

# 日本の マイナス 金利政策과 日本 国内市場에 미치는 影響

崔 聖 伯\*

(e-mail : chsb20@naver.com)

## < 목 차 >

- |                   |                    |
|-------------------|--------------------|
| 1. 서론             | 4. マイナス 金利의 내용     |
| 2. マイナス 金利란       | 5. 일본 国内市場에 미치는 영향 |
| 3. 마이너스 金利의 도입 배경 | 6. 결론              |

Key words: マイナス金利(Negative interest), 政策金利(Policy interest rates), インフレ(Inflation), EU金利(European interest rates), 金融仲介機能(Financial intermediation function), 景氣沈滞(Recession)

## 1. 서론

2015년12월 미국 연방공개시장준비위원회(FORC)는 저금리 유지를 포기하고 금리인상으로 전환하였다. 미국의 금리인상은 신흥국을 비롯하여 세계경제에 큰 부담이 되고 있다. OECD에 따르면 올해 세계경제성장률은 작년보다 낮은 3%이다. 그동안 비교적 경제성장이 양호한 미국과 중국도 각각 2%, 6.5%로 하향 발표하였으며 남미경제의 중심부 브라질은 마이너스 4%(작년 말 -3% 예상)로 예상되고 있다. 한국도 2.0%로 하향 수정되었고 일본은 1.3% 예상되고 있다. 특히 세계에서 장기불황이 가장 길었던 일본경제에 세계가 주목하고 있다. 그 이유는 아베 노믹스에 있다. 일본은 지난 20년간 GDP성장률이 평균 0.8%에 불과하였으나 아베 노믹스 시행 이후 첫 3개월 동안 5.2% 경제성장률을 보였으며 2013년 연간 경제성장률 1.5%를 달성하였다. 또한 닛케이 평균

\* 西安培華大學 商學大學, 教授, 經濟學

지수도 1년 반 만에 77%나 증가하였다. 이는 유럽·미국과 비교해도 뚜렷한 상승세로 그 혜택이 주식을 직접 보유하고 있는 가계뿐만 아니라 보험이나 연금 등 금융기관까지 폭 넓게 회복세를 보였다. 그러나 시간이 지나면서 국내의 금융완화에 따른 엔화 약세로 식료품 및 원유 값 상승 등 고물가로 실질임금이 하락하였다. 이로 인해 소비가 늘지 않는 상황에서 경기의 선순환으로 이어지지 못하였다. 결국 아베 노믹스에 대한 부정적인 인식이 강해지면서 일본은행은 작년 1월29일 전격적인 마이너스 금리정책을 발표하였다. 마이너스 금리는 시장의 디플레이션리 안정을 위해 기습적으로 이루어졌다. 그동안 일본은행의 양적·질적 완화(Quantitative-Qualitative Easing=QQE)에 한계성을 지적하는 여론도 나타났다<sup>1)</sup>. 이미 일본은행의 일본국채 보유는 2015년 말 현재 발행 잔고의 3할을 초과했고 지금의 페이스로 진행되면 2017년 말에는 5할이 넘을 것으로 전망된다. 또한 소비자 물가상승률 2%도 어렵게 되어 그동안의 경제정책으로는 한계성에 직면할 수밖에 없다. 이런 환경에서 마이너스 금리 도입은 새로운 경기회복 동력으로 기대가 크다.

마이너스 금리는 이미 유럽중앙은행(ECB)을 비롯하여 덴마크, 스웨덴, 스위스 중앙은행 등에서 경기활성화와 통화가치절상 억제 등을 목적으로 일부 초과유동성에 대해 시행하고 있다. 이들 지역은 마이너스 정책금리 도입 후 국가의 금융·외환시장 움직임이 대체로 정책 기대에 부합하는 모습을 보였다. 단기시장금리는 모두 마이너스 수준에서 형성되었고 장기금리도 일부 국채금리가 마이너스를 나타내는 등 하락세를 보이고 있다. 유럽지역의 경우 이전에도 독일, 스위스 등 일부 국가의 단기국채에 마이너스 정책금리의 시행 이후 자본시장에서 마이너스 금리로 거래되는 국채가 증가하고 있다. 또한 단기시장금리와 더불어 시중은행 예대금리도 하락세를 나타내고 있다. 모든 국가의 은행들이 아직 가계예금에 대해서 낮은 수준이나마 이자를 지급하고 있으나 거액의 기업예금에 대해서는 일부 마이너스 금리를 적용하고 있다. 스위스의 경우 신규 취급액 기준 평균 예금금리가 마이너스이고 대출 금리도 큰 폭으로 하락하였다.

그러나 노벨 경제학상 수상자인 조지프 스티글리츠(Joseph Eugene Stiglitz)<sup>2)</sup> 교수는 경기침체를 벗어나기 위해 시중에 돈을 공급하는 양적완화나 마이

1) 日本銀行(2016), 『当面の金融政策運営について』, pp.20-26.

2) Stiglitz, Joseph E. (2007-05-18). "Prizes, not patents". Post-Autistic Economics Review (World Economics Association) 42: pp.48-50.

너스 금리정책은 불평등만 심화시킬 것이라고 경고한다. 또한 스티글리츠 교수는 마이너스 금리는 잘 관리하지 못할 경우 은행시스템의 약화를 초래한다고 우려한다. 이렇게 되면 은행들은 대출을 줄여 중소기업과 소상공인에게 큰 영향을 주게 된다.

하지만 재정정책과 양적완화에도 불구하고 큰 성과가 나타나지 않고 있다. 따라서 이번 마이너스 금리정책은 아베 노믹스의 보완수단으로 경기활성화정책의 하나이다. 한국도 최근 양적완화에 대한 찬반 여론이 높아지고 있다. 그동안 유럽과 일본에서 시행되고 있는 마이너스 금리정책은 후발 시행을 계획하고 있는 한국으로서 좋은 시사점을 줄 것으로 생각된다. 따라서 본 논문은 일본의 마이너스 금리정책을 기준으로 그 내용을 살펴보고 일본 국내시장에 미치는 영향에 대해 탐색해보고자 한다.

## 2. 마이너스 금리란

마이너스 금리란 예금이나 채권 등에서 실질적으로 이자 수익을 얻을 수 없는 것을 의미한다. 은행에 돈을 맡겨도 물가상승률이 높아 실질금리가 마이너스로 나타나는 경우인데 예금자가 이자를 받는 것이 아니라 보관료를 내야 하는 상황이 발생할 수도 있다. 최근 2~3%대 금리를 받고 있는 상황에서 물가상승률이 4%이상이 되면 실질적으로 1% 이상의 마이너스 금리가 된다.

일반적으로 마이너스 금리는 경기활성화를 목적으로 시행된다. 경기가 어려워지면 사람들은 안정성을 추구하기 위해 은행예금을 선호한다. 그렇게 되면 시장에 통화가 돌지 않아 경제 역시 어렵게 된다. 이런 상황을 탈피하기 위해 중앙은행은 인위적인 방법을 통해 시장에 돈이 돌도록 유도하는데 바로 마이너스 금리정책이 돈을 풀기 위한 방법 중의 하나이다. 마이너스 금리가 도입되면 실질금리가 낮기 때문에 일반적으로 저축보다는 높은 이율을 얻기 위해 투자나 소비로 관심이 옮겨간다. 투자나 소비가 활성화되면 시장에 돈이 원활하게 유통되어 내수경제의 활성화를 기대할 수 있다. 또한 금리가 마이너스로 떨어지게 되면 시장에 통화가 많이 풀려 통화 가치가 하락하여 해당 국가의 수출품도 가격경쟁력이 높아져 수출증가로 이어진다.

일본의 마이너스 금리 대상은 민간은행이 중앙은행에 맡긴 당좌예금의 일부에 해당된다. 시중은행은 국채 매각 자금을 초과준비로서 일본은행에 당좌예금

으로 맡겨둔다. 그동안 일본은행은 시중은행에 0.1% 이자를 주었는데 시중은행도 0% 보다 높은 일본은행에 돈을 맡겨왔다. 현재 일본은행의 당좌예금 규모는 259조 엔이다. 그러나 당좌예금 모두 마이너스 금리로 하면 영향이 크기 때문에 1)정책금리잔고, 2)마크로가산잔고, 3)기초잔고 등 3가지로 분리하여 이중 마이너스 0.1% 금리에 해당하는 것은 정책금리잔고만 해당되는데 그 규모는 약 10조 엔이다<sup>3)</sup>. 일본은행의 마이너스 금리 도입은 전체 금리인하에 영향을 주어 융자나 투자 활성화의 목적도 있지만 미·일의 금리 차이 확대로 엔화 약세도 기대할 수도 있다.

국제적으로 마이너스 금리는 2009년 스웨덴이 처음 시행한 이후 올해 일본과 헝가리가 마이너스 금리정책(negative interest rate policy=NIRP)국가에 합류하면서 유로 존을 포함한 총 6개 권역으로 확대되었다. 이들 국가의 GDP는 약 22조 달러로 전 세계 4분의 1에 해당된다. 그러나 NIRP 핵심은 화폐의 가치저장기능을 훼손할 수 있다. 1900년대 초 독일의 경제학자 실비오 가젤(Silvio Gesell)<sup>4)</sup>은 화폐도 다른 재화와 같이 상각(償却) 되게 해야 한다고 주장한다. 그러면 사람들은 화폐로 가치를 저장하지 않고 실물로 교환하게 되어 수요도 자연스럽게 증대될 것이라는 것이다. 말하자면 돈도 늙게 해야 한다(Aging Money)는 것이다. 금융위기의 공포가 여전한 2009년에 미국의 경제학자 그레고리 맨큐(Gregory Mankiw)<sup>5)</sup>는 법정화폐 10분의 1을 정기적으로 상각시키면 총수요를 증대시킬 수 있다고 주장하였다.

그러나 마이너스 금리에 부정적인 면을 간과해서도 안 된다. 대표적인 것이 은행권의 부담과 주가의 폭락이다. 현재 스웨덴을 제외한 대부분의 국가들은 기준금리가 아닌 예치금에 대해서만 마이너스 금리를 적용하고 있다. 이에 따라 예금의 일부를 중앙은행에 맡겨놓고 이자를 받아오던 은행들이 직격탄을 맞았다. 실제로 정책시행 이후 유럽과 일본의 주요 은행 주가는 하락하였다. 또한 서유럽 국가들 중심으로 부동산 버블 움직임도 있다. 예금에 대한 불안이 가중되어 새로운 가치저장수단으로 주택투자를 선택한 것이다. 덴마크 코펜하겐의 주택가격은 제도 도입 이후 무려 60% 급등했고 독일의 주택가격지수도 2015년에만 5% 이상 상승했다. 은행권의 부담증가와 일부 자산버블 가능성 등

3) 深尾光洋(2016), 『量的緩和、マイナス金利政策の財政コストと処理方法』、独立行政法人経済産業研究所, pp.150-152.

4) Silvio Gesell(1900), Die Natuerliche Wirtschaftsordnung. pp.20-25.

5) The Optimal Taxation of Height: A Case Study in Utilitarian Income Redistribution. (with Weinzierl M) American Economic Journal: Economic Policy. 2010;2(1): pp.155-176.

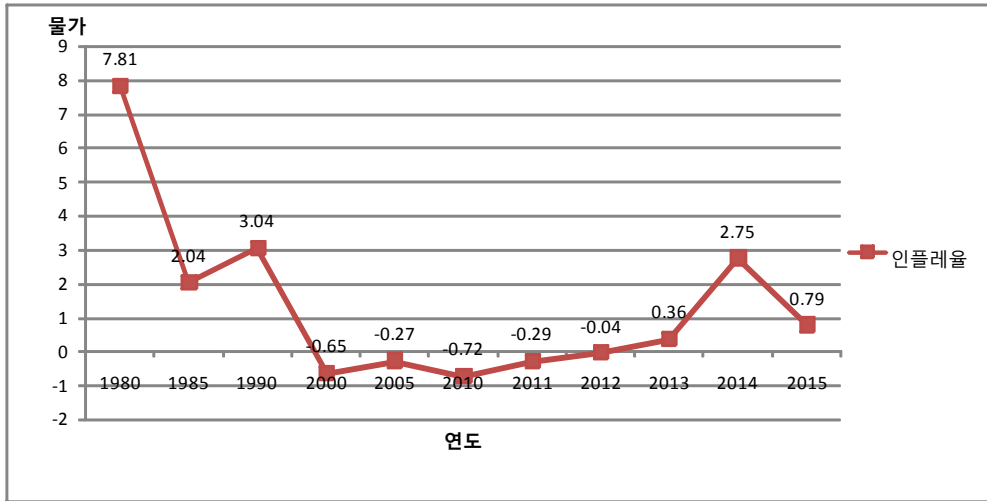
부작용에도 불구하고 NIRP는 오히려 확대되는 추세다. 2016년 3월 헝가리의 금리정책 시행은 NIRP 범위가 신흥국으로 확산된 사례이며 주변국인 영국, 노르웨이, 체코 등도 정책 시행을 검토하고 있다. 심지어 기준금리를 인상을 고려하는 미국조차 예치금에 대한 마이너스 금리 도입을 검토하고 있다. 그러나 가장 큰 이유는 과도하게 늘어난 부채 문제에서 찾을 수 있다. 수년전 유럽의 위기를 불러왔던 국가부채문제는 재정정책의 여력을 급격히 위축시켰다. 이에 따라 주요국들은 사실상 통화정책에 의존하고 있는 상황에 주지하다시피 정책 금리도 너무 낮고 양적완화의 기술적 문제도 큰 상황이라 NIRP를 제외하고는 마땅한 정책적 대안이 부재한 것도 문제다. 무엇보다 NIRP는 예금자에게는 바람직한 소식이 아니지만 채무자들에게는 반가운 정책이다. 국가부채 문제에 어려움을 겪고 있는 일본정부 입장은 더 낮은 금리로 채권을 발행할 수 있다는 점이 매력적일 수밖에 없다. 실제로 NIRP를 채택한 국가들 중 스위스와 일본의 국채 10년짜리 수익률이 마이너스를 기록하고 있다. 앞으로 많은 국가들은 주요국들이 자국 통화 가치를 절하하기 위한 경쟁에 돌입할 경우 NIRP를 강화하거나 도입을 검토할 것으로 예상된다.

### 3. 마이너스 금리의 도입 배경

일본은 2013년부터 국채를 사들여 시중은행에 돈을 푸는 금융완화정책을 실시했다. 그러나 금융기관의 국채매입대금은 일본은행 당좌예금계좌에 쌓여만 갔고 민간은행 대출금은 크게 늘지 않았다. 소비자물가지수도 전년 대비 0%에 가까운 제자리걸음이다<그래프1>. 금융시장에는 연초부터 닷케이평균주가가 3000포인트 하락하였고 엔 달러 환율도 한 때 1달러당 115엔대까지 엔고가 진행되는 등 불안정하였다. 일본은행은 금융시장혼란의 배경을 유가하락과 중국 경제의 둔화로 인한 세계경기의 불안정으로 판단했다. 게다가 올해 초 유럽중앙은행(ECB)의 추가 양적완화 시사가 일본의 금융완화정책을 조기 시행하는 계기가 되었다. 만약 세계경제의 불안증대가 가중하고 있는데 기업이 리스크에 너무 신중하게 되면 설비투자를 미루는 등 경기회복에 걸림돌이 되기 때문이다. 그렇게 되면 디플레이션 탈피도 어려워진다. 그동안의 정책시행으로 2% 물가상승률 달성도 어려울 것으로 판단하고 마이너스 금리정책을 통해 시장에 돈이 늘어나게 함으로써 물가상승을 노린 것이다. 새로운 방법의 금융완화 결

정에 닛케이평균지수도 한 때 전날 증가보다 600포인트 가까이 상승하였고 엔 달러 환율은 1달러당 121.50엔으로 하락했다. 엔화 가치 하락은 수출 채산성이

<그래프1> 인플레이율 추이



일본은행(2016), 『공개자료2016』

좋아진다는 의미다.

일본의 마이너스 금리정책을 니혼게이자이 신문을 비롯하여, NHK, 아사히 신문 등은 새로운 차원의 금융완화정책<sup>6)</sup>이라고 평가했다. 마이너스 금리정책은 스위스(-0.75%),스웨덴(-0.35%) 등 일부 국가에서 이미 취하고 있는 정책이다. 유럽중앙은행(ECB) 경우 지난 2014년부터 예치 금리에 대해 사상 처음으로 마이너스 금리를 도입해 현재 마이너스 0.20%를 유지하고 있다. 덴마크도 예치 금리에 마이너스 0.75%를 적용하고 있다. 독일 등 일부 선진국 국채는 이미 마이너스 금리가 뉴 노멀(New Normal)이 되고 있다는 지적도 나오고 있다.

일본의 마이너스 금리정책은 이번이 처음이다. 일본의 마이너스 금리정책원

6) 일본에서 시행하고 있는 마이너스 금리 정책은 일반 예금자와 은행 사이의 거래는 제외되고, 민간 은행이 일본 중앙은행에 맡겨놓은 당좌예금에 한해서 적용된다. 또한, 전액이 아닌 지난 15년간 평균잔고인 210조 엔을 초과한 부분에만 적용한다고 발표했다. 금융기관들이 이전에 맡긴 부분에 대해서는 플러스 0.1% 금리가 적용된다. 발표된 내용으로 미루어 마이너스 금리를 적용하는 잔고는 전체 예금의 10% 가량인 10조에서 30조엔 정도의 금액으로 예상된다.

리는 이렇다. 민간 금융기관은 대출금액에 따라 일본은행 당좌예금계좌에 돈을 맡길 의무가 있다. 현재 일본은행은 일정금액 이상의 예금에 연 0.1% 이율을 적용한다. 그러나 이제는 예금 잔액 일부 금리를 마이너스 0.1%로 낮추기로 한 것이다. 즉, 민간금융기관이 돈을 지불하고 일본은행에 돈을 맡기는 격이다. 이렇게 되면 민간금융기관은 일본은행에 돈을 예치해봤자 손해를 보기 때문에 예치금을 줄여 가계와 기업에 대출을 늘리게 됨으로써 시중에 돈이 풀리는 금융완화 효과가 있다. 그러나 일본은행은 금융시장의 혼란을 막기 위해 민간금융기관이 이미 맡긴 당좌예금 금리는 현재의 0.1%로 동결하고 새롭게 맡기는 당좌예금에 마이너스 금리를 적용한다. 전체 예금 금리를 낮추게 되면 민간은행의 수익에 악영향을 미칠 수 있기 때문이다. 일본은행의 당좌예금은 3단계로 플러스 금리, 제로 금리, 마이너스 금리가 적용된다.

또 다른 이유는 2014년 말부터 저유가로 물가하락은 불가피했다. 일본은행이 물가기조로 강조한 식품과 에너지를 제외한 소비자물가는 전년 대비 마이너스 1.3%로 상승세를 유지하고 있었지만 기대 인플레이션 지표는 물가 연동국채 수익률로 계산되는 BEI (break-even inflation rate)뿐만 아니라 각종 설문조사가 나타내는 기업과 가계의 인플레이션 예상은 부정적이다. 따라서 일본은행이 아무런 정책을 내놓지 않으면 물가상승률 2% 목표에 중앙은행의 의지를 의심 받게 될 수 있다고 판단한 것으로 보인다.

한편 QQE정책도 한계가 있었다. 보완 조치의 활용으로 소폭의 국채매입 할증은 가능했지만 예를 들어 연간 10조 엔의 본원통화 목표를 증액 (monetary base)하면 오히려 시장에서 더 이상 방법이 없는 것으로 해석 될 우려가 있었다. 일본은행이 부정 해 온 마이너스 금리에 나설 수밖에 없었다. 뿐만 아니라 연초부터 엔고, 추가하락이 정책 변경의 직접적인 원인이라고는 볼 수 없지만 전혀 무관하지도 않다. 즉 엔고, 추가 하락의 결과 기업이 임금인상에 더욱 신중할 수밖에 없을 것이다. 일본정부는 임금인상을 통한 선순환 실현을 갈망하고 있다<sup>7)</sup>. 또, 유럽 (ECB : European Central Bank)의 경험에서 마이너스 금리의 효과는 주로 환율 과정을 통하는 것으로 생각되어왔다. 따라서 만일 달러당 120엔대를 유지할 경우 마이너스 금리로 엔화 약세가 더욱 심화되어 겨우 플러스로 전환되고 있는 실질임금에 부정적인 영향이 있을 수 있다(가계까

7) 早川英男(2016), 「量的·質的金融緩和 (QQE) からマイナス金利へ」 『實驗的金融政策の評價と課題』 富士通總研, pp.10-12.

지 반발이 강하면 참의원 선거를 앞둔 아베 정권에게는 매우 불리하다). 반대로 말하면, 연초부터 엔고는 일본은행의 마이너스 금리정책 배경이 되었다.

일반적으로 마이너스 금리 도입 이유는 크게 4가지로 볼 수 있다. 첫째는 해외자본유입의 방어이다. 금리를 낮추면 해외로부터 자금 유입이 줄어들고 환율의 절상압력도 줄어든다. 돈 가치가 떨어지면 수출에 유리하게 된다. 1970년도 초 스위스는 해외자금 유입으로 자국통화 스위스프랑화 가치가 대폭 상승하자 자금 유입에 페널티 부과를 위해 마이너스 금리정책을 최초 도입했다. 2016년에 실시하는 일본의 마이너스 금리도 대외자본 방어 목적과 엔화 약세 유도를 통한 수출기업을 지원하고자 하는 목적이 있다. 둘째, 대출 증가를 유도할 목적이다. 중앙은행이 마이너스금리를 도입하면 은행은 부득이 대출 등으로 자금 운용을 늘릴 수밖에 없다. 물론 경기전망이 불투명할 경우 이자가 낮아져도 투자가 잘 살아나지 않는 경우가 많다. 경우에 따라서는 비생산적 부문만 대출이 늘어나는 역효과가 나타날 수도 있다. 셋째, 소비증가의 유도이다. 이자율이 낮아지면 현금에 대한 기회비용이 낮아지므로 우선 소비를 늘릴 수도 있다. 하지만 예금자의 이자 수입이 줄어들어 효과를 반감시킬 수도 있고, 경제가 얼마나 어렵다면 이런 정책을 펼치는가? 라는 시그널로 받아들여 오히려 소비를 위축시키기도 한다. 넷째, 자산 가격 상승을 통한 부의효과다. 일반적으로 금리 인하는 자산투자를 유발시키는 경향이 있고 자산 가격 상승은 부의효과를 가져온다. 하지만 경제가 성숙단계를 지나고 고령화까지 닥친 국가에서는 금리가 인하되어도 자산시장에 미치는 영향은 생각보다 작을 수 있다. 실제로 일본은 초저금리에서도 부동산시장은 끝없는 침체를 거듭하고 있다. 또한 자산 가격이 오른다고 해도 부의효과는 미미해 지는 경우도 많다. 물론 위의 목표는 일반적인 저금리상황에서 통하는 공식이다. 하지만 몇몇 국가에서 실시하는 마이너스 금리도 기본적으로는 이와 비슷한 효과를 기대하고 실시된다. 단지 마이너스 금리가 지금까지 경험하지 않은 방법으로 초기에 오히려 안전자산 선호심리를 유발하여 해당국가의 화폐가치가 오르는 이례적 현상이 나타나기도 했지만 이는 일시적 현상으로 봐야할 것이다. 현재 마이너스 금리를 채택한 국가는 유로존, 스웨덴, 스위스, 덴마크, 헝가리와 일본이다. 작년 말, 일본은 경기활성화를 위해 시중 국채를 매입해 통화량을 늘리는 양적완화 정책을 도입했다. 그럼에도 불구하고 미국 금리인상 지연과 중국 위안화 절하정책에 따라 세계경제가 불안해지면서 자연스럽게 안정적인 엔화에 투자가치가 높아졌다. 이로 인해 엔

고시대가 불가피해져 일본 증시가 하락하는 등 아베 노믹스의 시련은 연일 계속되었다. 따라서 아베 정부는 어려운 경제상황을 극복하고자 마이너스 정책을 도입하기에 이르르게 된 것이다. 민간은행들이 현금을 중앙은행에 맡기지 않고 대출을 원활하게 하여 실물경제에 투자하도록 유도하여 경제를 살려보고자 한 것이다.

## 4. 마이너스 금리의 내용

마이너스 금리정책은 일본은행 당좌예금의 일부 금리에 대해 현재 플러스 0.1%에서 마이너스 0.1%로 낮추는 정책으로 양·질적 그리고 금리를 더한 3개 차원에서 이루어진 금융완화조치이다. 지금까지의 양·질적 그리고 마이너스 금리는 금리완화 옵션을 추가한 것이지만 3개 차원 모두에서 추가 완화가 가능한 구조이다. 구체적으로는 우선 금리는 일본은행 당좌예금에 마이너스 0.1% 금리를 적용한다. 향후 필요한 경우에는 추가 금리를 인하할 것으로 예상된다. 당좌예금에 마이너스 금리를 부과하여 수익률 곡선의 기점을 낮추고 금융시장에 폭 넓게 마이너스 금리가 침투하도록 하는 것이다. 양적인 측면은 대규모 장기국채 매입으로 인한 금리 전반에 더 강한 하락 압력이 있을 것으로 보인다. 이번 마이너스 금리제도는 금융기관이 보유하고 있는 일본은행 당좌계정을 3단계로 기초잔고에 플러스 0.1%, 마크로 가산잔고 0%, 그리고 정책금리 잔고에 마이너스 0.1%를 적용한다. 금융거래 가격과 금리 형성은 새로운 거래에 따라 추가 또는 한계적인 손익에 의해 정해지기 때문에 정책금리 잔액에 적용되는 마이너스 0.1%가 수익률곡선의 기점으로 다양한 시장금리 및 가격에 영향을 미칠 수 있다. 한편, 부분적으로 제로 또는 플러스 금리를 적용함으로써 금융기관 수익을 지나치게 압박하여 오히려 금융 중개기능 약화를 방지 할 수 있다. 이러한 계층구조는 금융 중개기능을 배려하면서 마이너스 금리의 효과를 극대화하는 것을 목적으로 한다.

일본은행은 물가안정 목표실현이 가능한 시점까지 마이너스 금리와 양적·질적 금융완화를 계속할 것으로 보인다. 앞으로도 물가위험 요인을 점검하여 물가안정 목표 실현에 필요한 경우에는 주저 없이 양·질·금리의 3개 차원에서

추가적인 금융완화 조치를 취할 것으로 보인다. 일본정부는 소비자물가가 전년 대비 2% 도달 시기를 2017년로 전망하고 있다. 현재 일본은행은 일본의 경기와 물가가 완만한 회복세에 있는 것으로 판단한다. 그러나 위험요인은 유가 하락과 중국을 비롯한 신흥국 경제에 대한 불확실성 등으로 세계금융시장의 불안정성이다. 따라서 디플레이션 불안 심리와 물가기조에 부정적인 영향을 미칠 위험이 있다. 일본은행은 이러한 위험을 미연에 방지하고 2% 물가안정의 목표를 유지하기 위해 양적·질적 금융완화에 더해 마이너스 금리를 도입한 것이다.

일본의 마이너스 금리는 민간은행이 일본은행에 맡겨놓은 당좌예금의 금리이다. 당좌예금은 금융기관 간 결제나 현금지불준비기능을 갖고 있어 일본은행은 당좌예금을 통해 금융정책을 한다. 일본은행의 QQE를 비롯하여 당좌예금 잔고는 가파르게 확대되어 올해 초 현재 259조 엔으로 상승했다. 이 잔고의 대부분은 0.1% 플러스 금리가 있지만 그것을 0.2포인트 인하하여 마이너스 0.1%로 한다. 당좌예금 금리는 금리체계 전체의 기준이 되는 하나의 정책 금리이다. 그것을 마이너스로 하게 되면 일드 커브(yield curve=이율곡선) 전체를 하락시켜 실질금리를 내리게 하여 소비나 투자에 긍정적인 영향을 주게 된다. 그러나 마이너스 금리 결정에 문제가 있다. 마이너스 금리를 결정한 일본은행 정책위원 9명 의견은 5반대가 4로 찬성이 많다. 정책위원의 의견이 나누어져 근소한 차이로 금융정책이 결정되는 사례는 드문 일이다. 그만큼 부작용이 미지수이고 효과가 의문시되기 때문이다<sup>8)</sup>.

마이너스 금리정책이 지속되면 언젠가는 주택대출 금리도 마이너스가 될 수도 있다. 주택대출을 받은 사람 쪽은 금리를 지불하는 게 아니라 받게 된다. 자연이자율(경기에 중립인 실질이자율)이하로 금리를 내리면 경기는 좋게 된다. 가장 전형적인 것으로 주택투자이다. 한편 연금이나 보험 등 자산운용의 환경은 한층 어렵게 된다. 단기금리가 일단 하락할 것으로 전망하여 자산운용 회사들은 안전성이 높은 채권에 투자한다. 금융기관은 MMF(Money Market Fund)의 신규모집정지를 결정했다. MMF의 2015년 말 잔고는 약1.6조 엔 정도로 운용난이 결정되면 상환도 있을 수 있다. 모집정지는 2001년 엘론 사태 때 MMF가 원금이하로 하락하여 추가설정이 되지 않은 상황에도 극히 이례적이다. 은행이나 연금기금, 생명보험회사 등 금융회사 경영에 영향은 크다. 지

8) 日本經濟研究センター(2016), 「量の限界からマイナス金利政策へ」 『金融研究報告2015年度』, pp.45-50.

금까지 저금리가 지속되면 잠재적인 부작용이 염려되었지만 이번은 뚜렷한 부작용으로 금융기관의 수익 기반이나 운용 이윤을 하락시키게 된다. 이것은 시간이 지나면 지날수록 마이너스가 클 것으로 전망되어 금융기관은 인내의 경쟁이 시작될 것으로 보인다. 일본은행은 금융기관 충격을 최소로 하기 위해 마이너스 금리가 적용된 당좌예금을 3종류로 당좌예금 범위를 한정하였다. 그 내용은 민간은행이 일본은행에 맡겨 놓은 당좌예금을 1)정책금리잔고, 2)마크로 가산잔고, 3)기초잔고 등이 있으나 0.1% 마이너스 금리 적용은 정책금리잔고만으로 한다. 마크로 가산잔고는 0%, 기초잔고는 종래대로 0.1%플러스 금리를 붙여 은행 수익에 압박을 받지 않도록 하였다. 일본은행 추산으로 기초잔고 약 201조엔, 마크로 가산잔고 약 40조엔 정도이지만 가령 당좌예금이 약 260조 엔이라고 보면 마이너스금리 적용 정책금리잔고는 약 10조 엔 규모이다<sup>9)</sup>. 하지만 앞으로 운용 이율과 자금조달 비용이 잘 연동하여 움직일 수 있을 까는 미지수다. 은행은 개인이나 기업으로부터 돈을 보관하여 용자나 유가증권투자로 이익을 늘린다. 만약 대출금리가 조달비용인 예금 금리를 밀들면 중앙은행 공정할인율이 시중은행 할인율보다 높게 되어 수익을 압박하게 된다. 대출금리가 마이너스로 내려가면 예금 금리도 비례로 하락하여 중앙은행 공정할인율이 시중은행 할인율보다 높게 된다.

이미 일부 은행은 예금 금리를 내렸다. 앞으로 마이너스 금리 폭이 보다 확대되면 법인예금을 시작으로 개인예금까지 금리가 마이너스이거나 계좌수수료를 받을 수도 있다. 만약 그렇게 되면 개인 예금자의 반발과 혼란은 필시로 정치적 이슈가 될 수도 있다. 문제는 개인예금 금리를 마이너스로 하게 되면 마이너스 금리 폭 확대로 이어져 은행들의 부실을 피할 수 없다.

가령 개인예금이 마이너스 금리가 되면 현금(일본은행권) 지향이 강하게 나타난다. 경기의 후퇴와 엔화 강세가 진행되면 경기는 더욱 어려움에 직면하여 현금에 과세하는 현상이 있을 수도 있다. 마치 일정기간 마다 도장을 눌러 지폐를 강제적으로 감가(減価)하는 게셀지폐이론(Gesell, Arnold Lucius)이다. 이와 같이 마이너스 금리는 차입금이 많은 사람에게 이점이 있고 자산을 가진 사람에게 벌칙을 주게 된다. 일본의 경우 마이너스 금리의 최대 수혜자는 최대 차입자인 일본정부다. 정부와 지방의 채무 잔고는 2015년도 말 1041조 엔으로

9) 徳勝礼子(2015), 「マイナス金利 : ハイパー・インフレよりも怖い日本経済の末路」 東洋経済新報社, pp.21-22.

GDP(국내총생산)대비 207% 달한다. 선진국 중에서 최악의 재정상황에도 불구하고 이상하게 국채금리는 낮게 안정되어 있다. 이 때문에 채무가 늘어나도 금리수준은 낮고 이자비용은 연 10조엔 정도로 유지되고 있다. 하지만 마이너스 금리는 인플레이에 과세를 하는 것 같은 효과가 있다.

현재 마이너스 금리를 실시하는 국가는 스위스, 스웨덴, 덴마크와 유럽중앙은행(ECB) 등 4개 중앙은행이 있으나 모두 자국통화강세나 디플레이 회피를 목적으로 하고 있다. ECB의 경우 2014년 마이너스 금리를 처음으로 채용하여 그 후 양적완화를 실시하였으나 이는 일본과 역 전개이다. 2015년12월 마이너스 0.3%까지 인하 한 후 도라기총재(Mario Draghi)는 3월에 추가완화를 하였다. 그러나 유럽도 기대한 만큼 대출이 확대하지 않았다. 한편 예금계좌에 관리수수료를 징수하는 등 일본에서는 예금자에게 불리한 점이 표면화되고 있다. 일본보다 먼저 마이너스 금리정책을 시행한 유럽의 사례를 보자. 유럽에서 광범위한 마이너스 정책금리를 도입한 것은 2012년 7월 이후 덴마크부터이다. 덴마크는 주요 정책금리인 양도성예금(CD)금리는 2014년4-9월에 일시적으로 플러스로 인상한 시기를 제외하고 현재까지 마이너스권이다. 통화 덴마크 크로네(Danish krone)는 대 유럽의 환율변동 폭을 중심 비율로 일정 범위내로 하는 페그(peg)제를 채용하고 있다. 그 때문에 덴마크 국립은행(중앙은행)의 금융정책은 유럽중앙은행(ECB)에 연동하는 형태이다. 유럽 채무위기가 심화되는 가운데 유럽 내 대표 투자처로 덴마크에 자금유입이 가속화하여 통화가치상승 압력을 받아왔다. 자금유입을 억제하여 유로와 페그제를 유지하기 위해 ECB가 추진하고 있는 금융완화를 강화하여 마이너스 정책금리도입이 필요하였다. 덴마크 같은 통화가치절상의 압력 억제를 목적으로 마이너스 정책금리를 도입한 곳은 스위스이다. 펀드멘탈즈(fundamentals)가 양호하여 영세중립국으로서 국제분쟁에 거리를 두고 있는 동국가의 통화 스위스 프랑은 안전통화로 명성이 높다. 세계적인 금융위기 발생 후 강한 통화가치절상에 직면한 동국은 2011년 1유로=1.20스위스 프랑을 방어라인으로 하고 무제한 유로를 매입·프랑 매도하는 외환개입을 개시하였다.

ECB의 금융완화 강화 영향으로 스위스 국립은행(중은)은 2014년12월에 요구지불계좌에 맡겼을 때 적용금리를 마이너스 0.25%로 3개월짜리 런던 은행간 거래금리(LIBOR)의 유도목표 레인지(range)를 마이너스0.75%~플러스 0.25%로 인하였다. 또한 2015년1월 무제한 외환개입정책을 중지하는 동시에

예금 금리를 마이너스0.75%로 하고 LIBOR 유도목표를 마이너스1.25%~마이너스0.25로 인하하여 통화가치절상 압력 완화에 노력하였다. 완만한 경기회복과 저인플레이의 장기화로 물가안정이 위협받고 있는 ECB는 2011년 가을 이후 단계적으로 인하하여 2012년7월에는 하한 정책금리인 예금 퍼실리티(facility) 금리를 제로로 인하하였다<sup>10)</sup>.

스웨덴 중앙은행은 예금 금리를 마이너스로 했다. 스웨덴은 2014년7월 물가목표의 하향을 이유로 예금 금리를 마이너스 0.5%인하하고 2015년2월에는 중심 비율인 리보 금리로 마이너스0.1%에서 동년7월에는 마이너스 0.35%내렸다. 이러한 마이너스 정책금리로 기대효과는 이례적인 정책으로 아나운스먼트 효과(announcement effect)가 있었다. 중앙은행예금의 일부가 벌칙 금리의 적용으로 대출이나 자산구입 등으로 전용되었다. 단기금리 전반에 하락압력이 있었고 금리 차이 확대로 엔 하락의 진행이다. 더구나 금리하락으로 내구성소비나 투자활성화가 있고 통화가치하락으로 수출증가, 그리고 경기자극과 수입 가격상승에 의한 디플레 압력완화를 생각할 수 있다. 단지 각국이 함께 정책금리를 마이너스권으로 인하하는 동시에 양적완화책이나 유동성공급책 등을 강화하고 있어 마이너스정책금리의 효과만을 추출하기란 어렵다.

## 5. 일본 국내시장에 미치는 영향

모든 정책은 양면성이 있다. 마이너스 금리 도입으로 내수경기 활성화라는 긍정적인 측면도 있지만 부동산으로 자금유입이 높아져 버블가능도 배제할 수 없다. 마이너스 금리도입으로 인한 예금보다 부동산으로 자금유입이 높아질 수 있기 때문이다. 실제적으로 마이너스 금리가 시행된 직후 도쿄증권거래소의 부동산투자신탁 지수가 연일 상승하였다. 또한 주택금리 하락으로 수요자들에 대한 혜택도 구체화되고 있다. 미쓰이스미토모은행(三菱住友銀行)은 주택대출 금리를 0.15% 낮춰 사상 최저 수준인 연 0.90%로 인하했다. 둘째, 일본 최대 예금잔고를 보유하고 우정은행(郵政銀行)도 저축 이자율을 0.02%로 인하하여 기타 은행들까지 인하가 확대할 것으로 보여 가계 이자수입이 더 낮

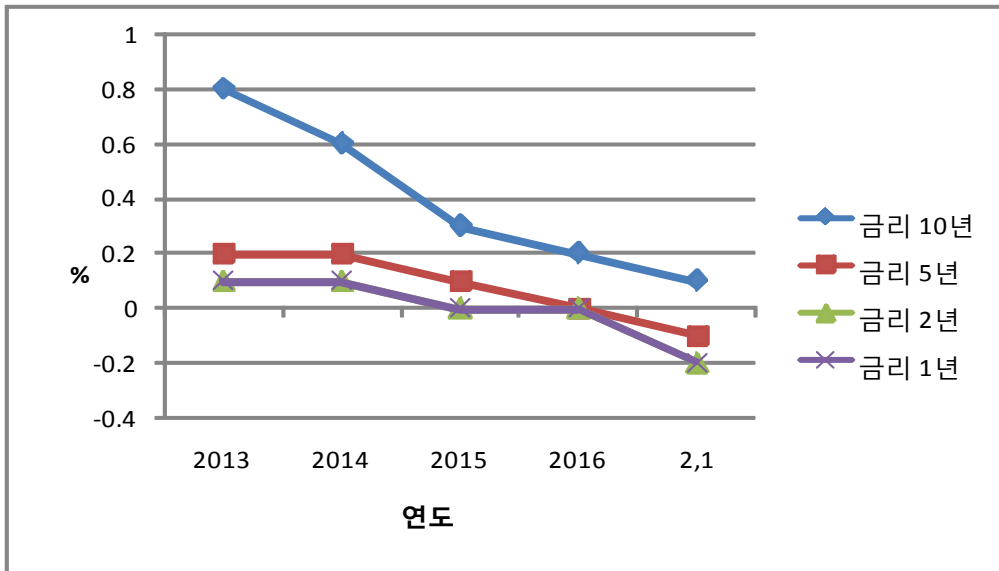
10)清水功哉(2016), 「緊急解説マイナス金利」 『日経プレミアシリーズ,305』 日本経済新聞出版社, pp.36-38

아질 전망이다. 은행과 더불어 보험사들 역시 마이너스 금리의 여파로 저축성과 수익성이 높은 중신보험 상품을 중단하기 시작하였다. 일본의 후코쿠(富国)생명보험은 일시불 중신보험 상품을 이미 중단하였다. 또한 보험 상품의 최저보장 수익률도 하락하여 보험료 인상이 예상되는 상황에서 마이너스 금리는 일반 가정에도 직접적인 영향을 미치게 되었다. 셋째, 시중은행들의 수익성 악화로 도산도 우려된다. ECB의 예를 보면 예금 퍼실리티 금리를 마이너스로 인하한 후 금리 및 유로하락이 진행하여 기업에 은행대출이 증가하였다. 무엇보다 벌칙 금리가 부과된 이후도 ECB의 예금 퍼실리티 잔고가 크게 감소하지 않았다. 기업대출 증가는 마이너스 정책금리 효과보다 유럽채권 위기의 안정화로 불안심리 회복으로 유로하락과 경기회복, 그것에 따른 기업자금수요 회복 등 복합적으로 작용한 결과이다<sup>11)</sup>. 또한 시중은행이 예금자에게 마이너스 금리 전가가 어렵게 되어 수익성 악화와 저금리로 운용난이 심화될 우려가 있다. 게다가 현금보유수요가 높아져서 시장경제의 기능저하도 우려된다. 현행대로 제한 없이 마이너스 폭을 확대하면 어느 단계에서 부작용이 나타날 수밖에 없다. 마이너스 정책금리를 개시한 당초, 예금 퍼실리티 금리 하한을 마이너스 0.2%로 한 ECB는 다른 유럽 증은이 대폭적인 마이너스 금리 도입한 후 부작용이 없어 추가 금리인하를 단행했다. 각국 중앙은행이 효과와 부작용이 불투명한 정책의 실시로 위협에 노출되어있다. 넷째, 일본정부가 기대하는 엔저 효과는 한정적으로 나타날 것으로 보인다. 일본은행의 마이너스 금리 도입 결정 직후 국내시장은 장기금리 하락, 주가상승, 환율하락 등 현상이 나타났다. 해외시장도 주가상승세였다. 일본은행의 결정은 세계금융시장의 긴장완화로 이어졌다. 그러나 일본정부가 기대하는 엔저가 지속될 것인가가 문제다. 엔화 약세 원동력에 되어야할 엔의 실질금리(명목금리-기대인플레이율)하락이 기대하기 어렵기 때문이다. 일드 커브(이율곡선)전체에 하락압력이 있지만 이미 일본의 장기금리는 0.1%로 하락하여 명목금리 하락 여력은 한정적이다. 마이너스 금리 도입 때 독일의 장기금리가 1.4%대인 유로권과 사정이 다르다. 다섯째, 일본은행이 새로 도입한 마이너스 금융정책은 금융기관에 큰 충격을 줄 것으로 예상된다. 마이너스는 일본은행에 맡긴 당좌예금(이하 당예)에 적용된다. 금융기관이 일본은행에 맡기면 통상 원금+이자를 받았지만 역으로 맡겨둔

11) 翁邦雄(2015), 「經濟の大轉換と日本銀行」, 『シリーズ現代經濟の展望』岩波書店, pp.29-31

기간에 따라 원금이 줄어든다. 단 중앙은행 당예 모두가 마이너스 금리가 되는 것은 아니다. 2015년 평균잔고인 약 220조 엔에 대해서는 종래대로 플러스 0.1% 이자가 붙는다. 이 때문에 금융기관에 큰 영향은 있겠지만 금융기관이 앞으로 중앙은행에 맡겨둔 부분에는 마이너스 금리가 적용된다. 다시 말하면 중앙은행은 종래 이상

<그래프2> 장기채권 금리 추이



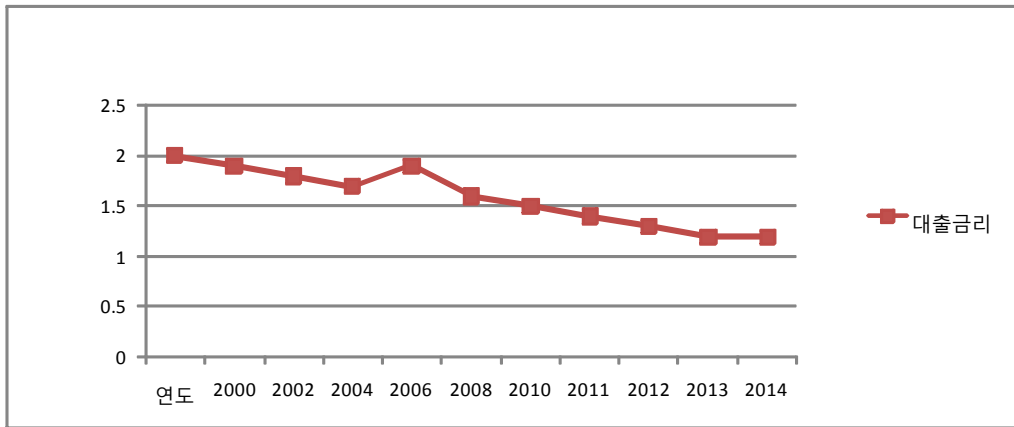
일본은행(2016), 『공개자료2016』

높은 가격으로 국채를 금융기관으로부터 매입하기 때문에 그 결과 국채가격은 상승하여 이율은 급락하게 된다. 중앙은행은 이율곡선 전체를 하락시켜 자산의 포트폴리오 재균형이 일어날 것으로 보고 있다<sup>12)</sup>. 금리가 하락하여 위험프리미엄이 하락기 때문에 보다 위험이 높은 자산에 투자가 증가하는 것을 기대할 수 있다. 국채투자자로 말하면 20년채나 30년채 등 보다 장기적인 것이 후보가 된다<그래프2>. 그러나 기간이 긴 국채는 금리변동 위험이 크기 때문에 많이 보유하는 것이 부담스럽다. 외국채권 투자도 증가하지만 환율위험을 고려하여 헤지를 고려하기 때문에 운용이익을 크게 늘리는 것은 어렵다. 주식투자도 국

12) 翁邦雄(2013), 「日本銀行」 『ちくま新書, 1023』 筑摩書房, pp.27-28

제규제 관계로 자기자본을 보다 두텁게 해야 하기 때문에 주식도 늘릴 수 없다. 결국 금융기관이 채권이나 주식 등 유가증권으로 운용하여 얻을 수 있는 이익은 앞으로도 축소될 것이다. 여섯째, 마이너스 금리도입으로 은행 간 경쟁으로 실질적인 마이너스 금리가 이루어 질 것으로 보인다. 일본은행의 기대는 시중금융기관이 기업 대출을 확대하도록 하는 것이다. 그러나 시중은행들은 대출 금리를 지금보다 인하해도 용자액이 크게 증가하기는 어려울 것이다. 자본수요의 문제다. <그래프3>은 리먼 쇼크가 있었던 2008년 이후 금리가 하락일변이다. 일본 국내은행의 신규대출금리 평균은 0.9%전후까지 하락했다. 금리하락이 지속될 수 있어 자금수요를 자극하는 것은 어렵다. 그래도 금융기관은 대출확

<그래프3> 은행대출금리 추이



일본은행(2016), 『공개자료2016』

대에 더욱 노력할 것으로 보인다. 그 결과 금융기관 대출경쟁은 대출금리를 더욱 하락시켜 결국 부실채권 증가가 우려될 수 있다. 이처럼 양면성이 존재하지만 무엇보다 부정적인 요소를 최소로 하는 것이 정책효과를 극대화할 수 있다.

## 6. 결론

아베 정권은 취임 이후 대규모 금융완화, 신속한 재정지출, 공격적인 성장전

락 등 이른바 3개의 동력을 제시하며 디플레이션 탈출을 천명했다. 특히 아베 노믹스의 핵심인 금융완화는 일본은행이 연간 50조 엔이나 되는 대규모 국채를 매입함으로써 시중에 돈을 푸는 것이다. 금융완화정책으로 엔화 약세와 주가 상승효과가 나타났지만, 작년 말부터 엔화 가치가 강세로 바뀌었다. 아베정권은 다시 마이너스 금리로 새로운 돌파구를 찾고자 하고 있다. 마이너스 금리 도입의 이유는 해외자본유입의 방어, 대출증가를 유도할 목적, 소비증가의 유도, 자산가격상승을 통한 부의효과 등 경기활성화와 자국통화가치절상 억제에 주된 목적이지만 마이너스 금리정책의 시행으로 금융기관 충격을 최소화하기 위해 마이너스 금리가 적용된 당좌예금을 3종류로 한정하였다. 즉 ①정책금리잔고, ②마크로 가산잔고, ③기초잔고 등이 있으나 0.1%의 마이너스 금리 적용은 정책금리잔고만이다. 뿐만 아니라 개인의 은행예금은 즉시 마이너스 금리가 적용되는 것은 아니다. 은행예금 이자지불에 부과하게 되면 예금유출 사태가 일어날 수 있기 때문이다. 그러나 원래 대형은행은 대기업에 계좌수수료 신설을 검토하고 있어 실질적인 금리징수에 가까워진 것으로 보인다. 시장금리를 반영하여 개인 예금 금리도 내려갈 가능성이 높다. 한편 주택대출도 주택금융지원기구의 장기고정대출(flat35)<sup>13)</sup> 금리가 인하될 전망이다. 이렇게 되면 마이너스 금리는 돈을 빌린 사람이 덕을 보는 현상이 일어날 수 있다.

일본보다 먼저 마이너스 금리를 도입한 유럽도 경기활성화와 자국통화가치절상 억제를 목적으로 초과유동성에 마이너스 금리를 적용한다. 이들 지역은 마이너스 정책금리를 시행한 이후 금융과 외환시장 움직임이 대체로 정책 기대에 부합하는 모습을 보였다. 단기시장 금리는 모두 마이너스 수준에서 형성되었고 장기금리도 일부 국채금리가 마이너스를 타나내는 등 하락세를 보였다. 모든 국가의 은행들이 아직 가계예금에 대해 낮은 수준이나마 이자를 지급하고 있으나 거액 예금에 대해서는 일부 마이너스 금리를 적용하고 있다.

그러나 문제는 부정적인 요소를 최소화 하는 것이다. 스티글리츠 교수는 경기침체를 벗어나기 위해 시중에 돈을 공급하는 양적완화나 마이너스 금리정책은 불평등의 심화와 은행시스템을 약화시켜 중소기업과 소상공인에게 부정적

13) 플랫 35는 민간금융기관과 주택금융지원기구가 협력하여 제공하고 있다. 전 기간 고정금리모기지이다. 전 기간 고정금리주택담보대출은 자금의 수취시 상환 종료까지 차입 리·상환 금액이 확정 모기지로서 장기적인 인생 계획을 세우기 쉬워진다.

인 영향을 우려한다. 마이너스 금리는 내수경기 활성화라는 긍정적인 측면도 있지만 부동산으로 자본유입 등 버블 가능성도 배제할 수 없다. 실질적으로 마이너스 금리가 시행된 직후 도쿄증권거래소의 부동산투자신탁 지수가 연속 상승하였다. 둘째, 일본 최대의 예금유치를 하고 있는 우정은행의 저축 이자율인 하로 기타 은행들에 과급도 확대될 것으로 보인다. 이는 시중은행들의 수익성 악화로 도산이 우려된다. 또한 시중은행이 예금자에게 마이너스 금리 전가가 높아져 시장경제의 기능저하도 우려된다. 셋째, 엔저효과도 한정적으로 나타날 것으로 보인다. 마이너스 금리 도입 직후 일본 국내시장은 장기금리하락, 주가 상승, 환율하락 등 현상이 나타났다. 특히 엔화약세 원동력이 되어야할 엔의 실질금리 하락이 기대하기 어렵기 때문이다. 현재 일본의 장기금리는 0.1%로 하락하여 명목금리 하락 여력은 한정적이다. 마이너스 금리 도입 때 독일의 장기금리가 1.4%대인 것과는 사정이 다르다. 넷째, 국내금융기관에 큰 충격이 있을 것으로 보인다. 특히 채권이나 주식 등 유가증권으로 운용하여 얻을 수 있는 이익은 앞으로 축소되어 은행들의 수익성 악화가 우려된다. 이외 경제적 과급효과도 나타날 것으로 기대된다. ①초저금리 시대에 기업들은 상대적으로 자본집약도가 높은 곳에 투자를 늘리려 할 것이다. 이런 투자는 장기적으로는 고용을 줄이는 결과를 낳는다. ②이자소득에 크게 의존하고 있는 노년층에 대한 피해가 상대적으로 크게 되며 이들은 그 결과 소비를 줄이게 된다. 이들이 소비를 줄이는 규모는 저금리로 이득을 보는 세력이 소비를 늘리는 것보다 크다. 따라서 전체적인 총수요를 더욱 압박하게 된다. ③투자자들은 높은 수익을 찾아 위험자산에 투자를 확대하게 되며 세계경제 전체로 금융 불안이 확대될 것이다. 결국 중앙은행들은 기준금리 인하라는 단순한 정책에 의존하지 말고 돈의 흐름을 개선해 자금이 필요한 중소기업에 돈이 제대로 공급되도록 하는 데 집중해야 한다. 거대 금융기관의 방만한 영업 행태로 2008년 금융위기가 촉발됐지만 아직도 중앙은행들은 거대 금융기관을 상대로 하는 사고방식을 버리지 못하고 있다. 하지만 투자, 고용, 나아가 성장을 회복하는데 더 중요한 것은 중소기업에 상대하는 많은 소규모 은행들이다. ④일반적으로 금리가 내려가면 설비투자 및 소비도 촉진한다. 투자와 소비촉진으로 경기회복에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보인다. 이번 마이너스 금리정책은 투자나 소비를 유도하고자 하는 경기활성화라는 긍정적인 측면도 있지만 그와 관련해 일어나는 부작용도 주의해야한다. 앞으로 일본의 마이너스 금리 시행으로 일본 국내시장에 다양한

형태의 영향이 있을 것으로 보인다. 따라서 정책시행에 주목할 필요가 있다.

## 【참고문헌】

- 日本銀行(2016)『当面の金融政策運営について』,pp20-26.
- 深尾光洋(2016)『量的緩和、マイナス金利政策の財政コストと処理方法』、独立行政法人経済産業研究所, pp.150-152.
- 早川英男(2016)「量的・質的金融緩和(QQE)からマイナス金利へ」『実験的金融政策の評価と課題』富士通総研,pp.10-12
- 日本経済研究センター(2016)「量の限界からマイナス金利政策へ」『金融研究報告2015年度』,pp.45-50.
- 徳勝礼子(2015)「マイナス金利：ハイパー・インフレよりも怖い日本経済の末路」東洋経済 新報社, pp.21-22.
- 清水功哉(2016)「緊急解説 マイナス金利」『日経プレミアムシリーズ,305』日本経済新聞 出版社, pp.36-38.
- 翁邦雄(2015)「経済の大転換と日本銀行」『シリーズ現代経済の展望』岩波書店, pp.29-31.
- 翁邦雄(2013)「日本銀行」『ちくま新書, 1023』筑摩書房, pp.27-28.
- Stiglitz, Joseph E. (2007-05-18). "Prizes, not patents". Post-Autistic Economics Review (World Economics Association) 42: pp.48-50.
- Silvio Gesell(1900), Die Natuerliche Wirtschaftsordnung. pp.20-25.
- The Optimal Taxation of Height: A Case Study in Utilitarian Income Redistribution. (with Weinzierl M) American Economic Journal: Economic Policy. 2010;2(1): pp.155-176.

논문 투고 일자 : 2016. 06. 25.
논문 심사 일자 : 2017. 01. 21.
게재 확정 일자 : 2017. 01. 22.

## ＜要旨＞

## 日本のマイナス金利政策と市場への影響

崔聖伯

スティグリッツ (Joseph Eugene Stiglitz) 教授は、景気後退を脱するために市中に資金を供給する量的緩和やマイナス金利政策は、不平等の深化と銀行システムの弱体化を招き、中小企業と個人事業者に否定的な影響を与えることを懸念している。マイナス金利は内需景気の活性化という肯定的な側面もあるが、不動産に資本が流入するなどしてバブルを引き起こす可能性も排除できない。実質的にマイナス金利が施行された直後、東京証券取引所の不動産投資信託指数は連続上昇した。また、日本最大の預金残高を保有するゆうちょ銀行の貯蓄金利引き下げが他の銀行に波及する可能性が高い。これは、市中銀行の収益性の悪化を招き、銀行の倒産が懸念される。また、市中銀行による預金者に対するマイナス金利の転嫁圧力が高まり、市場経済の機能低下も懸念される。さらに、円安効果が限定的にしか表れないであろうことが予測できる。マイナス金利の導入直後、日本国内市場において長期金利の低下、株価の上昇、為替下落などの現象が見られた。特に円安の原動力となるべき円の実質金利の低下を期待することが難しいからである。現在、日本の長期金利は0.1%へと低下しており、名目金利の低下余力は限定的である。マイナス金利の導入時、ドイツでは長期金利が1.4%台であったのは事情が異なるのである。こうして、国内の金融機関に大きな影響があることが予想される。

## Japan's negative interest rate policy and its influence on markets

Choi, Sung-Baig

Prof. Joseph Eugene Stiglitz shows worry that quantitative easing providing the money on the market or negative interest rate policy to escape recession might bring about widening of inequality and weakening of the banking system so that it might have a negative impact on small businesses and small traders. Negative interest policy has a positive respect of the activation of the domestic economy, while it cannot exclude the possibility of bubble such as capital inflow into real estate. Practically shortly after negative interest was executed, Tokyo Stock Exchange's real estate investment trust index continued to rise. Secondly, due to deposit interest rate cut of Post Bank with Japan's largest deposits, it is likely that it affects other banks. It is a matter of alarming situation of bankruptcy because of bad profitability of commercial banks. Thirdly, it seems a weak yen would have limited effect. Immediately following the introduction of negative interest, there occurred long-term interest rate fall, stock price ascent and the drop in the exchange rate in the domestic market of Japan. Especially, it was difficult to expect yen's real interest rate decrease supposed to be a driving force for a weak yen. At present Japan's long-term interest rates dropped by 0.1 percent and the capacity of nominal interest rate decrease is limited. It is a different situation from 1.4% of German's interest rates when introduced negative interest. Fourthly, it seems there will be a huge impact on domestic financial institutions.