 경상이익률 개선 폭 6.2%p의 절반인 3.1%p에 달하는 것으로 나타난다. 또한 이 기간 중 기타영업외손익도 매출액 대비 1.7%p 가량 개선되어 기업 수익성 개선에 크게 기여하였다. 결국 지난 5년 동안 괄목할 만큼 개선되었던 제조업의 수익성은 약 절반 정도가 금리 및 환율 등 우호적인 거시경제 정책적 요인에 기인한 부분으로 간주할 수 있다.

한편, 비용측면을 보면 매출원가 중 재료비는 2003년 이후 유가 및 원자재가격 상승 등으로 크게 늘어나 매출액 대비 4%p 가량 늘어났으며 경비와 노무비의 매출액 비중은 거의 변화가 없었던 것으로 나타나고 있다(〈그림 84〉). 이 가운데 노무비의 경우 외환위기를 계기로 1996년에서 1998년까지 2년 간 매출액의 약 2%p 정도 줄어들긴 했으나 그 이후 8년 동안 거의 변화가 없었다.

그러나 지금은 저금리시대가 이미 막을 내렸고 환율도 앞으로 하락 가능성이 당분간 높은 상황임을 감안할 때 지난 몇 년간 제조업 수익성 개선에 크게 기여하던 거시경제적 요인은 지금보다 오히려 악화될 가능성이 높아 보인다. 앞으로 기업들은 새로운 기술을 개발하거나

〈그림 84〉 제조업 노무비, 경비, 재료비의 매출액 대비 비중 추이



자료 : 『기업경영분석』 각호

노무비, 경비를 비롯한 원가절감 노력에 스스로 적극 나서지 않는 한 지난 몇 년과 같은 기록적인 수익성 달성은 어려워질 전망이다. 지난 몇 년 동안과 같이 수익이 많이 나고 경영여건도 안정적이었을 때 미래를 위한 투자를 하지 않았었는데, 앞으로는 수익이 나기도 어렵고 경영여건도 과거에 비해 불안해질 가능성이 높으므로 향후의 투자전망도 그리 밝지는 않아 보인다. 그리고 기업투자가 활발해질 가능성이 별로 보이지 않는다면 기업부문의 성과가 가계부문으로 흘러들어가는 연결고리가 복원되기를 기대하기도 어렵다고 생각된다. 그리고 그러한 연결고리가 단절되어 있는 상태라면 우리경제가 선순환을 회복하기 힘들 것이다.

2007년 1월 대한상공회의소의 조사에 따르면, 3년 후 이익을 낼 사업 분야를 확보하지 못하고 있다는 기업이 전체의 53.5%에 달하고 있고, 10년 후까지 준비되어 있다는 기업은 1%에 불과한 것으로 집계되었다. 이와 같이 미래에 대한 대비도 별로 없는 상황에서 투자도 하지 않는다는 것은 쉽게 이해가 되지 않는다.

자본의 조달비용이 낮아지고 수익이 크게 개선되었음에도 불구하고 30여년 만에 최저의 투자율을 기록하고 있는 최근의 현상을 거시경제학적 측면에서 설명할 방법은 없다고 본다. 심지어 “투자를 할 곳이 없어 투자를 하지 않는다”는 소리가 기업으로부터 나오고 있다. 중국이나 일본의 기업들은 공격적으로 투자를 하고 있는 상황에서 우리나라 기업들만 투자할 곳을 찾지 못한다면 그 자체로서 심각한 문제가 아닐 수 없다. 우리나라 기업들의 투자 마인드가 과거에 비해 크게 나약해(effeminate)졌거나 우리경제의 전반에 걸쳐 이노베이션과 경쟁이 약화된 것은 아닌지, 외환위기 이후에는 왜 대기업으로 성장하는 중견기업이 등장하지 않는 것인지, 점검해 볼 필요가 있다.

#### 마. 소비자 가계부 복원의 필요성

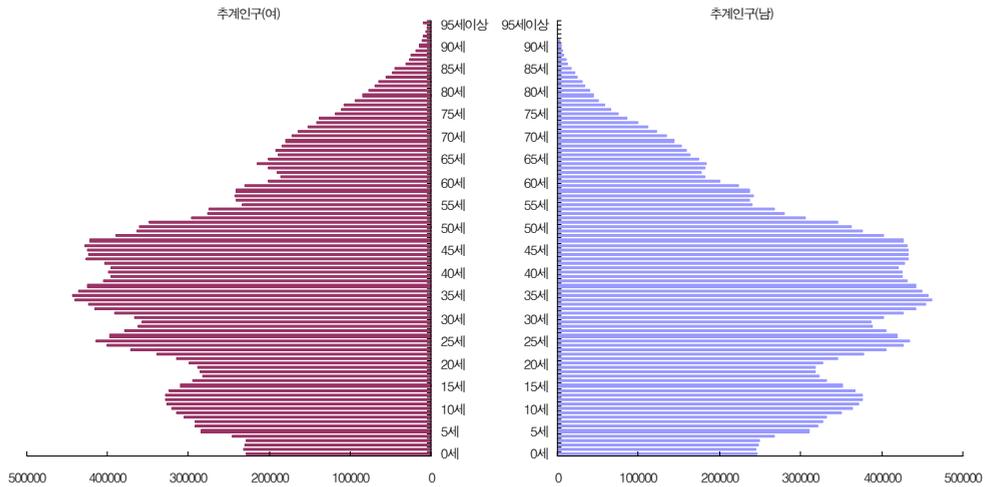
일본 소비자들은 막대한 금융자산을 축적해두고 있었기 때문에 저축을 줄여가며 장기침체의 고통을 버텨왔고 인구가 노령화되는 가운데서도 노후 대비를 충분히 해놓았다고 할 수 있다. 여기에 비해 우리나라 소비자들의 상당수는 재산축적은 커녕 매년 엄청난 적자를 거듭하고 있는 실정이다.

이에 비해 2000년 이후 우리나라에서는 빚 권하는 사회가 도래하여 팍 흘러 일하는 가치관이 실종되고 일확천금 아니면 절망 중 하나를 양자택일하는 경향이 커졌다. 그 결과, 2005년 현재 인구 10만명당 26.1명이 자살한 것으로 조사되었는데, 이는 하루에 34명꼴로서 OECD 국가 중 1위에 해당하는 수치였다. 1995년에는 10만명당 자살하는 사람이 연간 11.8명

이었는데, 불과 10년 사이에 2배 이상 증가한 것이다. 통계청의 분석에 따르면, 이와 같이 자살률이 급증한 것은 주로 경제적 요인 때문이었다.

향후 우리 기업들이 투자 마인드를 회복하여 적극적으로 투자를 늘린다면 경제 선순환을 통하여 저소득층에게까지 소득이 흘러들어갈 수 있을 것이다. 그러나 저소득층의 소득을 높이는 것도 중요하지만 소득에 맞게 지출을 억제하는 노력도 병행될 필요가 있다. 전체 가구의 10%에 해당하는 계층이 매년 소득의 50%에 가까운 적자를 내고 있다면 그러한 경제에서 소비지출이 정상화되기는 불가능할 것이기 때문이다.

〈그림 85〉 2006년 현재 우리나라 연령별 인구분포



자료 : 통계청

## V. 맺음말

지금까지 “일본경제는 왜 침체에 빠지게 되었는가, 왜 그렇게 오랫동안 침체에서 벗어날 수 없었는가, 그리고 무슨 이유로 회생하게 되었는가”라는 세 가지에 대한 설명과 함께, 그로부터 우리가 참고할 만한 교훈을 찾아보고자 하였다. 서론에서도 언급하였지만 본 보고서가 분석의 범위와 깊이에 있어 이 목적에 합당할 만큼 완벽하지는 않다. 지난 17년간 일본경제가 지나온 과정 가운데 한국경제의 입장에서, 한국경제의 장래를 위하여, 어떤 점을 눈여겨 보아두어야 할지에 초점을 맞추었을 뿐이다.

일본과 같이 거대한 규모의 경제가 장기침체를 겪은 뒤 서서히 회복을 재개하였던 과정은 한두 가지 요인만으로는 충분한 설명이 될 수 없는 매우 복잡한 것이었다. 시대의 변화로 경제 환경이 달라지면서 외부적 요인과 내부적인 요인이 서로 뒤섞여가며 문제가 발생하였다. 처음에는 이런 문제들이 그다지 심각하게 인식되지 않았고, 따라서 그에 대한 적극적 대응의 필요성도 그다지 커 보이지 않았었다.

경제상황이 명백하게 나빴었다면 현상유지보다 변화를 선택하는 데에 주저할 이유가 별로 없었을 것이다. 그러나 변화를 선택하기에 가장 적절했던 시기에서의 경제 상황은 언제나 미묘하였다. 사고방식과 행동양식, 관행 등을 바꾸어야 하는 불편스러움은 물론 단기간의 경제적 고통을 감내해야 할 만큼 상황이 명백하게 나쁘지는 않았었다. 현상유지보다 변화가 왜 필요한지에 대해 구체적 근거를 대며 설득을 하기가 곤란했었다. 현상유지의 부작용이 아직 구체화되지 않고 있었기 때문이었다. 이러한 와중에 문제는 악화되어 점점 더 많은 사람들이 그 부작용을 인식하게 되었으며 관련 이해당사자들은 점점 더 많아지고 이해상충의 對立도 점점 더 격화되었다. 이에 따라 문제에 대한 矯正은 더욱 더 어려워졌다.

일본에서 부동산 버블이 발생하여 확장되는 과정이 그러했고 금융부실, 재정적자 및 국가부채의 확대도 똑같은 과정을 밟았다. 이들보다 훨씬 오랜 기간에 걸쳐 누적되었던 일본경제의 이중구조와 고비용구조 역시 길게 보면 마찬가지였다. 이 가운데 부동산 버블과 금융부실은 결국 붕괴의 국면에 도달하여 경제의 여러 측면에 걸쳐 부정적인 파급효과를 끼쳤으며 재정적자 문제는 붕괴상태를 향해 계속 확장 중이다.

이것이 곧 “일본경제는 왜 침체에 빠지게 되었는가, 왜 그렇게 오랫동안 침체에서 벗어날 수 없었는가”라는 질문에 대한 본 보고서의 결론이다. 일본경제였기 때문에 이와 같은 장기침체가 일어났다기보다는 어느 경제이든 일본과 같은 대응을 한다면 장기침체의 위협에서부

터 자유로울 수 없다고 생각한다.

어떤 선택을 해야 하는지 분명하지 않은 갈림길에 당면한 정부의 입장에서, 국민들에게 고통의 감내를 역설해가며, 반대를 무릅쓰고 올바른 결정을 내리기란 쉽지가 않을 것이다. 만약 그런 상황에서도 미래를 내다보며 올바른 결정을 내리는 정부가 있다면 그것은 그 국민들의 행운으로 보아야 할 것 같다. 이를테면, 일본의 장기침체를 초래했던 난제들이 만약 우리에게 닥친다면 우리경제는 일본경제의 前轍을 되풀이하여 밟을 가능성이 높다고 생각된다. 심지어 2002년 이후의 부동산 버블이 재발하고 확장하던 과정을 보면, 일본이 10년에 걸쳐 겪었던 고통을 바로 옆에서 지켜보아왔으면서도 일본이 밟았던 전철을 그대로 밟고 말았다는 점에 대해 안타까움을 숨기기 어렵다.

부동산 버블이 초래하는 고비용구조의 재가동뿐 아니라, 가계대출의 급증, 저소득층의 적자율 확대, 30년 이래 가장 낮은 설비투자율, 개인가처분소득 증가율의 급격한 둔화, 자영업 부문 소득증가율 정체, 재정적자폭 확대 및 인구노령화의 진전 등 해결이 쉽지 않은 난제들이 최근 몇 년에 걸쳐 우리경제에 연이어 등장하고 있다. 어떤 것은 외환위기의 직·간접적 영향의 결과이기도 하며 어떤 것은 외환위기와 관계없이 그 이후 잘못된 정책에 의해 만들어진 것도 있다. 이런 난제들이 우리로 하여금 일본과 같은 장기침체를 겪게 할 것인가 아닌가를 떠나 우리경제의 펀더멘털을 상당히 약화시킨 것은 분명하다고 생각한다.

이러한 펀더멘털의 약화와 더불어 우리경제는 몇 년째 낮은 성장률을 경험하고 있다. 이는 1997년 말처럼 수급의 불일치에 의한 위기상황은 아니며 일본의 장기침체처럼 성장률 1% 미만의 심각한 정체도 아니다. 경제위기라고 할 것도 없고 “일본식 장기침체”라고까지 할 것도 없지만, 건강한 상태라고는 보기 어렵다. 경제가 활력을 잃고 성장률이 지지부진한, 미지근한 형태의 “한국식 장기침체”라고 보아야 할 것이다.

앞으로 우리가 관심을 가져야 할 부분은 우리경제가 어떻게 해야 이러한 난제들을 극복하고 경제 활력을 회복할 수 있느냐 하는 문제이다. 본 보고서는 장기침체에서부터 벗어나는 데에 성공한 일본의 경험으로부터 시사점을 얻고자 하였다. 일본이 겪었던 지난 17년의 과정을 우리경제의 과거 및 현재와 비교하였을 때 거기서부터 얻을 수 있는 교훈은 상당히 여러 가지였다.

그 가운데 본 보고서가 특히 강조하고자 했던 부분은 경제의 근원적인 회복을 위해서는 고비용구조의 해소가 매우 중요하다는 점이었다. 일본경제가 회생에 성공하였던 것은 중국 특수라는 외부요인이 때마침 찾아왔고, 고이즈미 정부 주도하에 제도개혁이 가속화되었으며, 보다 중요하게는 민간 스스로의 변화가 활발해졌다는 데에 있었다고는 하지만, 장기침

체와 디플레이션을 거치면서 일본경제의 고비용구조가 상당부분 해소되었던 데에 보다 근본적인 원인이 있었다고 본다. 아무리 중국특수라는 외부요인이 찾아오고 정부가 아무리 제도 개혁에 힘썼다 할지라도 만약 일본경제의 주요 가격수준이 버블붕괴 이전의 살인적인 수준에 머물러 있었다면 과연 일본이 회생에 성공했을까 하는 것이다.

우리경제가 아무리 정부주도의 제도개혁을 가속화하고 재정지출을 확대시키며 낮은 금리수준을 유지한다고 해도 지금과 같은 가격수준이라면 민간기업의 투자심리가 살아나고 우리경제가 장기적인 경쟁력을 확보할 수 있을지 분명하지 않다고 판단된다.

물론 고비용구조의 해소는 쉬운 일이 아닐 것이다. 일본경제도 장기침체와 디플레이션을 겪고 난 뒤에야 비로소 고비용구조를 해소할 수 있었다. 문제는 우리경제가 장기침체나 디플레이션 없이도 고비용구조를 해소시키는 방법을 찾을 수 있느냐 하는 점이다. 무엇보다 과거 우리경제에서 항상 고비용구조의 발단이 되어왔던 부동산 버블을 축소시켜야 하며 이를 위해 할 수 있는 일이 있다면 하는 것이 좋다고 생각한다. 뿐만 아니라 경쟁을 확대하고 이노베이션을 활성화시켜 상품은 물론 서비스산업의 생산성을 한층 높여야 한다. 노동생산성이 향상되어 임금이 올라가는 것은 당연하지만 노동시장의 경직성 때문에 생산성과 관계 없이 임금이 올라가는 것은 피해야 한다. 또한 원화환율이 주변국가의 환율과 동반하여 하락하지 않도록 금융 산업의 역할을 확대하는 데에도 힘써야 할 것이다.

현재 일본은 사상 최장기간의 경기확장 국면을 지속하고 있으며 실업률이 내려가고 있고 정규직 채용이 늘어나 소비심리가 강해지고 있다. 이런 일들은 과거 반짝 경기 때는 볼 수 없었던 것들이다. 그럼에도 불구하고 정작 일본사람들은 경제의 회생을 체감하지 못하는 경우도 많다고 한다. 아직도 100만 명에 달하는 젊은이들이 소위 “프리터” 생활을 하고 있으며 고용의 안정성이 나아지고 있기는 하지만 아직은 옛날만 못하다고 생각하여 결혼을 할 엄두를 잘 내지 못하고, 결혼하더라도 이혼하는 경우가 많다고 한다(우종원 2007). 우리나라보다는 사정이 월등히 낫긴 하나 빈곤의 문제와 양극화, 비정규직 문제 등으로 인하여 버블 붕괴 이전의 사회의 안정성에 도달하지는 못하고 있는 것 같다.

누가 보아도 일본경제가 진정으로 회생했다고 인정하지 않을 수 없게 되는 시점은 아마도 재정수지 내지 국가부채 문제가 안정적인 범위로 낮아지는 한편, 인구노령화가 더 이상 일본경제의 성장을 가로막지 않게 되는 때라고 할 수 있다. 제조업에 비해 생산성이 매우 낮은 서비스업의 생산성을 얼마나 향상시킬 수 있을 것인지도 눈여겨 보아야할 부분이다.

2007년 상반기 현재, 우리경제는 성장률이 예상보다 다소 높아지고 투자와 소비가 좀 나아지는 모습을 보여주고 있다. 그러나 이러한 움직임이 매년 거듭되는 잔물결같은 의미 없는

등락이 아니라 외환위기 이후 이어져오는 저성장에서 벗어나 선순환을 시작하는 것으로 평가받으려면 개인의 소득이 뚜렷하게 증가하며 기업투자가 역동적으로 증가하고 새로운 대기업이 등장하는 등 기업 활동이 활발해져야 한다. 저소득층의 가계수지도 가시적으로 개선되며 가계소득의 증가로 가계부채의 부담이 한층 완화되는 단계까지 이르러야 한다. 이와 함께 부동산 가격이 전반적으로 완만하게 하향 안정화되면서 우리경제의 고비용구조가 서서히 해소되는 길로 들어서야 할 것이다. 아울러 국내에서 해외로 투자가 활발해져서 경쟁상대국의 환율보다 원화환율의 하락세가 훨씬 완만하게 유지될 수 있어야 한다.

재정정책이나 금리정책 등 거시경제 정책 수단만으로는 목표달성이 쉽지 않아 보인다. 정부는 분명한 방향을 제시하고 일관된 메시지를 주되 어디까지나 우리경제 회생의 주체를 정부가 아닌 민간으로 설정하고 변화를 도와주는 보조역할을 잘 해내야 한다. 그리고 이러한 변화가 만들어지기 위해서는 일반인들이 현재의 상황을 어떻게 인식하느냐가 무엇보다 중요하다. 현재의 상황을 일인당 국민소득 2만 달러를 앞둔 경제로서는 불가피한 저성장이라고 인식할 것인지, 아니면 외환위기 이후 지금까지를 한국판 '잃어버린 10년'으로 인식하고 여기에서 시급히 벗어나려는 절박감을 가질 것인지에 따라 향후 우리경제의 진로는 질적으로 달라질 수밖에 없다.

## 참고문헌

- 김경환, 「부동산 가격과 거시경제간의 상호관계」, 『자산가격 변동에 대응한 통화정책 방향』, 2003년 한국은행 조사국 학술회의, 한국은행, 2003.10.
- 김동환, 「일본경제의 위기와 시사점」, 『정책조사보고서』 2002-01, 한국금융연구원, 2002.
- 김정렬, 「일본의 금융위기와 금융구조조정」, 『조사분석자료』 2002-1, 예금보험공사, 2002.3.
- 박종규, 「저축률·투자율의 추이 및 평가와 정책시사점」 『금융연구』 17권 별책, 한국금융연구원 2003.8.
- \_\_\_\_\_, 「경상수지 흑자원인 및 유지 가능성 분석」, 미발간 자료, 한국금융연구원, 2006a.4
- \_\_\_\_\_, 「'93SNA에 따른 분기별 거시경제모형 : KIF05Q」, 『연구보고서』, No.2, 2006b.
- \_\_\_\_\_. 조운제, 「한국경제의 구조적 문제점 : 위기 이전과 이후」, 『금융연구』 16권 별책, 한국금융연구원, 2002.8.
- 우종원, 「일본경기회복의 허와 실」, 중앙일보 2001.1.17.
- 이영진·이용화·김근동·박희정, 『선진기업의 불황 극복사례』, 삼성경제연구소, 1996년 9월.
- 이우광, 「일본경제 위기와 개혁실패의 교훈」, *CEO Information* 제343호, 삼성경제연구소, 2002.4.
- 전홍택외, 『일본경제의 10년 불황에서 배워야 할 교훈』, 한국개발연구원, 2002.6.
- 정문건, 「초엔高 어떻게 활용할 것인가」, 삼성경제연구소 1995.9.
- 조용수·김기승, 「세대별 빈곤 진출입 결정요인 연구」, 경제학 공동학술대회 발표논문, 2007.2.
- 진창수, 「일본형 금융시스템의 위기 : 부실채권처리 정책을 중심으로」, 『현대일본학회 국제학술회의 발표논문』, 국민대학교, 2002.11.
- 삼성경제연구소, 『미·일 금융기관의 경쟁력 비교』, 1991.4.
- \_\_\_\_\_, 『일본금융개혁의 주요내용과 향후 전망』, 1992.9
- 세계일보, 『일본 재정적자 눈덩이』, 7월 8일 字 2006.
- 재정경제부, 『제 15회 한일 경제정책협의회 자료집』, 경제정책국 2006.2.
- 한국은행, 「일본경제의 장기불황 탈출요인과 시사점」 보도자료, 2004.7.12

- 가토오 히로시(加藤 寛) “財政改革/國有財産の半分を賣却せよ”, *Voice*, 2001.8.
- 고바야시 게이이치로(小林慶一郎), “經濟政策論爭迷路からの出口”, 論座, 2000.8.  
2000a.
- \_\_\_\_\_, “不良債權處理は、まずモラルの問題である”, 現代, 2000년 12월호  
2000b.
- 고이즈미 준이치로(小泉純一郎)·앨빈 토플러, 「小泉革命は"第3の波"をつくれるか」, 中央  
公論, 2001년 8월.
- 마쓰바라 사토루(松原 聰) “郵政民營化/日本を 再活性化する切り札” *Voice*, 2001.8.
- 사카키바라 에이스케(榊原英資), 「“成長の十年” がやってくる」, 『文藝春秋』, 2004.2.
- 이나바 요오이치(稻葉陽一), 「アメリカを悩ます: “繁榮の 格差”」, 『中央公論』, 2000.5.
- 토요 교텐(行天豊雄), 「學者はキャンパスに戻れ」, 『中央公論』, 2001.2.
- Akutagawa, Ryunosuke, *Rashomon and Seventeen Other Stories: Selected and Translated with Notes by Jay Rubin*, Penguin Books, 2006.
- Alesina, Alberto and Roberto Perotti, “Fiscal Adjustment in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects,” *IMF Working Papers* #96/70, 1996.
- Andolfatto, David, “Monetary Implication of the Hayashi–Prescott Hypothesis for Japan,” *Discussion Paper* No.2003–E–6, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2003.
- Bayoumi, Tamim, “The Morning After: Explaining the Slowdown in Japanese Growth in the 1990s,” *Journal of International Economics* 53, 2001, pp.241~259.
- Bernanke, Ben S., “Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?,” *mimeo*, Princeton University, January 18, 2000.
- Bernanke, Ben S., and Mark Gertler, “Monetary Policy and Asset Price Volatility,” *Working Paper* 7559, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass., February 2000.
- Brainard, William, “Uncertainty and the Effectiveness of Policy,” *American Economic Review*, 57(2), 1967, pp.441~425.
- Callen, Tim and Jonathan D. Ostry, “Overview” in *Japan’s Lost Decade: Policies*

- for Economic Revival*, IMF, 2003
- Cline, William R., *The United States as a Debter Nation*, Washington: Institute for International Economics and Center for Global Development, 2005
- Dower, John W., *Embracing Defeat: Japan in the Wake of World War II*, Norton, New York, 1999.
- Drucker, Peter F., *Managing in the Next Society*, Truman Talley Books, New York, 2002.
- Duncan, Richard, *The Dollar Crisis: Causes Consequences Cures*, John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd., 2005.
- Eggertson, Gauti B. and Michel Woodford, "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy," *Brookings Papers on Economic Activity*, vol.2003, No.1. 2003 pp.139~211.
- Faruqee, Hamid and Martin Mühleisen, "Population Aging in Japan: Demographic Shock and Fiscal Sustainability," *IMF Working Paper* 01/04, Washington: International Monetary Fund, April 2001.
- Fisher, Stanely, "Comment", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:2001, pp.161~166.
- Fukagawa, Yukiko, "Japan's Economic Recovery: Policy Implications for Korea," *Occasional Paper Series*, 06-05, Institute for Global Economics, August 2006.
- Hayami, Masaru, "Recent Economic Developments and Monetary Policy," Speech presented to the Research Institute of Japan, March 2001.
- Hayashi, Fumio and Edward C. Prescott, "The 1990s in Japan: A Lost Decade," *Review of Economic Dynamics* 5, 2002, pp.206-235.
- Helweg, Diana M., "Japan: A Rising Sun?," *Foreign Affairs*, Vol.79, iss.4, Jul/Aug 2000, pp.26~39.
- Horioka, Charles Yuji, "The Stagnation of Household Consumption in Japan," *Discussion Paper* No.599, The Institute of Social and Economic Research, Cabinet Office, Tokyo, Japan, January 2004.
- \_\_\_\_\_, "Are the Japanese Unique? An Analysis of Consumption and Saving Behavior in Japan," *Discussion Paper* No.606, The Institute of Social

- and Economic Research, Cabinet Office, Government of Japan, June 2004.
- Hoshi, T., and A. Kashyap, "The Japanese Banking Crisis: Where Did It Come From and How Will It End?," *NBER Macro Annual* 14, 1999, pp.129~201.
- Ihori, Toshihiro, "Japanese Tax Reform," in *Current and Reform Issues in Public Finance for Korea and Japan*, The Korea-Japan Symposium in Public Finance, The Korean Society of Public Finance and Korea Institute of Public Finance, August 2000.
- Ito, Takadoshi, "Japan and the Asian Economies: A "Miracle" in Transition," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:1996, pp.205~261.
- Johnstone, *We Were Burning*, 1999
- Katz, Richard, *Japanese Phoenix: The Long Road to Economic Revival*, M. E. Sharp, Inc., Armonk, New York, 2003
- Kawamoto, Takuji, "What Do the Purified Solow Residuals Tell Us about Japan's Lost Decade?," *Discussion Paper No.2004-E-5*, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2004.
- Kennedy, Paul, *The Rise and Fall of the Great Powers*, 1987.
- Kiuchi, Takahide, "Japanese Economy Heading for an Unprecedented Period of Long-term Expansion Led by Individuals," Economic Research Department, Financial & Economic Research Center, Nomura Securities Co., Ltd.
- Kiyotaki, Nobuhiro and John Moore, "Credit Cycles," *Journal of Political Economy*, vol.105, no.2, 1997, pp.211~248.
- Kiyotaki, Nobuhiro and Kenneth West, "Business Fixed Investment and the Recent Business Cycle in Japan," *NBER Macroeconomics Annual*, edited by Ben S. Bernanke and Julio Rotemberg, MIT Press, 1996
- Koike, Ryoji, "Japan's Foreign Direct Investment and Structural Changes in Japanese and East Asian Trade," *Monetary and Economic Studies*, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, October 2004, pp.145~182.

- Kozu, T., K. Nakayama, A. Mineshima, Y. Saita, "Changes in Japan's Export and Import Structures," *Monthly Bulletin*, Bank of Japan, May 2002.
- Krugman, Paul, "It's BAAACK! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap," *mimeo*, 1998.
- Kuttner, Kenneth N. and Adam S. Posen, "The Great Recession: Lessons for Macroeconomic Policy from Japan," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:2001, 2001a, pp.93~185.
- \_\_\_\_\_, "Passive Savers and Fiscal Policy Effectiveness in Japan," CEPR-CIRJE-NBER Conference on Issues in Fiscal Adjustment, Tokyo Japan, December 2001.
- Lincoln, Edward J., *Arthritic Japan: The Slow Pace of Economic Reform*, Brookings, 2001.
- Makin, John, "Comment," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:2001, pp.166~173.
- McLeod, John, "Rip it up and start again," *Investment Adviser*, May 8, 2006.
- Miyajima, Hideaki and Yishay Yafeh, "Japan's Banking Crisis: Who has the Most to Lose?," *Workshop on Economic Stagnation in Japan*, Venice International University, San Servolo, CESifo, Germany, July 2003.
- Moffett, Sebastian, "Japan Talks Taxes Amid Recovery," *Wall Street Journal(Estern Edition)*, Nov. 17, 2005.
- Motonishi, Taizo, and Hiroshi Yoshikawa, "Causes of the Long Stagnation of Japan during the 1990s: Financial or Real?," *NBER Working Paper* No.7351, September 1999.
- Mulgan, Aurelia, "Japan: A Setting Sun?," *Foreign Affairs*, Vol.79, iss.4, Jul/Aug 2000, pp.40~53.
- Müller-Plantenberg, Nikolas, "Japan's Imbalance of Payments," *Workshop on Economic Stagnation in Japan*, Venice International University, San Servolo, CESifo, Germany, July 2003.
- Nakakuki, Masayuki, Arika Otani, and Shigenori Shiratsuka, "Distortions in Factor Markets and Structural Adjustments in the Economy," *IMES Discussion Paper* No.2004-E-4, Institute for Monetary and Economic

- Studies, Bank of Japan, March 2004.
- Ogawa, Kazuo, "Financial Distress and Corporate Investment: The Japanese Case in the 90s," *Discussion Paper No.584*, The Institute of Social and Economic Research, Osaka University, June 2003.
- Okina, Kunio, Masaaki Shirakawa, and Shigenori Shiratsuka, "The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan's Experience in the Late 1980s and the Lessons," *Monetary and Economic Studies (Special Edition)*, Bank of Japan, February 2001.
- Oyama, Tsuyoshi, "Stagnation and Structural Adjustments of Non-manufacturing Industries during the 1990s," Research and Statistics Department, Bank of Japan, February 1999.
- Perotti, Roberto, "Fiscal Consolidation in Europe: Composition Matters," *AER Papers and Proceedings*, May 1996, pp.105~110.
- Plantenberg, Nikolas M., "Japan's Imbalance of Payments," Workshop on Economic Stagnation in Japan, CESifo, July 2003.
- Porter, Michael, Hiroataka Takeuchi, Mariko Sakakibara, *Can Japan Compete?*, 2000.
- Posen, Adam S., "It Takes More Than A Bubble to Become Japan," Number WP 03-9, the Institute for International Economics, October 2003.
- Ramana Ramaswamy and Christel Rendu, "Identifying the Shocks: Japan's Economic Performance in the 1990s," in *Post-Bubble Blues: How Japan Responded to Asset Price Collapse*, Tamin Bayoumi and Charles Collyns ed., International Monetary Fund, Washington D.C., 2000.
- Rogoff, Kenneth, "Revitalizing Japan: Risks and Opportunities: A Commentary" Published in *Nihon Keizai Shimbun*, November 7, 2002.
- Romer, Christina D., "The Nation in Depression," *Journal of Economic Perspective* 7(2), 1993, pp.19~39.
- Saito, Yoshihito, "Recent Economic Developments in Japan," Research and Statistics Department, Bank of Japan, April 2006.

- Schoppa, Leonard J., "Japan, the Reluctant Reformer," *Foreign Affairs*, Vol.80, iss.5, Sep/Oct 2001, pp.76~87.
- Sheard, Paul, "Why Japan Looks Set to Relate," Lehman Brothers, April 2006.
- Svensson, Lars E.O., "Monetary Policy and Japan's Liquidity Trap," ESRI International Conference on Policy Options for Sustainable Economic Growth in Japan, Cabinet Office, Japan, September 2005.
- The Economist, "Special Report: Competing through innovation - The future of Japanese business," Vol.377, Iss. 8457, p.75, December 17, 2005.
- Tobin, James, "The Monetary-Fiscal Mix: Long-Run Implications," *AER Papers and Proceedings*, May 1986, pp.213~218.
- Watanabe, Wako, "Prudential Regulation, the "Credit Crunch" and the Ineffectiveness of Monetary Policy: Evidence from Japan," *Discussion Paper No.617*, The Institute of Social and Economic Research, Osaka University, September 2004.
- Wolf, Martin, "Japan's failure to reform has not prevented its recovery," *Financial Times*, Mar 8, 2006.
- Woo, David, "In Search of "Capital Crunch": Supply Factors Behind the Credit Slowdown in Japan," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.35, No.6, December 2003, pp.1019~1038.
- Yoshino, Naoyuki, "Macroeconomic Fluctuations and Financing of SMEs through Asian Bond Market," *mimeo*, Keio University, January 2006.
- Yoshino, Naoyuki, Masao Nakata, and Masaki Nakahigishi, "Japan's Traditional Public Investment," in *Current and Reform Issues in Public Finance for Korea and Japan*, The Korea-Japan Symposium in Public Finance, The Korean Society of Public Finance and Korea Institute of Public Finance, August 2000.
- Yoshino, Naoyuki and Eisuke Sakakibara, "The Current State of the Japanese Economy and Remedies," *Asian Economic Papers*, 2002, pp.110~126.
- Bank of Japan, "Financial Assets and Liabilities Held by Households," Flow of Funds, 2006.

Cabinet Office, *A Changing Japan*, Government of Japan, January 2002.

\_\_\_\_\_, *Annual Report on the Japanese Economy and Public Finance 2005: No Gains Without Reforms V*, Government of Japan, July 2005.

Council of Economic Advisers, *Economic Report of the President*, Washington, DC: U.S. Government Printing Office, 2002.

Development Bank of Japan, "Recent Trends in the Japanese Economy," *Research Report No.56*, Economic and Industrial Research Department, May 1996.

\_\_\_\_\_, "Recent Trends in the Japanese Economy: The 1990s in Retrospect," *Research Report No.5*, Economic and Industrial Research Department, March 2000.

\_\_\_\_\_, "Recent Trend in the Japanese Economy: Globalization and the Japanese Economy," *Research Report No.30*, Economic and Industrial Research Department, August 2002.

\_\_\_\_\_, "Recent Trend in the Japanese Economy: Pause in Recovery," Economic and Industrial Research Department, *Research Report No.51*, March 2005.

International Monetary Fund, "Japan: 2005 Article IV Consultation—Staff Report," *IMF Country Report No.05/273*, August, 2005.

\_\_\_\_\_, "A Post-Reflation Monetary Framework for Japan," WP/05/73.

Lehman Brothers, "JAPAN: Overview – Shrinking Slack," Global Weekly Economic Monitor. April 7, 2006.

Ministry of Finance Japan, *Current Japanese Fiscal Conditions and Issues to be Considered*, 2005.

Nomura Securities, "Quarterly economic outlook," Tokyo, March 2006.

Organization for Economic Co-operation and Development, "Economic Surveys: Japan," 1998.

\_\_\_\_\_, "Economic Survey

of Japan, 2006,” *Policy Brief*, July 2006a.

---

\_\_\_\_\_, *Economic Survey of Japan 2006: Strengthening the integration of Japan in the world economy to benefit more fully from globalization*, July 2006b.

## Abstract

### Japan's Prolonged Recession and Its Recovery: Implications for Korean Economy

Jongkyu Park

In the preceding chapters, we investigated possible explanations for the following questions: "Why did Japan go into an economic recession, and why did it take so long to recover, finally how did it recover?" Although this paper does not aim to cover the entire Japanese recessionary story, it puts the case into a didactic perspective. The past 17 years of Japanese economic downturn provides South Korea a useful reference point to become constantly vigilant against ongoing economic activities.

The causes for Japan's prolong economic recession and its sluggish recovery are extremely complex in nature; it cannot be explained by one or two forces. It went through an era of a rapid change and this resulted in creation of a fundamentally different economic environment for Japan. It had to cope with novel endogenous and exogenous shocks and the mixture of those shocks started to cause problems. Japan initially did not recognize such problems as a matter of great urgency therefore it seemed needless to develop any countermeasure against them.

If the rising tension and problems were perceived as an 'obvious threat', the government would have acted promptly to change their policy direction. Ironically, when an alternative policy measures seemed most appropriate, the economy always sent an ambiguous and subtle signal blurring the government's decision. The potential economic threats were neither addressed nor specified. The government remained unconvinced why their well-established policy measures need adjustment. This inattentiveness persistently exacerbated the economy. The depression of the economy helped to develop a sharp cleavage among many interest groups. This

conflicting relation among those who gain and lose became more severe and divisive.

A rapid spread of Japan's housing market bubble, a deteriorating financial condition, and an increase in the government deficit financing and national-debt are the prime outcomes. Japan's dual structure and high-cost system were also subject to potential economic aggravation in a long run. The housing market bubble and financial insolvency came to a point of no return and their collapse ultimately produced adverse ripple-effects to the entire economy. Moreover the government's deficit financing was on its way to a complete collapse.

This final section of the paper comments on the questions, "why did Japan experience the recession and why did it take so long to recover." While the reasons for the recession are irrelevant to the uniqueness of Japan, any economy who fails to quickly respond to its rapid economic changes would be vulnerable to such hardship.

Government is always and understandably in a challenging position; it must give people confidence to endure economic hardship and put together effective policy measures at times of uncertainty. If the government does so, then the people of that country are considered to be lucky. If South Korea hypothetically has to cope with similar economic difficulties, it is very likely to repeat Japan's folly. It is evident from the 2002 recurrence of Korean housing market bubble that South Korea did not master the wisdom of hindsight from its neighbor.

In recent years, several by-products of the 2002 housing market bubble have been introduced to the Korean economy: high-cost structure resurgence, an increase in individual borrowing and debt of low-income class, record-low capital investment rate in last thirty years, a slowdown in the percentage increase of household disposable income, and etc. Some of these are carried on from the East Asian financial crisis in 1997 and others are direct results of poor policy implementation. Regardless of the possibility that these potent forces cause economic recession in the future, they undoubtedly weakened our economic fundamentals.

Along with the weak fundamentals, South Korean economy has been experiencing a low growth rate for the last several years. This is not necessarily due to the mismatch between supply and demand. Although our economy is not in a critical condition (e.g. Japan's case, experiencing 1% growth rate), we cannot conclude the economy is healthy. Once the economy loses its vigor and growth rate slacks, "Korean long-term recession" could begin.

We are primarily interested in viable methods that help us overcome the aforementioned economic difficulties and regain our economic vigor. This paper puts Japan's successful recuperation into a comparative perspective. Its economic roller-coaster for the past 17 years is inspiring in that it provides an opportunity to reexamine our past economic choices and improve future policy decisions.

Among key issues discussed in the paper, the alleviation of high-cost structure is an extremely important component. Although special demands from China and government's reformation movement, changes in consumer sentiment contributed to the revitalization process, the improvement in Japan's high-cost structure remains, by far, the most quintessential part of the economic recovery. Even if the exogenous factors from China and governmental forces had a greater positive influence over the economy, a severely high price-level would have been most likely sustained. Therefore, with such price-level, Japanese makeover might have been underachieved.

In this regard, a high price-level environment can be detrimental to South Korea's continuous attempt to set out reformative measures and keeping a low interest rate by increasing government expenditure it is doubtful whether the government's goal to secure long-term competitiveness and restore firm's investment sentiment can be achieved or not.

Alleviating the high-cost structure is not a simple task. The Japanese economy resolved this issue once they went through a long deflationary recession. Therefore it is essential to examine whether our economy is capable of subduing the high-cost structure without experiencing a deflationary economic downturn. This cost structure starts from housing market bubble and it is crucial to contain the bubble to a certain extent. In addition, it is paramount to promote competitiveness and

innovative activities, which in turn raises the productivity of the service sector. When the productivity of labor goes up, wage is also expected to rise. An increase in wage can be also caused by the rigidity of labor market yet this is highly undesirable. Furthermore, promoting and expanding the infrastructure of Korean financial industry can help Won (Korean currency) become less vulnerable to collateral foreign currency shocks (e.g. falls) caused by neighbor countries.

Recently, Japan has been experiencing and sustaining its longest economic expansion. Moreover the unemployment rate is plummeting and full-time jobs are increasing, consumer sentiment is becoming more robust. Although these phenomena are not considered to be transient, many Japanese citizens seem to not have a full grasp on them. In fact, approximately one million young people are still preserving their 'hurita' life style and they feel insecure about current job market. As a result, their self-doubting thoughts deter marriage and in some cases, have a large influence over divorce (Woo, 2007). The current Japanese economy is in a better shape than South Korean economy. Nonetheless poverty, socioeconomic polarization, and part-time job issues remain as persistent and destabilizing issues.

Once Japanese economic growth is not strictly constrained by its national debt and aging society, it would be safe to say that the economy has truly recovered. The productivity in tertiary industry is relatively lower than the secondary industry therefore it is important to keep track of the changes in productivity of different industries.

In the first two-quarters of 2007, South Korean economy has experienced a decent economic growth (e.g. slightly higher than projected); both investment and consumption are growing solid. In order to sustain this growth, a stable increase in individual income and active investments by private firms must occur hand in hand. Likewise, housing market bubble has to gradually cool down to foster the alleviation of the current high-cost structure. Moreover foreign investments in other countries would help Won to stay low thus sustaining competitiveness of Korean industry relative to foreign competitors.

It would be difficult to attain such goals solely by means of macroeconomic policy

tools such as fiscal and monetary policy. South Korean government should primarily focus on providing a firm direction at which the economy seems desirable and actively assist the vibrant interaction between private agents and firms. Our economic growth and development are greatly contingent on the perception of Korean citizens. They may perceive the current condition as an inevitable low-growth era while South Korea is looking forward to reaching twenty thousand dollars (USD) GDP per capita. Conversely, they might be compelled to reexamine the past 10 years of the economic monotony and attempt to search for viable solutions. The prospects of South Korean economy would take a completely different path depending on its people's mindset.

## 한국금융연구원 자료판매 코너

총판 : 정부간행물 판매센터(02-394-0337)

지 역	서 점 명	전 화 번 호	위 치
서 울	본사 직영서점	(02) 734 - 6818	한국언론재단빌딩 www.gpcbooks.co.kr
	교보문고(본점)	(02) 397 - 3628	광화문사거리 www.kyobobook.co.kr
	영풍문고(본점)	(02) 399 - 5632	종각 www.ypbooks.co.kr
	(강남점)	(02) 6282 - 1353	강남고속버스터미널
	리브로 올지	(02) 757 - 8991	을지로 입구 www.libro.co.kr
	서울문고 (반디앤루디스)	(02) 6002 - 6071	삼성역(무역센터내)
부 산	영광도서	(051) 816 - 9500	서면로타리
	동보서적	(051) 803 - 8000	태화백화점 옆
광 주	삼복서점	(062) 222 - 0258	도청 옆
인터넷서점	yes 24	www.yes24.com	
	알라딘	www.aladdin.co.kr	

※ 위 코너 외에 교보문고 및 영풍문고는 각 지방 분점에서도 판매 중입니다.

## 박종규(朴宗奎)

### ■ 약력

- 서울대학교 경제학 학사
- University of North Carolina at Chapel Hill 통계학 석사
- Princeton University 경제학 박사
- 한국조세연구원 연구위원
- 현) 한국금융연구원 거시경제연구실 선임 연구위원

### ■ 주요 논저

- '93 SNA에 따른 分期別 巨視經濟模型 : KIF05Q(연구보고서, 한국금융연구원, 2006)
- 한국경제의 구조적 문제점 : 위기 이전과 이후(공저 : 조윤제, 금융학회, 2002)
- 重心(core) 인플레이션率의 새로운 測定方法과 根源 인플레이션率(한국경제의 분석, 한국금융연구원, 2001)
- 長期 巨視-財政 模型(KIPF00A): 公的資金의 財政收支에 대한 長期的 影響(연구보고서 00-11, 韓國租稅研究院, 2000)

금융조사보고서 2007-04

## 일본의 장기침체와 회생과정 : 한국경제에 대한 시사점

2007년 9월 17일 인쇄

2007년 9월 21일 발행

발행인 이 동 결  
발행처 한국금융연구원

서울시 중구 명동1가 4-1 은행회관 5·6·7·8층

전화 : 3705-6300 FAX : 3705-6309

<http://www.kif.re.kr> ; [wmaster@kif.re.kr](mailto:wmaster@kif.re.kr)

등록 제1-1838(1995. 1. 28)