



# 일본의 마이너스 기준금리 도입 의미와 시사점

임태준 연구위원

## 요약

■ 일본중앙은행은 2016년 2월 16일부로 마이너스 기준금리를 도입하기로 발표함. 마이너스 금리 도입은 실험적 성격의 유동성 확대정책으로서, 비전통적 통화정책수단인 양적·질적 통화완화정책으로는 근원인플레이션을 목표치를 달성할 수 없다는 일본중앙은행 판단의 결과임. 표면적으로는 유동성 확대공급을 통한 인플레이션 유도가 마이너스 금리 도입의 목표인 것으로 발표되었으나, 마이너스 금리의 적용을 받게 될 초과지급준비금의 규모는 10조 엔에서 30조 엔 사이로 그 규모가 제한적일 뿐 아니라 그동안의 공격적인 국채매입의 효과가 거의 없었던 점을 감안한다면, 마이너스 금리 도입의 유동성 확대효과는 그리 크지 않을 것으로 보임. 따라서 마이너스 금리의 실질적 취지는 엔화의 평가절하에 있는 것으로 판단됨. 마이너스 금리 도입으로 외국자본이 일부 이탈하여 엔화 가치가 하락하면 수출부양효과를 기대할 수 있기 때문임. 엔화 약세는 일본 기업과 수출품목이 많이 겹치는 우리 기업의 수출실적에 악영향을 미칠 뿐만 아니라 중국의 위안화 평가절하로 이어질 가능성도 배제할 수 없음. 이에 일각에서는 원화 평가절하를 통한 수출 진작 방편의 하나로서 기준금리 인하의 필요성이 제기되고 있으나, 수출부양은 우리나라 통화정책의 직접적 목표가 아닐 뿐 아니라 최근 美 금리인상이 있었던 만큼 선불리 기준금리 인하를 단행하기도 어려운 실정임.

■ 최근 국내외 경제 불안 요인이 확산되고 있는 가운데,<sup>1)</sup> 2016년 1월 29일 일본중앙은행(BoJ: Bank of Japan)이 사상 첫 마이너스 기준금리를 도입하기로 발표함.

- BoJ의 발표에 따르면, 금융기관의 BoJ 예치금액 중 초과지급준비금에 대해서 2월 16일부터 -0.1%로 인하된 금리를 적용하기로 함.
- 한편, 양적·질적 통화 완화 정책(QQME: Quantitative and Qualitative Monetary Easing)<sup>2)</sup>은 현행대로 유지하기로 함.

1) 전용식·채원영(2016. 1. 18), 「국내 경제의 불안 요인 점검과 대응 방안」, 『KiRi Weekly』, 제368호, 보험연구원.

2) 2013년 4월 도입된 QQME 정책은 근원인플레이션을 2%를 조속히 달성하는 데에 그 목표가 있으며, 국채를 비롯한 금융자산의 대규모 매입이 그 핵심사항임(참조: 임준환·황인창·이혜은(2014. 10), 「아베노믹스 평가와 시사점」, 『CEO Report』, 보험연구원).

- BoJ의 장기 국채 매입 목표치는 연간 80조 엔 수준임.

■ 마이너스 금리 적용은 금융기관이 중앙은행에 맡기는 여유자금에 대해 보관수수료를 부과한다는 것을 의미하며, 이론상 금융기관의 대출 활성화를 통한 유동성 확대 효과를 기대할 수 있음.

- 2014년 6월 유럽중앙은행에 의해 처음으로 도입된 바 있는 마이너스 금리정책은 현재 스위스, 덴마크, 그리고 스웨덴 중앙은행에서 시행 중에 있음.
- 마이너스 금리정책은 시중은행의 초과지급준비금 규모를 축소하여 대출규모를 증대시킬 인센티브를 제공함으로써 유동성 확대를 유도하는 데 그 일차적 목표가 있음.

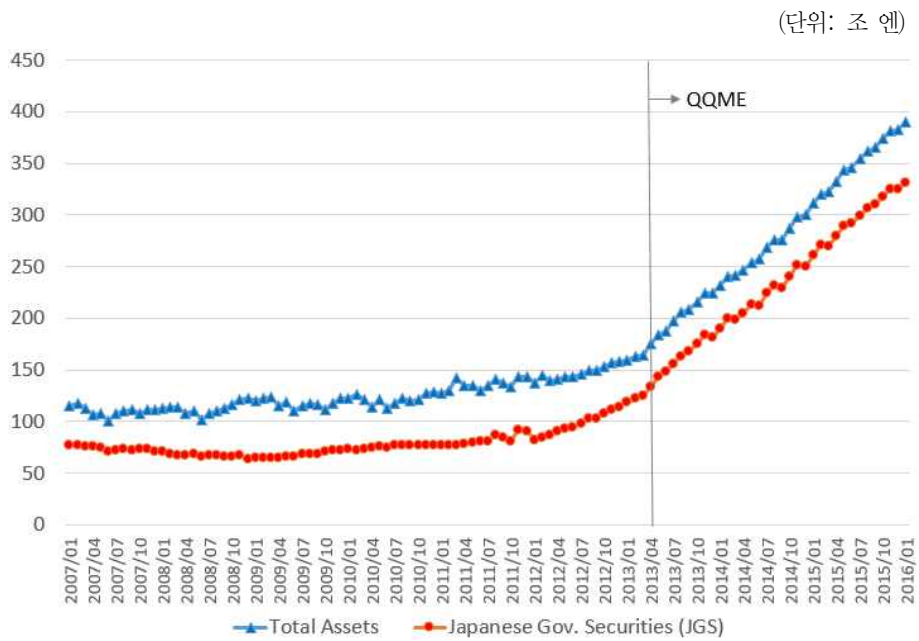
■ BoJ의 마이너스 금리 도입배경은 2013년 이후 지속되어온 QQME 정책(공격적 국채매입을 통한 유동성 확대 정책)이 실효를 거두지 못하고 있는 현 상황에 있음.

- 1차 QQME가 처음 도입된 2013년 4월 기준 174.7조 엔을 기록하던 BoJ 총자산 규모는 빠르게 증가하여 2016년 1월 기준 389.6조 엔에 이르렀으며, 동 기간 BoJ 국채 보유 규모도 134.1조 엔에서 331.2조 엔으로 급증하였음(<그림 1> 참조).
- 이처럼 적극적인 BoJ의 공개시장조작정책<sup>3)</sup>에 힘입어, QQME 도입 초기에는 근원소비자물가지수(Core CPI<sup>4)</sup> 상승률이 2013년 4월 -0.4%에서 2014년 4월 1.5%에 도달할 때까지 급증하였으나, 이후 하락세를 보이기 시작하여 2015년 12월 기준 0.1%까지 추락함(<그림 2> 참조).
  - BoJ는 근원인플레이션율 목표치를 2.0%로 설정함.
- 기존 QQME 정책에만 의존해서 인플레이션율 목표치를 달성하기 어렵게 된 BoJ가 자구책으로 내놓은 것이 바로 마이너스 금리정책임.

3) 공개시장조작(Open Market Operation)정책이란 중앙은행이 금융시장에서의 유가증권 거래(주로 국채 매매)를 통해 금융기관의 유동성, 나아가 통화량과 금리를 조절하는 수단을 뜻함.

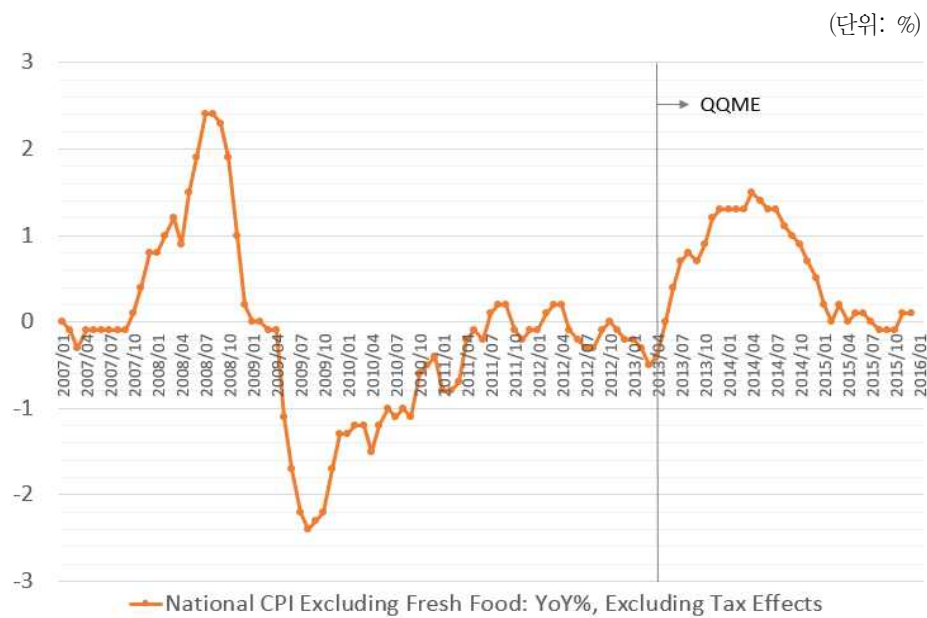
4) 일반적으로, 소비자물가지수(CPI: Consumer Price Index)를 계산할 때 우리가 일상에서 사용하고 소비하는 전 품목들을 지수에 포함시키는 반면, 근원소비자물가지수(Core CPI)의 경우에는 가격 변동성이 높은 농산품이나 에너지 품목 등을 제외시킨 후 계산함. 일본의 경우에는 농산품만을 제외하고, 미국의 경우에는 농산품과 에너지 품목을 제외하여 근원소비자물가지수를 산출하고 있음.

〈그림 1〉 BoJ 총자산 및 국채 보유 규모



자료: BoJ, Japan Macro Advisors.

〈그림 2〉 일본 근원인플레이션율: 전년 동월대비



자료: the Ministry of Internal Affairs and Communication, Japan Macro Advisors.

■ BoJ 마이너스 금리 도입의 유동성 확대 효과는 제한적일 것으로 예상되는 반면, 엔화 약세에 따른 단기적 환율효과가 있을 것으로 전망됨.

- 마이너스 금리 도입 이전에도 이미 실질금리가 기록적으로 낮은 수준이었으며, 블룸버그(Bloomberg)에 따르면 실제로 -0.1%의 금리를 적용받게 될 예치금은 10조 엔에서 30조 엔 사이로 그 규모가 제한적인 것으로 알려져 있음.<sup>5)</sup>
- 또한, 일본 국채의 금융기관 및 개인 보유 비중이 90%를 초과하는 수준임을 감안하면, 마이너스 금리는 BoJ의 국채 매입 정책에 어려움을 초래할 것으로 예상됨.
  - 이는 필요 시 금리를 추가 하락시킬 수 있을 것이라는 BoJ의 발표에 의문을 제기할 수 있는 근거
- 따라서, 마이너스 금리를 통한 목표 인플레이션을 달성은 용이치 않을 것으로 예상되는 가운데, 외국 자본이탈로 인한 엔화 약세 효과에 마이너스 금리 도입의 실질적 의도가 있다고 평가할 수 있음.
  - 엔화 약세는 수출 증대로 인한 경기부양의 효과를 지님.

■ 마이너스 금리로 인한 엔화 약세는 중국의 위안화 평가절하로 이어질 가능성이 있으며, 이미 둔화되고 있는 우리나라 수출실적에 악영향을 미칠 것으로 예상됨.

- 최근 중국인민은행이 위안화 환율을 달러에 연동하는 대신, 13개 주요 교역상대국 통화로 구성된 바스켓 대비 위안화 가치를 안정화시키기로 발표한 바 있음(중국외환거래센터(CFETS) 위안화 환율지수).
  - 엔화의 통화바스켓 구성비중(14.7%)은 美달러화(26.4%)와 유로화(21.4%)의 뒤를 잇고 있음.
- 따라서 엔화 약세가 위안화 약세로 이어질 가능성이 있으며, 이는 이미 악화되고 있는 우리나라의 수출실적에 악영향을 미칠 수 있음.
  - 산업통산자원부의 발표에 따르면 2016년 1월 수출액은 367억 달러로 이는 작년도 동월 대비 18.5% 감소한 수치임.

■ BoJ의 마이너스 금리 도입이 발표된 이후, 일각에서는 원화의 평가절하를 통한 수출 진작 방편의 하나로써 기준금리 인하의 필요성이 제기되고 있으나, 수출부양은 우리나라 통화정책의 직접적 목표가 아닐 뿐 아니라 최근 美 금리인상이 있었던 만큼 선불리 기준금리 인하를 단행하기도 어려운 실정임. **kiqi**

5) 월스트리트저널(WSJ)에 따르면 일본 시중은행의 BoJ 예치금 총액의 규모는 250조 엔에 달함.