

## 마이너스 금리정책의 공죄 (上)

\* 이 자료는 우에다 가즈오(植田和男) 도쿄(東京) 대학 교수가 일본경제신문: 마이너스 금리의 공죄: 「현금 금리 제로」 효과 제약, 통화약세화 경쟁 유발 우려(2016.2.8)에 기고한 내용을 요약, 정리한 것임

- 금융완화에 대한 실물경제의 반응, 한정적
- 양적완화의 확장여지도 제한적이라는 분석
- 계속되는 불안정한 시장상황으로, 중앙은행의 어려움 심화

- 일본은행이 2016년 1월 29일 금융정책결정회의에서 사상 처음으로 마이너스 금리 정책을 도입

### □ 배경

- 3년에 걸친 양적·질적 금융완화에도 불구하고, 물가상승률이 높아지지 않고 한층 정체 될 것이라는 우려가 팽배
- 실제 지표상의 문제는 있으나, 금융과생상품의 일종인 인플레이션 스왑시장에서 관찰되는 인플레이션 기대 움직임을 보면, 2012년 말 이후 인플레이션 기대상승의 2/3가 2015년 하반기 이후에 소멸되고 있음
- 일본은행 이외의 다른 선진국 중앙은행들도 금융정책을 둘러싼 어려움에 직면하고 있음
  - 미국 FRB는 작년 12월 금리인상을 결정했는데, 시장동향도 의식, 그 후 금리인상에 관한 명확한 전망은 제시하지 않고 있음
  - 유럽중앙은행은 일본은행과 마찬가지로 추가 금융완화 가능성을 모색하고 있음
  - 이같이 중앙은행들이 어려움에 직면하고 있는 배경에는 최근 금융완화정책의 여러 한계를 민감하게 느낀 시장의 동향임

## □ 비전통적 금융완화정책의 2가지 한계

## ① 자산 가격에 대한 더딘 실물경제의 반응

- 2008년 리먼 쇼크(세계금융위기)이후 비전통적인 금융완화정책이 안고 있는 하나의 한계는, 금융자산 가격이 금융정책에 강하게 반응해왔음에도 불구하고, 자산 가격에 대한 실물경제의 반응이 무딘 점에 있음
- 최근 수년 동안 시장은 엔저 및 주가 동향으로 대표되는 바와 같이, 예상 밖으로 금융완화정책에 대한 강한 반응을 보여 왔음
  - \* 나아가 경제에 관한 나쁜 뉴스조차도 그것이 금융완화정책으로 이어질 것이라는 기대에서, 시장이 오히려 호재로 파악할 정도로 금융정책에 의존하는 현상이 작년 까지 보였음
- 이와 비교하여 생산, 물가 등 실물경제지표의 금융완화에 대한 반응은 무딘 편임
  - \* 일본만이 아니고 베이스머니(현금+준비예금)가 크게 확대된 구미에서도 임금과 물가 상승률 움직임은 정체되고 있음
  - \* 통화량 증가율이 높으면 2~3년 정도의 기간으로 이에 비례하여 물가상승률이 높아진다고 하는 화폐수량설은 최근 수년의 경험으로는 설명이 안 됨
- 구미에서 비전통적인 금융정책에 대한 실물경제의 반응이 한정적이었던 하나의 요인은 세계적인 금융위기의 후유증임
  - 금융 위기 후 리스크 회피적인 움직임은 금융정책의 효과를 기대할 수 있는 금융자산투자에서는 약화되었으나 실물자산투자에서는 아직도 계속되고 있음
- 구미와 비교하여 심각한 금융위기를 오래전에 경험한 일본에서는 오히려 장기간의 디플레이션에 의한 인플레이션 기대의 소멸이나 인구감소에 따른 성장기대의 상실의 실물경제의 발목을 잡고 있음
  - 이에 더하여, 오랜 검토기간을 요하는 실물투자에 대한 판단은 일시적일지도 모르는 금융자산 가격 동향에 신속하게는 반응하기 어려운 점을 들 수 있음
    - \* 예컨대, 2-3년 정도의 엔 저하에서는 생산거점의 국내 회기에 좀처럼 나설 수는 없음

② 금융완화 수단이 바닥날 우려

- 또 하나, 시장이 느꼈던 금융완화책의 한계는 더 이상 금융완화 수단이 없는 것이 아닌가 하는 우려임
  - 원래 최근 양적완화책 등은 정책금리가 제로에 접근하여 그 이상은 하락하기 어렵다는 제약 속에서 선택된 것임
  - 그러나 예컨대, 일본은행의 국채매입조작(공개시장조작)에 대하여, 현 시점에서는 일본은행의 보유국채가 총 잔고의 30% 이상정도인데, 현재 국채매입조작이 계속되고 있는 점을 고려하면, 앞으로 얼마나 확장여지가 있을지는 불투명하다는 우려가 2015년 이후 강해지고 있었음
    - \* 2015년 후반에 일본은행이 추가완화를 보류한 점도 이 같은 관측을 높였음
- 전술한 자산 가격에 대한 실물경제의 약한 반응은 그것이 결과적으로 금융완화를 장기화시킨다고 하는 의미에서, 시장으로서는 안성맞춤이었음
- 그러나 작년 12월 미국 FRB의 금리인상에 더하여 실물경제에 대한 금융완화정책의 영향이 약함에도 불구하고, 일본과 유럽에서 추가완화의 여지가 좁아진 것은 아닌가 하는 우려는 금융정책에 크게 의존하고 있었던 시장에 큰 불안재료가 되었음
- 때마침 중국경제의 악화 우려도 있어 2016년 초 이후 원유 등의 상품을 포함한 리스크 자산의 매각, 신흥국으로부터의 자금철수 움직임이 빨라졌다고 보임
- 물론, 중앙은행 측에서 보면, 단순히 자산 가격을 지탱하기 위한 금융완화책 강화는 있을 수 없음
- 그러나 자산가격도 대폭 하락하게 되면, 금융시스템 불안이 재연될 가능성도 포함하여, 실물경제에 대한 마이너스 영향을 무시할 수 없음
  - 일본의 경우를 보면, 기업수익을 지탱해주고 물가에도 완만하나마 플러스 영향 미쳐왔던 엔저가 반전되면, 디플레이션 탈출은 멀어질 것임
- 결과적으로 유럽중앙은행은 3월 추가완화를 시사했고, 일본은행은 마이너스 금리를 선택함에 따라, 크게 무너졌던 리스크자산 가격도 일단은 반발했음

## □ 마이너스 금리정책의 가능성

- 그렇다면 유럽에 이어 일본은행이 선택한 마이너스 금리정책에는 어느 정도의 가능성이 있는 것인가?
- 현금 금리가 제로인 이상, 여타 금리를 너무 큰 폭의 마이너스로는 할 수 없음
  - 사람들이 마이너스 금리의 자산으로부터 현금으로 전환해버리고, 마이너스 금리의 과급효과를 약화시켜버리기 때문임
- 때문에 이번 일본은행의 틀에서는 은행의 현금보유에 제동을 거는 방안을 모색하고 있었던 것임
  - 그러나 스위스나 덴마크의 최근 경험에서 보면, 소액은행예금의 금리를 제로 부근에 고정시킨 채로 -1% 전후까지 중앙은행예금의 금리인하가 가능함을 시사해주고 있음
  - 이에 비추어 일본은행도 앞으로 2-3회분의 추가금리 인하 여지를 만들어낼 수 있게 됨

## □ 마이너스 금리 영향의 불투명한 측면

- 마이너스 금리가 경제에 미치는 영향에는 불투명한 측면이 많음
  - 국채매입조작과 맞물려 국채금리, 나아가 신용등급이 높은 사채금리 등에는 강력한 하락압력이 걸릴 것임
  - 그러나 대출금리, 실물자산투자 등에 대한 과급효과는 유럽의 경험을 보더라도 불확실함
  - 또한 마이너스 금리를 준비예금의 극히 일부에 한정된 점이 과급효과를 약하게 할 우려도 있음
- 환율도 한때는 마이너스 금리에 강하게 반응했는데, 여기에는 그만큼 큰 리스크가 숨겨져 있음

- 금융완화의 파급경로가 약세통화에 집중하면 할수록 각국이 자국통화의 강세(자국통화가치의 상승)를 피하려하기 때문에 세계 전체로서는 완화효과가 제로에 가까움
- 이에 더하여, 중국이 일본과 유럽의 금융완화 영향으로 자국통화 약세화 정책을 강화하면 세계적인 환율인상 경쟁에 빠질 가능성도 있음
- 원래 2015년 여름 이후 세계적인 시장혼란은 FRB의 금리인상을 노린 달러화가치 상승이 달러에 연동된 중국경제에 마이너스 영향을 미치는 것이 아닌가하는 우려가 있던 상황에서, 중국이 소폭이나마 위안화 약세를 용인한 데 기인한 측면이 있음

#### □ 비전통적 금융완화정책의 새로운 국면

- 일본과 유럽의 중앙은행은 「제로금리 제약」의 하한을 시험하는 비전통적인 금융완화정책이라는 새로운 국면에 들어감
- 그러나 자칫 화폐제도에 대한 신뢰를 훼손하는 리스크를 안고 있는 현금 금리의 마이너스화라고 하는 극약처방에 손을 대지 않는 한, 하한이 그렇게 깊지는 않을 것임
- 한정적이면서도 확대된 추가완화여지가 남아있는 동안에 실물경제의 보다 강력한 상승이 기대되고 있음
- 그러나 2월 들어 시장은 침착하지 못한 상태임
- 개도국 경제성장 모델의 막다른 길에서 중국의 4조 위안 대책의 후유증, 장기화된 선진국들의 금융완화에 의한 여러 가지 불균형 축적 등 자산 가격·경제의 하강압력은 이루 말할 수 없음
- 일본은행을 비롯하여 일부 중앙은행들은 이에 더욱 금융완화로 맞서야만 하는 상황임. 