

高度成長期 以後의 日本의 金融發展과 그 限界⁽¹⁾

李 性 輝

고도성장기 이후의 일본의 금융발전에서 주목하여야 할 점은 1980년대 중반이후 일본경제가 세계경제사상 유례 없는 극심한 자산가격인플레이션을 겪었다는 점이다. 본 논문에서는 일본형 금융시스템의 특색을 정부의 역할, 메인·뱅크제도, 공적금융증개의 구조 및 호송선단방식의 금융운용을 통하여 살펴본 후 금융자유화의 진전과정을 정리하면서 일본의 금융발전을 개관하고 그 문제점을 정리한다. 금융부문은 표면적으로 양적 규모면에서 살펴보면 눈부신 성장을 이루어왔지만 금융시스템의 내부를 살펴보면 꾸준히 진행되어온 금융자유화의 진전에도 불구하고 여전히 뿌리 깊게 남아있는 호송선단방식의 금융운용 하에서 질적으로는 커다란 문제점을 안고 있었다. 일본금융의 잠재적 문제점은 버블의 발생과 붕괴 과정에서 가시화되기 시작하였다. 이는 막대한 규모의 부실채권의 발생, 금융부문의 국제경쟁력 및 금융공동화의 진전에 따른 국제금융센터로서의 동경의 지위하락으로 나타나고 있다.

일본경제는 1950년대 초부터 1973년까지의 20여년간 세계적으로 유례가 드문 급속한 高度成長을 이룩하였다. 고도성장기간 중 단기적 과열과 경기침체 등의 경기의 부침에도 불구하고 연평균 경제성장률은 9%의 수준에 달하였다. 고도성장에 의해 선진경제에의 캐치·업이 급속히 진행될 수 있었던 배경에는 국제적 요인과 국내적 요인이 있다. 이 기간 중 세계경제의 성장률이 비교적 높았을 뿐만 아니라 세계교역량은 세계경제성장률보다 더욱 높은 수준을 나타내었다. 세계은행과 IMF를 중심으로 한 브레튼우즈체제(Bretton Woods System)이 이 기간 중 원활히 작동하였다. 아울러 국제원자재 및 원유가 낮은 가격수준에서 안정적으로 공급되었으며 이 기간 중 중화학공업화가 고도성장의 원동력이 되어 일본경제는 급속히 성장하였다.

1971년 미국 닉슨대통령의 신경제정책에 의하여 금과 달러의 태환정지, 주요국과의 환율조정, 변동환율제도로의 이행이 이루어지면서 국제경제환경은 급속하게 변화하였다. 인플레이션이 범세계적으로 진행되는 여건하에서 1973년 10월 중동전쟁 및 그에 수반한 석유위기가 발생했다. 일본경제는 석유위기 이후의 급속한 인플레이션에 대한 충수요역제 정책으로 단기적 불황에 진입하였을 뿐만 아니라, 장기적으로는 고도성장기의 종언과 中

(1) 이 논문은 수암장학문화재단(修巖獎學文化財團)의 연구비지원으로 이루어졌음.

成長期로의 이행이 시작된 것이었다.

일본경제의 전후 경제성장을 시기별로 구분하여 보면 1950년대 초부터 1973년까지의 고도성장기, 1974년 이후 1990년까지의 중성장기 및 1991년 이후의 안정성장기로의 모색과정으로 나누어 볼 수 있다.

고도성장기가 끝난 이후 일본경제의 중성장기간 중의 경제성장률은 고도성장기에 비하면 뚜렷하게 낮은 수준이지만 여타 선진국의 평균성장률에 비하면 상당히 높은 수준으로 20년 가까이 유지되었다. 일본경제의 중성장기를 분석하면서 주목해야 할 것은 중성장기의 말기에 세계경제사상 유례가 없을 정도의 극심한 주식 및 토지 등의 資産價格인플레이션이 진행되었다는 사실이다. 중성장기는 자산가격 버블의 붕괴와 더불어 끝나고, 일본경제는 1991년 이후 안정성장기에의 모색과정을 거치고 있다.

상기의 시대구분법 즉 고도성장기, 중성장기 및 安定成長期(에의 모색과정)의 시대구분법은 과거의 시대구분법 즉 고도성장기, 안정성장기 및 複合不況의 구분법과 일견 유사해 보이지만 양자 사이에는 상당히 큰 차이점이 있다. 경제성장의 캐치·업과정은 후발국이 선진국이 경제성장을 이루어나간 경험을 활용함으로써 앞서간 선진국에 비해 빠른 속도로 경제가 성장해가는 과정이다.

『日本の 政治經濟學』(The Political Economy of Japan : 이하에서는 PEJ라 부르기로 함)은 일본경제의 상대적 전성기라고 볼 수 있는 1980년대 후반, 일본 및 외국의 일본경제전문가들이 모여 일본경제의 제반측면을 분석한 결과를 3권의 보고서 형태로 출판한 연구보고서로서 수준이 높고 정평이 있는 보고서이다. PEJ는 일본경제의 캐치·업과정은 대체로 고도성장기와 더불어 완료된 것으로 보고 이러한 시각에서 고도성장기 이후의 일본의 경제성장을 종합적으로 정리하고 있다.

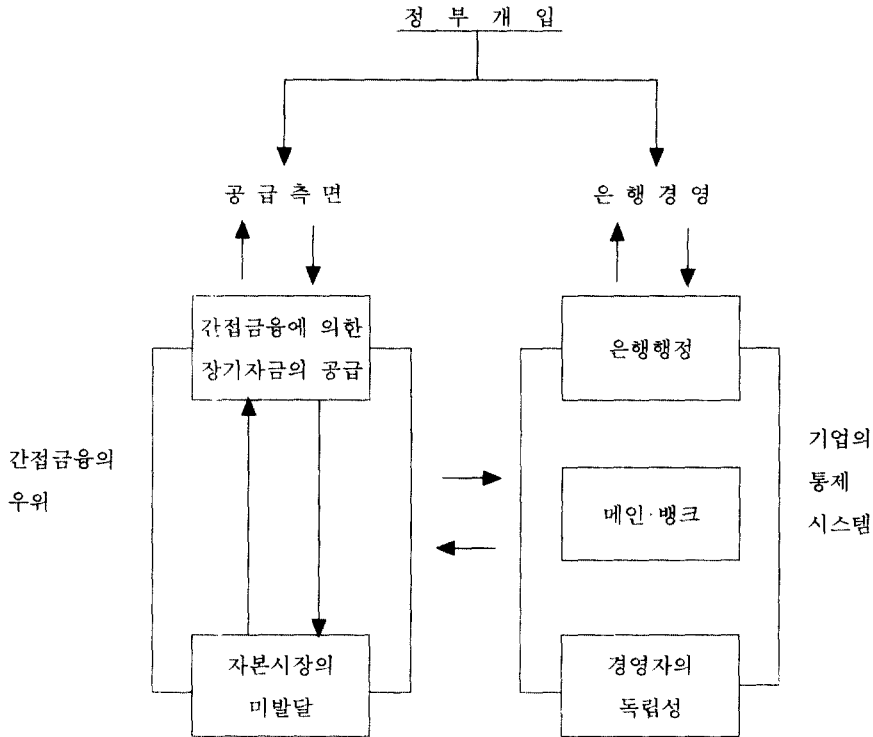
본 논문에서는 PEJ와는 달리 고도성장기 및 중성장기 전체를 경제성장의 캐치·업과정으로 보고 일본금융의 발전과정을 정리해 보고자 한다. 제2절에서는 일본형 금융시스템의 특색을 정리하고 제3절은 금융자유화의 진전과정을 살펴본다. 제4절은 경제성장의 캐치·업과정의 종료와 버블붕괴를 정리하고 제5절은 국제경쟁력의 저하와 금융공동화를 정리한다.

2. 日本型 金融시스템의 特色

고도성장기에 그 골격이 이루어지고 그 이후 부분적으로 수정되어가고 있는 일본형 금융시스템의 특색을 간단히 정리하여 보자. <그림 1>에서 볼 수 있는 바와 같이 금융시스

템에의 정부의 개입은 금융시장의 資金供給과 銀行經營의 두 측면에서 정리할 수 있다. 자금공급측면에서 보면 일본의 금융구조의 특징은 은행을 중심으로 하는 간접금융이 우위를 차지하고 있으며 자본시장을 통한 직접금융은 비교적 발달 수준이 낮다는 점이다. 민간법인부문은 금융기관으로부터의 차입에 크게 의존하고 있다. 금융기관간에도 여러 가지의 규제가 존재하여 항상적인 자금편재현상이 존재하며, 공공부문에 있어서는 국채를 중심으로 하는 공공채의 발행량이 소규모로서 국공채유통시장이 미발달상태에 있다.

은행경영에의 정부개입은 은행에 대한 행정지도를 통하여 이루어지며 메인·뱅크제도는 계열기업과의 주식의 상호보유와 더불어 기업의 통제시스템과 관련되어 있다.



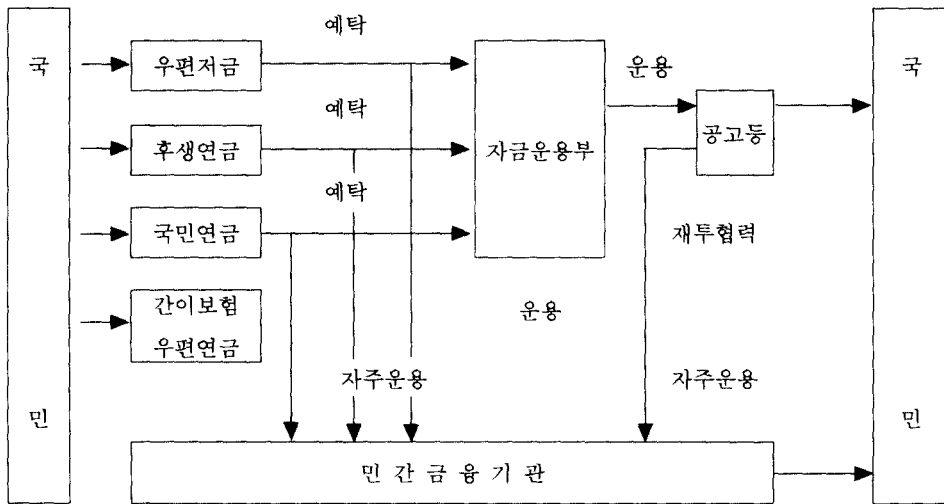
資料 : 寺西重郎, 메인뱅크시스템, p. 89, 岡崎哲二·奥野正寛 編(1993).

<그림 1> 戰後의 金融시스템

일본적 금융시스템이 지닌 또 하나의 특징은 금리 및 업무에 대한 엄격한 획적·종적 규제에 의하여 公的 금융기관이 산업자금의 배분과정에서 중요한 역할을 하였다는 점이다. 공적 금융기관의 역할의 체계를 간단히 정리하면 <그림 2>와 같다. <그림 2>에서 볼 수 있는 바와 같이 공적 금융기관의 자금원은 우편저금과 후생연금이었다. 이와 같이 우편저금 및 후생연금 등으로 모인 자금은 자금운용부를 통하여 각종 公庫등의 공적 금융기관에 배분되어 경제성장의 촉진을 위하여 사용되었다.

경제성장의 촉진이라는 목적의 달성을 위하여 공적 금융기관의 운영 및 민간금융기관의 경영에 대해 폭넓은 규제와 간섭이 가해졌다. 금융규제는 은행법 및 증권거래법 등의 각종 법률에 기반을 두고 있다. 그러나, 구체적 내용은 금융당국의 행정적 재량에 맡겨졌다. 결과적으로는 민간금융기관의 행동을 포괄적으로 통제하는 金融規制가 존재했다고 할 수 있다. 금융행정은 명시적으로 설정된 룰에 의해서라기보다는 암묵적 양해에 기초한 행정지도에 의하여 이루어졌다.

그밖에 경제성장의 달성을 위하여 일본개발은행, 장기신용은행 등의 여러 공적 금융기관을 설립하여 활용하였다.



資料 : 井手 一郎·林敏彦, 금융중개에 있어서의 공적 부분의 역할, p. 220, 堀内昭義·吉野直行 編 (1992).

<그림 2> 公的 金融仲介의 흐름

금융기관의 업무에 대한 규제를 보면 금융업무를 은행업무, 신탁업무, 증권업무, 보험업무 및 장기신용업무 등으로 분할하여 각각에 엄격한 제약을 가하였다. 이러한 제반 규제는 '채찍과 당근'정책에 의하여 각 업무를 엄격히 제한하면서도 각각의 업무분야에 각종 기득권익을 보장하여 줌으로써 각종 기득권익충을 발생시켰다.

민간금융기관에 대한 규제는 대부분 競争制限的 規제의 성격을 가지고 있다. 규제의 주요 목적은 소위 말하는 금융기관간의 과당경쟁을 방지하는 것이었으며 결과적으로 기존 금융기관의 이익을 옹호하는 경향이 있었다. 이러한 규제는 '護送船團方式'이라고 불리웠다. 호송선단방식에 의한 규제는 각 업무분야에 있어서 경영의 효율성이 가장 낮은 업자도 업계로부터 나오되지 않도록 보호하였다. 호송선단방식에 의한 금융규제는 채찍과 당근의 양면성을 가지고 있다. 상대적으로 효율성이 높은 민간금융기관은 정부의 규제에 대한 협력의 대가로 경쟁제한적 규제의 경영환경 하에서 방대한 규모의 이익을 향유하면서 급속히 성장하였다. 이러한 여건하에서 대형금융기관은 막대한 이익을 기반으로 메인·뱅크관계를 구축하여 金融系列을 형성하였다. 여기서 계열화의 중심은 株式의 相互保有이다. 폭넓은 주식의 상호보유는 일본적 금융시스템 내지 일본적 경제시스템의 보다 중요한 특색의 하나이다.

일본의 경우 주식보유에서 접하는 개인의 비율은 낮고 금융기관과 기업에 의한 보유가 압도적 비율을 점하고 있다. 1991년의 통계를 보면 상장주식의 46.2%를 금융기관이 보유하고 있고, 사업법인등이 24.5%를 보유하고 있으며, 개인주주의 보유비율은 23.2%에 지나지 않는다. 금융기관이나 사업법인 등이 보유하고 있는 주식중에는 자산운용의 목적으로 보유하고 있는 부분도 포함되어 있으나 대부분은 安定株主를 유지하기 위한 목적으로 보유하고 있다. 주식의 상호보유는 발행주식 중 유통가능한 주식의 물량을 감소시키는 효과를 가져와 주가형성을 왜곡할 가능성이 있으며 때에 따라서는 주가를 심하게 변동시킬 가능성이 있다. 주식의 상호보유구조는 개인주주의 권한을 약화시키고 경영자(및 종업원)의 권한을 강화시킴으로써 결과적으로 주식회사는 주주의 소유라고 하는 '주식회사의 철학'에 反하여 경영자가 장기적 시야에 입각하여 경영에 최대한 전력할 수 있도록 하는 측면이 있다.

이러한 시스템에서는 투자기회가 충분히 존재했던 고도성장기 내지 중성장기에는 이익배당을 최소한으로 하고 내부유보에 의하여 투자하는 경우 기업은 성장하고 투자자는 기업가치, 즉 주가가 상승하여 자본이득을 획득할 수 있었다. 그러나 경제가 안정성장기로 이행하면서 전체적으로 기업의 투자기회가 상대적으로 축소되고 기업의 주주자본이익률

이 지속적으로 저하하는 경우에는 문제점이 나타나게 된다.

일본형 금융시스템의 또 하나의 특징은 메인·뱅크제도이다. 간접금융위주의 금융구조 하에서 메인·뱅크는 일본경제의 성장과정에서 중요한 역할을 담당하였다. 메인·뱅크의 주요한 기능을 보면, 메인·뱅크는 계열기업에 대한 최대의 자금제공자로서 계열기업이 대규모차입을 행할 경우에는 신디케이트론의 主幹事銀行이 되어 복수의 은행의 자금을 동원하여 위험을 경감시키면서 계열기업의 자금조달을 원활히 하며, 계열기업이 경영위기에 처한 경우에는 긴급융자등의 수단에 의하여 거래기업을 경영위기로부터 구제하는 보험자기능을 담당하기도 한다. 또한 메인·뱅크는 거래기업의 주요한 주주가 되어 기업과 장기적, 고정적 관계를 맺으며 거래기업에 여러 가지 인재를 파견하여 人的 관계를 맺는다. 메인·뱅크는 단지 기업에 자금을 제공하는 데에 그치지 않고 종합적 거래관계, 즉 당좌거래, 외환관련업무, 경영자문, 정보의 제공 등의 기능을 동시에 수행한다.

고도성장기의 기업의 모니터링은 정책당국에 의한 은행의 통제, 메인·뱅크에 의한 기업경영의 모니터링으로 구성된 규율체계로 이루어져 있다. 이러한 시스템이 발전할 수 있었던 하나의 이유는 주주의 역할이 상대적으로 제한되어 있다는 사실에 기인한다. 주주 역할의 상대적 제한이라고 하는 현상은 전후의 재벌해체과정에서 나타났다. 전후 재벌해체과정에서 재벌계열기업에 의한 동일 계열회사의 주식보유는 엄격히 제한되었다. 계열회사의 주식보유금지조치는 日美講和條約의 발효와 더불어 해제되었다. 일미강화조약의 발효 후 약화된 주주의 권한을 배경으로, 금융기관과 기업, 기업과 기업간의 주식의 상호보유의 형태로 광범위하게 주식의 상호보유가 진전되었다. 이와 같은 일본의 주식보유구조의 특색은 그 이후 계속 유지되어 왔으며, 주식보유구조를 국제적으로 비교하여 보면 이러한 특색은 두드러지게 나타난다.

3. 金融自由化의 進展

고도성장기의 연평균 경제성장률은 9% 이상의 높은 수준이었으며, GNP에서 접하는 민간설비투자의 비율도 20% 이상에 달하였다. 기업의 왕성한 설비투자를 위한 투자자금이 민간은행 및 공적 금융기관을 통하여 제공되었다. 그 과정에서 주식의 상호보유를 통한 계열화가 촉진되었다.

고도성장기에 확립된 금융시스템은 고도성장기 이후 경제여건의 변화에 따라 여러 측면에서 점진적인 변화과정을 겪게 된다. 제1차 석유파동 이후 일본의 금융시장에는 커다

란 구조변화가 일어난다. 金融自由化가 금융시장과 자본시장의 구조를 크게 변화시키는 계기가 된 것은 정부에 의한 대량의 國債發行이었다. 이하에서는 금융자유화의 내용을 금융시장의 변화, 금리의 자유화 및 각종 규제의 변화를 중심으로 간략히 정리한다.

1970년대 후반에 들어서면서 정부의 경기대책에 따라 적자국채의 대량발행이 시작되었다. 국채 발행액의 증가와 함께 과거와 같이 국채유통시장에 대하여 강력한 규제를 계속 유지하기는 어렵게 되었다. 이 시기에는 은행부문에 의한 국채소화의 비중이 대단히 높은 수준에 이르렀다. 국채시장에 있어서의 규제는 금융기관에게 국채를 강제적으로 할당하는 것에 대한 일종의 보상인 셈이었다. 그러나 국채발행액과 國債殘高總額의 증가, 1977년 금융기관의 保有國債賣却制度의 부분적 완화와 함께 국채유통시장의 매매고가 확대되면서 채권유통시장은 크게 변화하였다. 매매제한은 점진적으로 완화되어 1987년에는 사실상 폐지되었다.

채권유통시장의 정비, 확대와 동시에 새로운 금융상품의 개발이 촉진되면서 금융시장의 구조가 크게 변화하게 된다. 이는 정보통신기술의 발달, 전자계산기의 급속한 보급과 더불어 이전에는 불가능하였던 여러 가지 신상품의 개발이 가능하게 되었기 때문이다.

공공부문이 대폭적인 자금부족으로 전환되고 결과적으로 채권유통시장이 정비, 확대되는 동시에, 과거 항상적으로 자금부족상태에 있던 민간법인부문이 자금부족상태로부터 급속히 탈피하여 자금의 여유가 생기면서, 여유자금의 운용에 있어서 금리를 중시하는 경향이 강하게 나타나게 되었다. 국제경제환경이 변동환율제도로 이행한 후 금융자산의 축적과 함께 금융의 國際化도 급속히 진행되었다.

금융자유화를 보면 1979년 CD시장의 개설로 공개시장의 다양화가 진전되었고 자유금리 CD의 도입은 예금금리자유화의 계기가 되었다. 종래에는 예금금리는 공정할인율에 연동되는 방식으로 결정되는 규제금리였다. 그러나 1985년 市場金利聯動型 예금인 MMC의 도입과 고액정기예금의 金利自由化를 시발로 자유금리형 예금의 비중이 점차 증대하였다. 1989년 소액MMC의 발행이 인가되고 1994년 10월 유동성예금금리의 자유화에 의하여 예금금리자유화가 완료되었다.

대출금리의 경우 만성적 자금의 초과수요 하에서 단기 프라임 레이트는 공정할인율에 연동되고 장기 프라임 레이트는 金融債收益率과 연동되어 운용되는 방식의 규제금리였다. 그러나 프라임 레이트는 대출금리의 하한이므로 실제의 대출에서 프라임·레이트가 적용되는 경우는 극히 일부의 우량기업에 한정되었다. 고도성장기 이후의 중성장기가 되면서 기업의 차입의존도가 점진적으로 낮아지고 기업의 은행에 대한 교섭력이 점차 강화

되면서 프라임 레이트의 적용대상이 점차로 증가하는 방향으로 자유화가 진전되었다. 프라임 레이트의 결정방식 자체가 수정된 것은 1989년의 신단기 프라임 레이트制의 도입에 이르러서이다.

고도성장기 이후 외국증권투자에 대한 규제완화, 외환관리법의 개정에 의한 자유화를 통하여 종래의 도시은행과 장기신용은행에 추가하여 생명보험, 손해보험, 전국은행신탁제정의 외화표시증권투자가 확대되었다. 1979년의 外換管理法의 개정에 의하여 해외자본이동은 예외를 제외하고 원칙적으로 자유화되었다. 이에 따라 도시은행, 장기신용은행 및 신탁은행은 1980년 이후 유러시장에서의 자금운용을 대폭 증가시켰다. 도시은행 및 장기신용은행은 수신된 예금 중 국내에 대출하기 어려운 부분을 해외시장, 특히 유로시장 등에서 적극적으로 운용하기 시작하였다.

1980년대의 경쟁제한적 규제의 완화 및 철폐가 완만하기는 해도 지속적으로 진행된 배경에는 해외로부터의 外壓의 존재도 작용하였다. 즉 금융자유화가 경제구조의 변화에 따른 능동적인 정책적 대응으로서 이루어졌을 뿐만 아니라, 해외, 특히 미국으로부터의 금융자유화에 대한 압력에 의하여도 촉진되었다는 점은 일본의 금융자유화의 하나의 특징이다. 이는 고도성장기의 경쟁제한적 규제체계하에서 형성된 각종 기득권에 기반을 둔 금융체계가 기득권에 불리한 금융개혁에 대하여 강경한 반발을 보였기 때문이기도 했다. 일본 금융자유화의 또 하나의 특징은 금융자유화의 전과정이 金融當局에 의하여 엄격하게 통제되면서 진행되었다는 점이다. 금융기관에 의한 혁신이나 신상품의 도입은 원칙적으로 금융기관에 의한 행정지도 내지 인허가의 과정을 통하여 극히 점진적으로 진행되었다. 이와 같이 금융자유화의 전과정을 금융당국이 통제된 것은 호송선단방식의 금융운용하에서 기존 금융업자의 이익을 보호하기 위한 목적을 가지고 있다. 이러한 금융자유화는 신규진입을 억제하고, 기술혁신을 적극적으로 도입할 유인을 낮추어, 금융기관의 횡적 협조체제를 조장할 위험성이 있다. 결과적으로는 금융기관간의 활발한 경쟁이 가져올 금융부문의 효율화를 저해할 위험성이 있다.

공적 금융부문은 고도성장기에는 금리 및 업무 분야 등에 관한 엄격한 규제하에서 산업자금의 배분에 커다란 역할을 수행하였다. 그러나 중성장기에 진입한 이후에는 예금금리의 단계적 자유화, 은행 및 증권 업무에 관한 규제완화에 의하여 공적 부문의 역할은 점진적으로 감소하였다. 1980년대가 되면서 기업부문의 만성적 자금부족이 해소되어 산업자금공급에서 접하는 정부금융기관의 비율이 저하되었다. 동시에 재정투융자의 사용용도가 산업관련 투융자로부터 점차 생활관련 투융자로 중점이 이동하였다. 또한 금리자유

화의 진행 및 정착과 더불어 민간금융기관과 공적 금융부문 특히 우편저금간의 경쟁이 증대됨으로써 우편저금의 민영화문제와 관련하여 향후 해결하지 않으면 안될 조정문제가 발생하였다.

4. 캐치·업 과정의 終了와 버블의 崩壞

일본경제의 중성장기는 1990년까지 계속된다. 후발국의 경제성장과정을 선진국에의 캐치·업 과정으로 볼 때 기존의 분석에서는 캐치·업의 전과정을 하나의 과정, 하나의 단계로 파악하고 있으나, 실제 경제성장의 캐치·업 과정을 보면 캐치·업을 두개의 국면으로 나누어 분석하는 것이 유용할 것이다. 선진국의 범위를 국민소득을 기준으로 하여 개략적으로 일인당 국민소득 만달러 이상부터라고 본다면 선진국의 일인당 국민소득은 만달러 이상부터 가장 높은 일인당 국민소득수준에 도달한 소득까지의 넓은 범위에 달할 것이다. 일반적으로 後發國이 고도성장에 의하여 선진국의 단계에 진입하였다고 하여 캐치·업의 과정이 끝났다고 볼 수는 없다. 캐치·업의 과정은 선진국 경제발전의 경험을 분석·이해하고 활용하는 과정이므로 후발국이 고도성장에 의하여 선진국의 범위에 진입하는 데에서 더 나아가 캐치·업의 과정을 계속하여 선진국의 선두그룹에 도달할 수 있다. 이 경우 후발주자가 선진국의 경험을 바탕으로 후발주자의 이점을 살려서 빠른 속도로 성장할 수 있는 범위는 선진국의 선두그룹에 도달할 때까지이다.⁽²⁾ 따라서 경제성장의 캐치·업 과정을 準캐치·업(semi catch-up)과 完全캐치·업(full catch-up)의 두 단계로 나누어 후발국으로부터 선진국 진입단계까지를 準캐치·업으로, 선진국의 진입단계에서부터 선진국의 선두그룹에 이르기까지의 과정을 完全캐치·업으로 파악하는 것이 유용하다. 경제가 일단 完全캐치·업의 단계에 이르면 경제는 캐치·업 단계에서와는 달리 경제성장의 길을 스스로 모색하면서 뉴·프론티어를 개척해나가지 않을 수 없기 때문에 당연히 경제성장율은 하락하여 선진국의 평균성장율의 부근으로 수렴하게 될 것이다.

일본의 경제성장을 이러한 관점에서 시대구분하면 準캐치·업기는 전후 1973년까지의 고도성장기, 完全캐치·업기는 1974년부터 1990년까지의 중성장기, 안정성장기에의 모색 과정은 1991년 이후의 시기이다. 이와 같은 시대구분과 전통적 견해의 합의를 비교해 볼 필요가 있다.

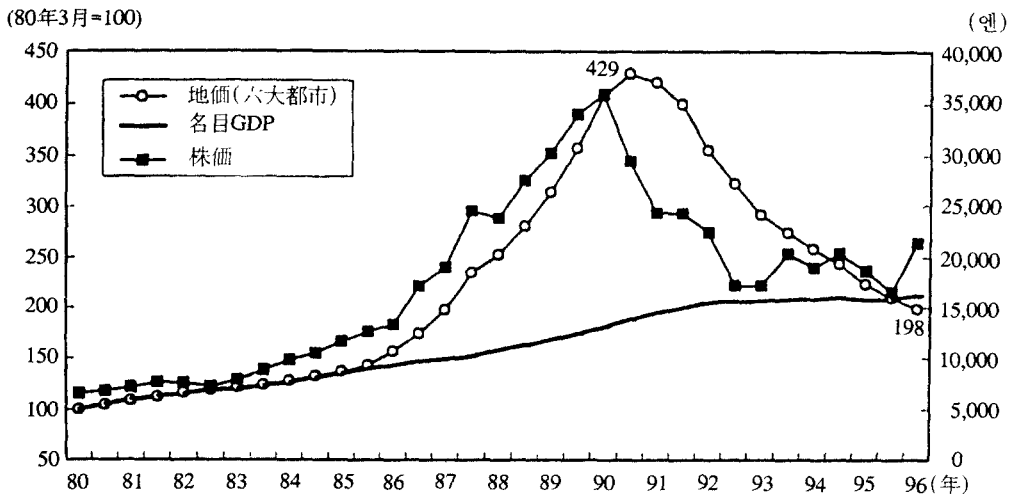
전통적 견해에 의하면 일본경제의 캐치·업과정은 1970년대에 완료되었다. 이 견해에

(2) 그러나 캐치·업의 과정이 실행되면서 경제성장율이 점차 낮아질 수 있다.

따르면 일본경제는 캐치·업이 완료된 이후에도 15년 이상의 기간에 걸쳐서 선진국의 평균성장율보다 높은 경제성장율을 달성하였다. 1980년대 후반 일본경제의 버블 현상이 절정에 달하던 시기에 일본 경제학자 및 일본 연구기관들의 장기전망을 보면 1974년 이후의 경제성장율은 1990년대 및 2000년대에도 계속될 것이라는 견해가 지배적이었다. 장래에 대한 이와 같이 과잉된 자신감은 버블 현상이 광범위하게 확산되는 배경을 이루었다. 그러나 본고에서 주장하고 있는 캐치·업의 단계구분에 의하면 일본경제의 증성장기는 캐치·업의 후기단계이며 그 시기 동안 성장율이 지속적으로 높았던 이유는 단지 캐치·업 기간이었기 때문이지 일본형 경제시스템의 우월성에 기인했던 것은 아니다.

1980년대 후반에 이르면 일본경제는 세계경제사상 유례가 드문 버블팽창 현상을 겪게 된다. 1980년대 후반부터 1990년대 초까지의 호황기에 地價는 주가와 더불어 경제성장율을 크게 상회하는 수준으로 급등하였다. 1980년대부터 현재까지의 지가의 추이를 명목GDP 및 주가와 비교하여 정리한 것이 <그림 3>에 나타나 있다.

經濟企劃廳의 보고서 『金融自由化와 金融시스템의 安定性』에 의하면 동경증권거래소의 一部上場株式의 시가총액은 1985년 말부터 1989년 말까지의 만 4년동안 408兆円 증가하여 시가총액의 증가액이 1989년 일본의 GDP를 상회하는 규모에 달하고 있다.



資料: 日債銀總合研究所 編(1996, p. 21).

<그림 3> 地價·名目GDP·株價

이러한 추가상승은 고도성장기의 종언 이후에도 일본경제가 여타의 선진국에 비하여 상당히 높은 경제성장율을 나타낸 점과 금리가 장기간에 걸쳐 비교적 낮은 수준에 머무르는 등 경제의 기본적 요인이 양호하였다는 사실을 반영하고 있다. 그러나 1980년 후반의 급격한 추가상승에는 이러한 경제적 요인에 더하여 국민들의 기대가 크게 작용하였다. 사람들은 과거의 추가상승에 대한 경험을 근거로 높은 경제성장의 지속과 함께 추가가 장래에도 계속 상승하리라는, 논리적인 근거가 빈약한 기대를 형성하고 있었는데, 이는 그 당시의 급격한 추가상승에 크게 기여하였다.

추가뿐만 아니라 일본경제에는 지가는 절대로 하락하지 않는다는 '土地神話'가 있다. 공시지가를 보면 전후부터 1991년에 이르기까지 지가가 실제로 하락한 시기는 제1차 석유파동 후의 1975년뿐으로 장기적으로는 일관되게 상승하였다. 이러한 배경하에 지가의 급등으로 토지자산총액은 1985년 말 GDP의 3.1배에서 1990년 말에는 GDP의 5.4배로 상승하여, 이를 평균하면 1985년부터 1990년 말에 이르기까지 매년 GDP의 약 50%에 해당하는 자본이득이 발생하였음을 알 수 있다.

토지가격의 버블 현상에도 기본적인 경제적 요인과 금융완화 이외에 사람들의 기대가 크게 작용하였다. 사람들은 과거의 지가상승의 경험을 근거로 장래에도 지가의 상승이 계속될 것이라고 기대하였으며, 이로 인한 토지수요의 증가로 토지가격은 계속 상승하였다.

1991년 이후 일본경제의 성장율은 급격히 저하하였다. 경제의 완전캐치·업 과정이 끝나고 뉴·프론티어에 도달하게 되면 성장율이 하락하는 것은 당연한데, 일본경제의 경우에는 뉴·프론티어로의 진입기와 버블붕괴기가 겹쳐 성장율의 저하 현상이 두드러지게 나타났던 것이다.

일본경제의 버블과 관련하여 지적해 둘 필요가 있는 사항들을 간략히 살펴보기로 하자.

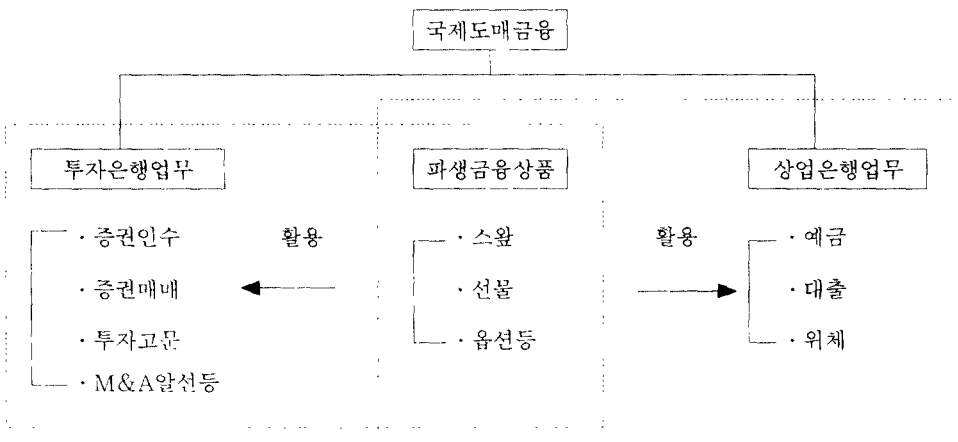
첫째, 버블의 규모가 방대하다는 점이다. 버블의 정점에서 일본의 주가, 지가 및 장래 소득흐름의 현재가치에 기반을 둔, 인적자본을 포함한 광의의 국부를 추계한다면 그 규모는 상상을 초월하는 규모에 달할 것이다.

둘째, 버블이 통화량, 이자율 및 환율 정책 등의 제반 경제정책상의 과오와 관련이 있는 것은 사실이지만, 이들 정책상의 오류만으로는 설명할 수 없는 일본경제의 기본적 요소들과도 깊이 관련되어 있다. 즉 금융기관을 중심으로 한 계열기업간 주식의 상호보유, 광범위한 각종 규제하의 토지제도 및 토지소유구조, 공동체의식에 기반한 경제주체의 행동양식에 더하여 중성장기의 높은 성장율이 장래에도 장기적으로 지속되리라는 낙관적 기대가 결정적인 요인이 된 셈이다.

5. 國際競爭力の 低下 및 金融空洞化

일본의 금융산업은 중성장기를 통하여 지속적으로 성장하면서, 금융자산의 급격한 축적과 금융중개의 심화현상이 진행되어 자산규모면에서 눈부신 성장을 이루었다. 1980년대 후반 버블의 절정기에는 세계금융시장에서 일본 금융기관은, 過剩存在(overpresence)라는 용어에서 알 수 있는 바와 같이, 국제금융시장에서 지배적인 지위를 점유할 듯이 보였으나, 이윽고 버블이 붕괴하였다. 1980년대 후반 円高와 버블경기에 힘입어 일본의 금융 기관들은 해외의 대출자산을 크게 증가시켰다. 외국으로부터 여러 가지 비판이 들끓었는데, 비판의 요점은 일본 은행의 우위는 경쟁에 의해 배양되는 경영능력보다는 일본 고유의 제도적·구조적 요인에 의한 것으로, 국제적으로 공평한 지반위에서의 경쟁이라는 관점에서 보면 그것은 시정되지 않으면 안된다는 것이었다. 구체적으로는 낮은 자기자본비율, 예금금리규제, 대출금리규제, 진입규제 등의 보호주의적 금융행정과 주식의 광범위한 상호보유, 금융계열의 존재 및 낮은 배당성향 등이 지적되었다. 이러한 여러 가지 방법으로 자본비용이 인위적으로 낮추어졌다는 것이다.

1990년대에 들어오면서 버블의 붕괴 및 금융자유화의 진전에 따라 금융환경이 급변하였다. 국제금융업과 관련해서도 금융관련 정보통신기술 및 컴퓨터기술의 활용, 다국적기업의 자금조달방식의 다양화와 함께 각종 금융신상품의 등장, 파생금융상품거래의 급속한 확대 등이 이루어졌다. 결과적으로 國際都賣金融의 내용이 크게 변화한 것이다.



<그림 4> 國際都賣金融의 概念圖

한편 미국이나 영국의 경우에는 불량채권의 증가를 계기로 1980년대 후반 대담한 구조조정을 실시하여 급속히 국제경쟁력을 회복하였다. 금융환경의 변화에 따라 구미의 금융기관에 의하여 투자은행업무 및 파생금융상품의 거래가 강화되었다. 금융기관이 국제경쟁력을 확보하기 위해서는 대기업, 기관투자가, 금융법인 등 고객의 새로운 필요에 대응하여 전통적인 상업은행업무부터 채권·주식의 인수매매, 투자자문, 위험관리 등 보다 폭넓은 금융업무까지도 제공할 수 있는 능력이 제고되어야 한다. 투자은행업무 및 파생금융상품의 분야는 경쟁력의 우열이 명확하게 드러나는 분야이다. 런던 및 뉴욕 등 고도로 발달한 도매자본시장에서 일본 금융기관들의 존재는 급속히 過少存在(underpresence)의 방향으로 향하고 있다. 현재 국제도매금융시장에서의 경쟁력을 좌우하는 투자은행업무, 파생금융상품거래의 분야에서는 미국계 투자은행과 대형상업은행이 두각을 나타내고 있다.

富樫直記(1996)는 금융기관의 국제경쟁력을 결정하는 요인으로 ①금융기술력, ②마케팅능력, ③연구개발, ④시스템 지원력, ⑤위험관리능력의 다섯가지를 들고, 이들 요인에 의하여 미국 및 영국의 금융기관과 일본 금융기관의 국제경쟁력을 비교한 결과 일본 금융기관의 국제경쟁력이 크게 뒤떨어진다고 분석하고 있다.

일본금융기관은 국제도매금융시장에서 ①혁신적 금융상품개발능력의 부족 및 개발체제의 不備, ②제공가능한 금융상품의 종류에 관한 제도적인 제약, ③금융상품을 제공하는 조직체에 관한 제도적인 제약 등의 문제점으로 인해 국제경쟁력의 확보에 어려움을 겪고 있다.

국제금융센터로서 동경시장의 지위를 개관하여 보면, 동경시장은 일본경제의 급속한 확대에 힘입어 1980년대에는 거래규모에서 급속히 성장, 특히 1980년대 후반의 버블 膨脹期에는 뉴욕, 런던에 버금가는 거래가 행하여져 뉴욕, 런던과 더불어 3대 금융센터라고 불리우게 되었다. 그러나, 1990년대에 들어오면서 동경시장의 지위는 상대적으로 점점 하락하고 있다. 동경시장의 비중을 ①외환시장의 규모, ②금융센터의 대외자산의 비중, ③주식시장의 거래규모, ④채권시장의 거래규모, ⑤옵션시장의 현황, ⑥단기금융시장의 규모를 통해 보더라도 동경금융시장의 지위가 점점 하락하고 있다는 사실은 여러가지 지표에서 확인할 수 있다.

금융시장의 범세계화 및 무국경화가 진행되는 금융환경의 변화에 대응함에 있어 일본 시장 및 일본 금융기관들의 지연은 두드러진다. 金融空洞化의 배경에는 일본적 경영 및 금융시스템이 세계적 규모의 네트워크화 경쟁에 효과적으로 대응할 수 없었다는 점에서 두드러지게 나타난다.

컴퓨터와 정보통신기술의 눈부신 진보와 네트워크화 기술에서 보는 바와 같이 규모의

경제가 중요한 분야에서는 하드웨어와 소프트웨어 양부문 모두 세계적 규모에서 시장을 제압하는 것이 기업의 장래를 좌우하게 된다. 정보통신기술이 발달한 결과, 여러 가지 네트워크가 세계 공통이 되는 경향이 강하다. 그런데 이러한 기술개발의 대부분은 미국에서 시작되었다.

미국도 예금금리자유화 이후의 금융기관의 경쟁력약화에 대응하여 예금보험제도의 강화 및 부실금융기관의 정리 외에도 파생금융상품의 거래와 관련된 회계제도 및 파산법의 관련조항 정비 등 글로벌화, 네트워크화하는 금융환경의 변화에 신속하면서도 능동적으로 대응하였다. EU의 경우에도 구주의 금융시장 및 자본시장 통합을 목적으로 국경을 초월한 기업 및 금융기관간의 거래가 전면적으로 자유화되었다. 더욱이 역내 전역에 걸쳐 광범위한 증권업무를 포함하는 유니버설 बैं킹을 영위하는 것이 가능하게 되었다.

이렇듯 국제경제, 금융환경이 변화하는 와중에 일본의 금융기관들은 금융자유화의 측면에서도, 제반 경제법·제도의 정비라는 측면에서도 뒤떨어져서 금융시장이 공동화될 위험에 직면하고 있다.

6. 結 論

일본경제의 금융부문은 일본경제의 선진경제로의 개취·엮 과정을 통해 눈부신 발전을 이룩하였다. 그러나 일본형 금융시스템의 내부를 살펴보면 그동안 꾸준히 진행되어온 금융자유화의 진전에도 불구하고 여전히 남아 있는 호송선단방식의 금융운용 하에서 실물부문의 발전을 위한 수단으로 활용되었다. 물론 이 과정에서 금융당국에 의하여 채택된 '채찍과 당근'정책이 제반 규제정책에 협력하는 대형금융기관으로 하여금 양적으로 성장할 수 있도록 기회를 제공한 것은 사실이다. 그러나 성장의 질적 측면에서는 잠재적인 문제가 도사리고 있었다. 일본금융의 잠재적 문제점은 버블의 발생과 붕괴과정에서 가시화되기 시작하였는데, 그 저변에는 개취·엮 과정에서 달성된 높은 경제성장율이 장래에도 장기간 지속될 것으로 보고 일본형 시스템의 우월성에서 그 근거를 찾으려고 한 데에서 기인한다. 그 결과 버블이 절정을 이루었던 시기에는 중성장기의 높은 경제성장율이 향후 10년, 20년 계속되리라는 장기전망속에서 1980년대 후반 노무라 경제연구소는 2000년대에 이르면 일본의 경제규모가 절대적 수준에서 미국의 경제규모를 앞서게 된다는 경제전망을 제시하고 있다. 이와 같은 예상과 기대를 배경으로 일본의 금융기관들은 양적성장정책을 추구하여 1980년대 후반 국제금융시장에서 일본 금융기관의 과잉존재현상이 나타나게 된 것이다.

버블의 붕괴와 더불어 일본의 금융기관들이 안고 있는 잠재적인 문제들이 현재화되었다. 일본의 금융기관이 현재 해결하지 않으면 안될 과제는 경제성장의 둔화 내지는 선진국의 평균성장률수준 정도에서의 안정성장이라는 경제환경 하에서 막대한 규모의 부실채권을 정리하고 국제경쟁력을 회복하는 것이다. 이들 문제에 대해 지금까지의 일본적 금융시스템에 기반을 둔 방식, 즉 호송선단방식을 통해 금융기관을 계속 보호하면서 급속한 경제성장에 의한 경제규모나 금융자산규모의 확대를 통해 부실금융자산이 전체 금융자산에서 차지하는 비중을 낮춤으로써 서서히 해결해나가는 방식은 향후 경제성장이 안정화되는 환경하에서는 해결책이 되기 어렵다.

일본의 정책당국도 금융공동화의 진행을 저지하고 일본 금융기관의 국제경쟁력을 회복시키기 위한 금융부문 개혁정책의 일환으로 빅뱅을 계획하고 있으며 금융시스템의 불안정화를 방지하면서 부실채권문제를 해결하기 위한 정책처방을 모색하고 있다. 일본금융의 본격적인 국제경쟁은 그 이후의 일이 될 것이다.

서울대학교 經濟學部 教授

151-742 서울특별시 관악구 신림동 산56-1

전화: (02)880-6376

팩시: (02)888-4454

參 考 文 獻

- 朴宇熙·鄭英一 編(1989): 『高度成長期の日本經濟』, 서울대학교 경제연구소.
- 植田 和男·深尾 光洋 編(1996): 『金融空洞化の經濟分析』, 日本經濟新聞社.
- 岡崎 哲二·奥野 正寬 編(1993): 『現代日本システム源流』, 日本經濟新聞社.
- 貝塚 啓明·原田 泰 編(1993): 『1990年代の金融政策』, 日本平論社.
- 經濟企劃廳總合計劃局 編(1993): 『金融自由化と金融システムの安定性』, 大藏省印刷局.
- 經濟企劃廳 調査局 編, 『日本經濟の現況』, 平成8年版 및 9年版.
- 日債銀總合研究所 編(1996): 『日本の地価と不動産』, 東洋經濟新報社.
- 野口 悠紀雄·コウゾウ ヤマムラ 編(1996): 『比較 日米マクロ經濟政策』, 日本經濟新聞社.
- 堀内 昭義·吉野 直行 編(1992): 『現代日本の金融分析』, 東京大學出版會.
- Kozo Yamamura and Yasukichi Yasuba: "The Domestic transformation," *The Political*

Economy of Japan, 1, Stanford University Press.

Shunpei Kumon and Henry Rosovsky(1992): “Cultural and Social Dynamics,” *The Political Economy of Japan*, 3, Stanford University Press.

Takashi Inoguchi and Daniel I. Okimoto(1988): “The Changing International Context,” *The Political Economy of Japan*, 2, Stanford University Press.