

최근 글로벌 경제의 리스크 요인과 대응 발표자료

# 주요국의 마이너스 금리 도입 영향과 문제점

2016. 4 12

**발표자: 서울시립대학교 경제학부 최경욱**

E-mail: kwchoi@uos.ac.kr

# I. 마이너스 금리의 이론적 배경

- 양적완화(QE)를 통한 정책 대응 효과가 크게 나타나지 않음에 따라 EU, 일본 등 일부 선진국에서 마이너스 금리(negative interest rate policy, NIRP) 정책 실시
- 현재 마이너스 금리 채택한 국가의 금리 수준은 다음과 같음
  - 스웨덴(2009년 도입): 2016년 2월 11일 -0.5%
  - 덴마크(2012년 도입): 2016년 1월 7일 -0.65%
  - 스위스(2014년 도입): 2016년 3월 17일 -0.75%
  - EU(2014년 도입): 2016년 3월 16일 -0.40% (deposit facility interest rates)
  - 일본(2016년 도입): 2016년 3월 15일 -0.1%
- 마이너스 금리가 일부 국가에서는 급격한 물가 하락과 자국통화의 절상을 보완하는 측면이 있음. 하지만 그 부정적 효과 또한 존재하기 때문에 이에 대한 심도 깊은 논의가 필요

# I. 마이너스 금리의 이론적 배경

## ■ 마이너스 금리의 이론적 출발: Gesell

- 20세기 초 경제학자 Silvio Gesell의 이론(1916)에서 출발. 그는 화폐 또한 다른 재화와 같이 시간이 경과함에 따라 감가상각이 일어나야 한다고 주장함.
- 스탬프나 인지 등의 방식을 화폐에 부과함으로써 시간에 따라 화폐가치가 하락하게 만드는 형태. 그의 free money이론에 기초한 aging money의 개념
- 화폐가 자기 증식하는 능력을 제한하고 시간에 따라 노화(가치 하락)하도록 하자는 주장임. 이를 통해 화폐가 거래 교환 수단이라는 본연의 역할을 할 것이라고 주장. 즉 화폐의 가치저장 수단을 부정
- 이 논리는 Irving Fisher(1933)에 의해 소개되었고 케인즈는 그의 일반이론(1936)에서 “미래는 마르크스의 정신보다 게젤의 정신으로부터 더 많은 것을 배울 것이다”라고 극찬함

# I. 마이너스 금리의 이론적 배경

## ■ W.H Buiter(2009)

- 다양한 방법으로 금리를 zero 이하로 유도할 수 있다고 주장함
  - (1) 기존 통화 폐기하고 E-money로 전환
  - (2) Gesell의 아이디어와 비슷한 Tax/subsidize 통화
  - (3) 통화와 예금간의 covered interest parity를 만드는 환율 운용(Eisner)
- 마이너스 금리가 만병통치약(panacea)는 아니지만 고려해 볼 가치는 충분히 있다고 주장

# I. 마이너스 금리의 이론적 배경

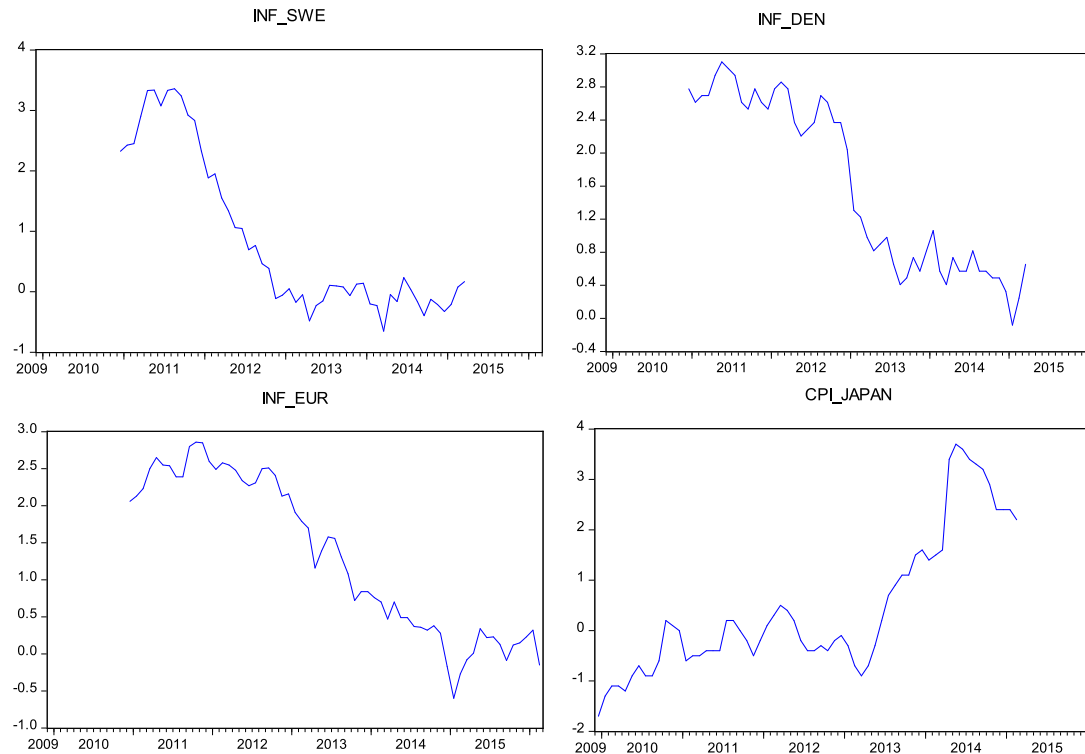
## ■ Mankiw's simple idea

- 매년 Fed가 화폐에 기입되어 있는 일련번호의 끝자리, 즉 0,...,9 중 하나를 골라 그 번호가 기재되어 있는 화폐의 법정화폐 지위(legal tender status)를 없애 버릴 경우, 화폐 보유에 대한 기대 수익률은 -10%가 됨
- 만기일이 있는 통화에 10%의 법적 조세를 부과하는 것과 동일함
- 만일 이런 경우가 발생한다면 사람들은 화폐를 보유하는 것 보다는 자동차를 산다든지 혹은 주식에 투자하려고 할 것임
- 현실성은 매우 약하지만, 만약 금리 인하의 목표가 총수요 증대라면 일종의 대안은 될 수 있음

## II. 마이너스 금리 도입 이유와 현황

### ■ 주요 도입국의 인플레이션 추이

<그림 1> 인플레이션 추이



- 디플레이션의 전조가 나타날 때 각국이 도입을 시작함

## II. 마이너스 금리 도입 이유와 현황

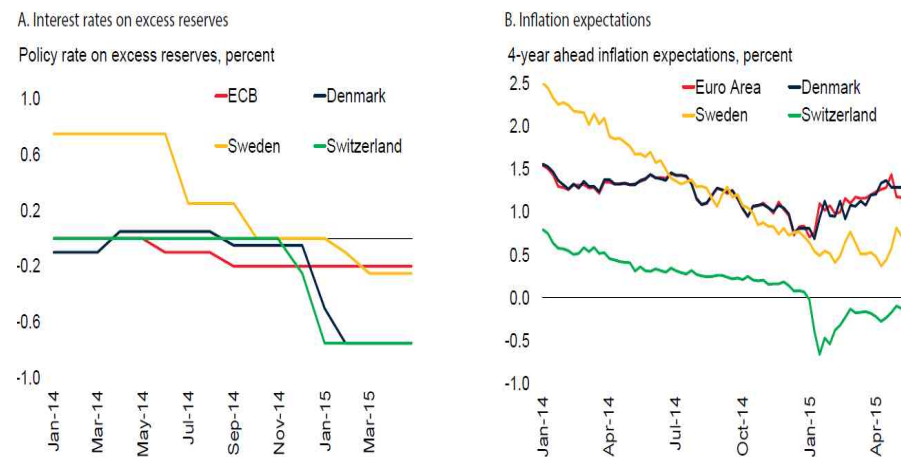
### ■ Deflation 위험 회피

- 특히 스웨덴과 ECB는 기대인플레이션을 높이기 위해 사용. ECB의 경우에는 지속적인 양적완화정책에도 불구하고 물가 하락 지속

Swedish National Bank(Riksbanken) Governor, Stefan Ingves

“GDP growth is fairly good and the labor market is strengthening gradually, but inflation is too low in relation to the Riksbank's target for inflation”

<그림 2> 주요국의 마이너스 금리와 기대인플레이션



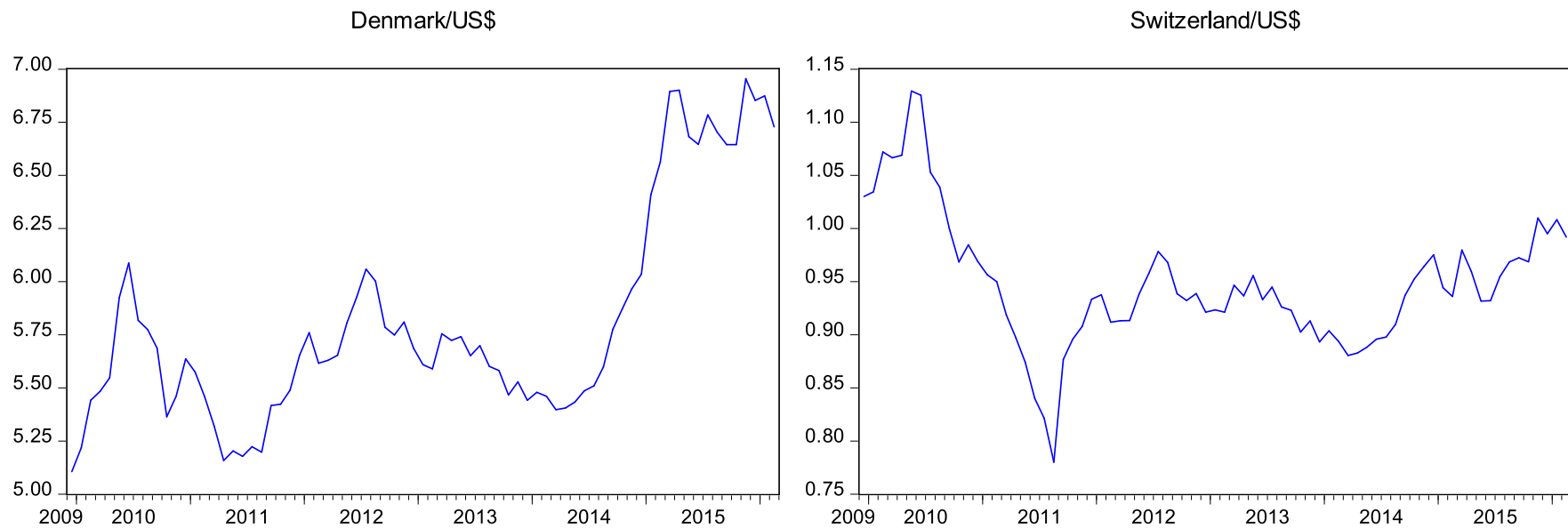
(출처: World Bank; Global economic perspective, June/2015)

## II. 마이너스 금리 도입 이유와 현황

### ■ 환율 절상 압력 방어

- 덴마크와 스위스의 경우에는 과도한 외국자본 유입에 따른 평가 절상 압력을 줄이기 위해서 실시. 이에 따라 수출경쟁력 상실, 디플레이션 압력 등에 대한 우려 증가

<그림 3> 주요국의 명목환율 추이



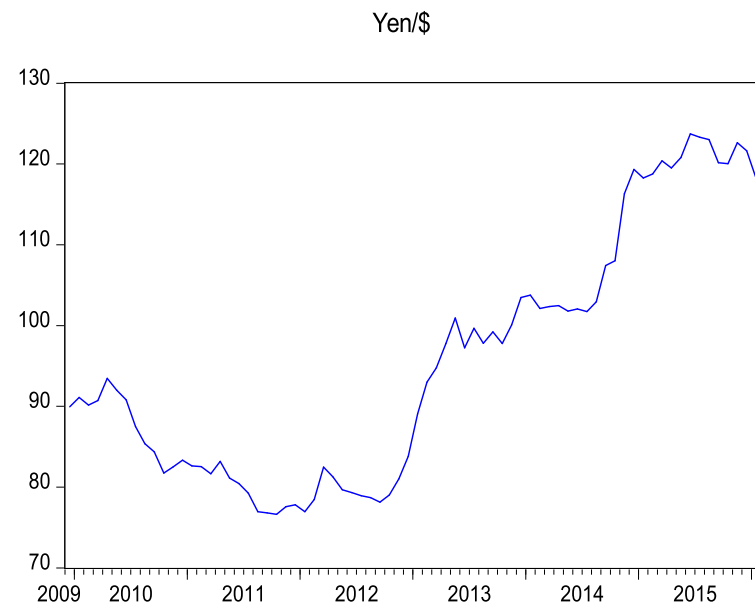
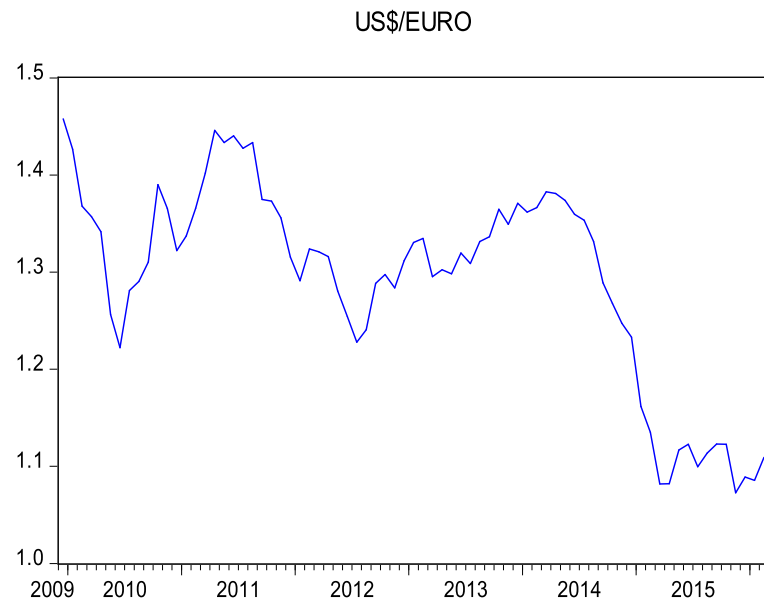
(출처: Federal reserve bank of St. Louis)



## II. 마이너스 금리 도입 이유와 현황

- 일본의 경우에도 외국자본의 유출을 통해 엔화의 절하를 모색하였으나 현실적으로는 오히려 절상되는 모습을 보이고 있음. 반면 Euro는 최근 절하폭이 조금 늘어나고 있음

<그림 4 주요국의 명목환율 추이>



(출처: Federal reserve bank of St. Louis)

## II. 마이너스 금리 도입 이유와 현황

### ■ 금융완화를 통한 내수 증진

- 이미 제로 금리에 도달했기 때문에 추가적인 금융 완화 정책으로 마이너스 금리정책을 통해 소비와 투자를 진작. 이를 통해 경기회복 및 물가 상승 도모

### ■ 신용 국가 채무이자 경감

- 마이너스 수익률 국채 발행을 통해 국가 채무이자 부담 경감 도모. 일본의 국가채무/GDP 비중이 2010년 216%에서 2015년말 245.5%(약 10조 달러)로 약 30%p 증가. 일본 정부지출의 10.5%가 국채이자로 지출되고 있음
- 2015년 4월 8일 스위스가 만기 10년 국채를 -0.055% 수익률로 발행
- 2016년 3월 1일 일본 정부는 마이너스 수익률을 갖는 10년 만기 국채 발행

⇒ 안전성이라는 측면에서 마이너스 채권에 대한 수요 존재

### III. 마이너스 금리 도입 영향

#### ■ 마이너스 금리정책의 부정적 효과가 생각보다는 크지 않았음

- 고액권에 대한 수요 급증이나뱅크런 등의 현상이 나타나지 않았음
- 이는 마이너스 금리를 통해 발생하는 은행비용부담이 총 예금액에 비해 상대적으로 미미한 수준이기 때문
- 하지만 마이너스 금리정책이 장기화될 경우 은행비용부담을 고객에게 전가하거나 예금인출 등의 부작용이 나타날 수 있음

### III. 마이너스 금리 도입 영향

#### ■ EU와 일본의 경우에는 마이너스 금리의 정책적 효과가 크지 않음

- ECB와 BOJ는 향후에도 추가적으로 금리를 낮출 가능성에 대해 언급함
- JP 모건 보고서에 따르면 미국은 -1%, 영국은 -2% 그리고 그 외의 국가는 -3% 이하까지 정책 금리를 인하할 수 있다고 추정함
- 현실적으로 중앙은행이 정책파급 효과를 파악하고 이에 대응해서 다시 정책을 시행해야 하기 때문에 급격한 금리 인하 보다는 시장에 지속적인 통화완화정책 “신호”를 보내는 것으로 파악해야 함

#### ■ ECB 마이너스 금리에 대한 기존 시행 국가의 정책 대응

- 스위스는 일시적으로 플러스 금리를 보이다가 ECB 마이너스 금리 후 스위스프랑이 유로에 대해 급격한 절상을 보이자 NIRP로 회귀. 2014년 스위스프랑/유로화 환율 하한 캡을 방어하기 위해 마이너스 금리 정책으로 복귀. 스웨덴과 덴마크도 동일한 이유로 NIRP로 복귀

# III. 마이너스 금리 도입 영향

## ■ Fed의 검토 사항\*

- 초과지준금리(IOER)을 1)0.10%, 2) 0%, 3) 마이너스로 인하할 경우에 대해 검토
- 2006년 시행된 금융규제완화법에 배치되지 않는 지 검토 중임. 만일 문제가 있다면 Federal Reserve Act(1913)에 근거하여 마이너스 금리 정책의 시행 가능성이 있음
- 하지만 연준의 통화정책과 달리 마이너스 금리 정책은 일종의 규제 조치로 판단될 수 있기 때문에 은행들에서 소송 제기 가능성이 존재하며 이에 대한 검토도 병행 중임
- 마이너스 금리 정책과 추가 양적완화라는 정책의 효과를 비교 분석 필요

\* 주간 금융브리프(2016) 25권 9호, p14-15 참조

## IV. 마이너스 금리 도입의 문제점

### ■ 실물시장의 거품 가능성



- 덴마크의 경우 2015년 11월 대출 규제 도입

## IV. 마이너스 금리 도입의 문제점

### ■ 금융 기관의 건전성

- 많은 금융기관들이 예금보험 비용 등을 고려할 경우 마이너스 금리가 더 커지거나 혹은 장기화 될 경우 예금금리를 더 낮추거나 혹은 대출금리를 높일 수 있음.
- 우리나라에서는 현실적으로 대출금리를 인상할 경우 가계부채에 큰 문제로 작용할 수 있기 때문에 쉽지 않을 것으로 보임
- 이외에 수수료 수입 증가 등 은행의 수익 구조를 변화시켜야 하나 이 역시 단기적으로 해결될 문제라고 보기 어려움

## IV. 마이너스 금리 도입의 문제점

회사	보고서명	항목	2013년12월	2014년12월	2015년03월	2015년06월	2015년09월
국내은행계	수익성	세후당기손익	3,882,325	6,024,485			
		총자산순이익률(ROA)	0.21	0.31			
		자기자본순이익률(ROE)	2.69	4.05			
		원화에대금리차	2.31	2.18	2.03	1.99	
		명목순이자마진(NIM)	1.87	1.79	1.63	1.6	
	부문별 손익(이자부문)	이자순수익:당분기	8,823,007	8,735,367	8,264,420	8,254,733	7,368,931
	부문별 손익(수수료부문)	수수료순수익:당분기	1,146,863	1,215,465	1,180,928	1,313,147	1,058,171
	부문별 손익(신탁부문)	신탁(은행계정) 관련 손익:당분기	138,922	188,331	228,076	223,094	160,949
	부문별 손익(유가증권 및 외환부문)	유가증권 손익:당분기	4,502	-287,399	658,574	1,292,660	316,874
	부문별 손익(판매비와 관리비)	판매비와 관리비:당분기	5,363,562	5,733,923	5,078,768	5,609,739	4,519,897
	대손충당금 및 대손상각현황	기중 대손상각액	3,362,885	3,176,924	1,444,245	2,424,336	1,548,195
		대손충당금 잔액					
	연체율(원화대출금 및 신탁대출금 합계 기준)	총대출채권_연체율	0.76	0.64	0.69	0.61	0.66
		기업대출_연체율	0.86	0.77	0.86	0.76	0.86
		가계대출_연체율	0.63	0.49	0.48	0.42	0.39
*출처: 금융감독원							



## IV. 마이너스 금리 도입의 문제점

### ■ 환율 변동성 증가

- 현재 우리의 경우는 자본유출이 문제이지 자본유입이 문제가 아님
- 미국의 경우에는 점진적이지만 금리인상을 추진하고 있음. 따라서 국내 이자율을 낮출 경우 마이너스 금리에 따른 상대국 통화 절하에 대응하기 쉽지 않음

### ■ 통화유통 속도 저하 문제

- 예금자들이 마이너스 금리를 지불하는 것 보다는 현금 보유를 선호하게 됨. 따라서 통화의 유통속도를 낮추게 됨
- 허인(2016, 대한상공회의소 정책자료)에 따르면 현금 보유의 증가로 인해 화폐유통속도가 감소했다면, 물가 하락은 가속화되고 통화의 절상기조도 유지될 가능성을 지적

## IV. 마이너스 금리 도입의 문제점

### ■ 가계부채 문제

- 현재 1200조를 넘고 있는 가계 부채를 고려할 때 저금리에 기초한 가계부채가 크게 확대될 경우 금리인상기에 큰 부담이 될 수 있음

### ■ 구조 개혁의 문제점으로 작용 가능

- 한계기업 양산 가능성

### ■ 미래 불확실성 증가

- 소비자의 입장에서는 마이너스 금리가 주는 신호가 현재 경제가 나쁘다는 것으로 받아들일 경우, 불확실한 미래에 대비하기 위해 소비를 더 줄일 수 있음
- 투자자의 입장에서 실물투자 보다는 Carry Trade가 발생할 수 있음. 이는 세계 금융시장의 변동성을 크게 만들 수 있음

## IV. 마이너스 금리 도입의 문제점

### ■ 중앙은행의 정책 딜레마

- 중앙은행 금리정책의 비대칭성 문제
  - 양적완화에 대해 추가적인 인플레이션을 통해 실질금리 하락 유도할 수 있지만 플러스 금리의 상한과 달리 마이너스 금리의 하한은 상대적으로 낮을 수밖에 없음
  - 이에 따라 마이너스 금리 정책에 대한 중장기적 효과는 반감될 수 있음

## V. 분석의 요약

- 마이너스 금리 도입국의 경우에는 기존의 금리 인하와 같은 통화신용정책 효과를 보이지만 현재까지 그 효과 여부를 판단하기는 쉽지 않음
- 반면 마이너스 금리를 지속할 경우에는 나타날 수 있는 문제점에 주의해야 할 것임. 특히 우리나라의 경우 소규모 개방경제이고 원화가 국제통화가 아니라는 점을 항상 유의해야 할 것임

## VI. 정책 토론 사항

- 실물경제 거품 경제 가능성
- 금융기관의 건전성 관리
- 환율 변동성 증가
- 통화유통속도 저하 문제
- 가계부채 문제
- 구조개혁 방해 요소
- 미래의 불확실성 증가

**감사합니다.**