

마이너스 금리 시대 도래, 의미와 파장은?

정진영 수석연구원, 동향분석센터 (jychung30@posri.re.kr)

목차

1. 마이너스 금리 도입 현황
2. 마이너스 금리 도입 배경과 목적
3. 마이너스 금리 정책의 성과
4. 마이너스 금리 정책의 부작용
5. 향후 전망
6. 한국경제 및 국내기업 관련 시사점

Executive Summary

- 2012년 이래 유로존, 非유로존 4개국 및 일본에서 마이너스 금리를 도입
 - 덴마크('12.7월)를 시작으로 ECB('14.6월), 스웨덴('14.7월), 스위스('14.12월), 일본('16.1월), 헝가리('16.3월)의 순으로 중앙은행 예치금리를 (-)수준으로 인하
 - 이는 시중은행의 중앙은행 예치금에 대해 패널티를 부과한다는 의미
- 마이너스 금리 도입으로 기대 인플레이션 상승, 수출확대 등 경기진작을 유도
 - 非유로존 4개국은 통화가치 방어를 통해 디플레이션 압력 축소 및 경기진작이 목적
 - 양적완화에도 불구하고 경기회복이 더딘 일본과 유로존은 엔화 및 유로화의 가치 절하를 유도함으로써 디플레이션 압력 축소, 수출확대 및 성장을 제고를 도모
- 마이너스 금리 도입 이후 EU 역내 실물 및 금융부문에 일부 긍정적 효과
 - 덴마크, 스웨덴의 경우 통화가치 절상 압력 차단, 인플레이션 유발 및 내수경기 부양 효과에 은행 예금 및 대출 증가세 확대 등 금융산업 활성화에 기여
 - 유로존의 경우 마이너스 금리 도입('14.6월) 이후 단기적으로 물가, 소비, 성장을 등이 개선되었고 추가 금리인하('16.3월)로 유럽 은행 등 금융산업 안정화에 기여
- 중장기 관점에서 대차대조표 불황으로 총수요가 부진한 가운데 마이너스 금리의 실물경기 부양 효과는 제한적이며 자산시장 버블화와 단기금융시장 불안 및 은행 수익성 악화를 야기할 가능성 高
 - 가계·기업의 부채축소 과정에서 마이너스 금리 인하에 따른 소비·투자 진작 효과와 은행 자금 중개기능 제고 및 신용창출 효과는 제한적
 - 대차대조표 불황이란 과도하게 빚을 진 가계와 기업들이 빚을 갚기 위해 소비와 투자규모를 축소시키는 과정에서 나타나는 경기침체를 의미
 - 시중금리 하락에 따른 위험자산 투자 증가와 부동산 가격 상승 등 자산시장 버블 발생 가능성이 높고 은행 순이자마진 축소로 인해 은행 수익성도 악화될 우려
- 안전자산 선호로 엔·유로화 환율 절하 압력이 악화, 수출확대가 제한적이며 현금선호 강화에 따른 유동성 공급 지연으로 인플레이션 유발 효과도 미약
 - 글로벌 금융시장 불안에 따른 안전자산 선호로 마이너스 금리 도입 이후 엔화 및 유로화는 오히려 평가 절상되는데다 저유가 기조로 인플레이션 유발이 제한적
- 마이너스 금리의 단기 확산에도 불구하고 중장기적으로는 부작용이 예상되므로 한국경제의 경우 통화완화 정책의 한계점을 인식, 구조개혁에 집중하고 국내 기업들은 주요국 마이너스 금리 도입의 부작용에 사전 대비할 필요
 - 국내 기업들의 수출 경쟁력 훼손은 크지 않겠으나 부작용에 대한 철저한 모니터링 필요

1. 마이너스 금리 도입 현황

□ ECB, 일본 및 유럽 4개국에서 중앙은행 예치금에 대해 패널티를 부과

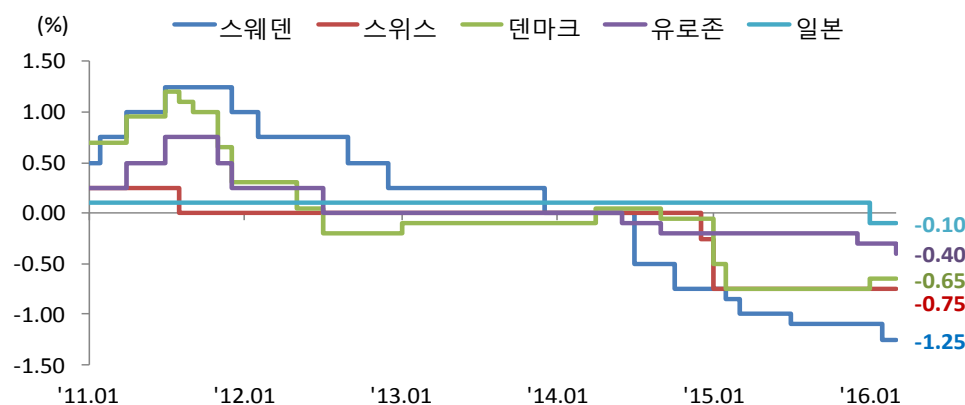
○ 마이너스 금리란 금융기관이 예금의 일부를 보관료로 징수함을 의미

- 예금을 받는 금융기관이 예금주에게 수수료를 부과한다는 뜻으로 현재는 시중은행이 중앙은행에 돈을 예치할 경우 오히려 벌금을 내는 형태로 도입 중
- 단, 현재 개인과 기업에 대한 예금 및 대출금리에는 적용되지 않음

○ 2012년 이래 유럽 4개국 중앙은행 및 ECB, 일본 중앙은행에서 마이너스 금리를 도입

- 덴마크('12.7)를 시작으로 ECB('14.6), 스웨덴('14.7), 스위스('14.12), 일본('16.1), 헝가리('16.3)의 순으로 마이너스 금리(중앙은행 예치금리 기준) 도입
- ECB는 기준금리(0.05%→0%), 중앙은행 예치금리(-0.3%→-0.4%), 한계 대출금리(0.3%→0.25%)를 하향 조정하고 양적완화 규모를 확대 (600억→800억 유로)하는 등 마이너스 금리를 포함한 통화완화 정책 강화 ('16.3)¹
- 일본은 금융기관 보유 일본 중앙은행 당좌예금 잔고를 3단계²로 나누고 이 중 정책금리 잔고에 대해 -0.1% 금리를 적용('16.1)

〈주요국 중앙은행 예치금리 추이〉



자료: Bloomberg

¹ 여기에 이자율이 마이너스인 국채와 非금융회사채도 매입대상에 포함하고 '16.6월부터 목표장기 대출(TLTRO)을 4년 만기로 4번 시행하는 등 강력한 통화완화 정책 의지를 피력

² 단계별 적용금리 : 기초 잔고 (0.1%), 매크로 가산잔고 (제로금리), 정책금리 잔고 (-0.1%)

2. 마이너스 금리 도입 배경과 목적

□ EU 역내 非유로존 4개국, 통화가치 방어를 위해 마이너스 금리 도입

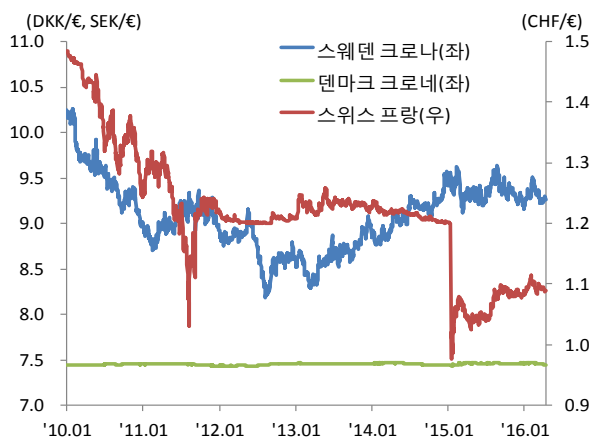
○ EU 역내 유로존과 非유로존 국가간 금리 격차로 인한 덴마크, 스웨덴, 스위스, 헝가리 등의 통화가치 상승이 자국 경제에 부담

- ECB의 양적완화 정책 도입으로 유로존 인접국으로 자금이 과도하게 유입, 일부 非유로존³ 국가의 통화가치가 급등
- 스위스 프랑의 경우 전통적 안전자산으로 2014년 하반기 중 국제금융시장 불안에 따른 EU 역내 자금이 유입, 통화강세 실현
 - 2011.9월부터 스위스 프랑의 對유로 환율을 1.2 이상 유지하기 위한 대규모 외환시장 개입에도 불구하고 ECB의 마이너스 금리 도입('14.6) 등으로 환율 하한선(1.2) 유지가 어려울 것으로 판단

○ 통화가치 방어를 통해 디플레이션 압력 축소 및 경기진작을 목적으로 마이너스 금리를 도입

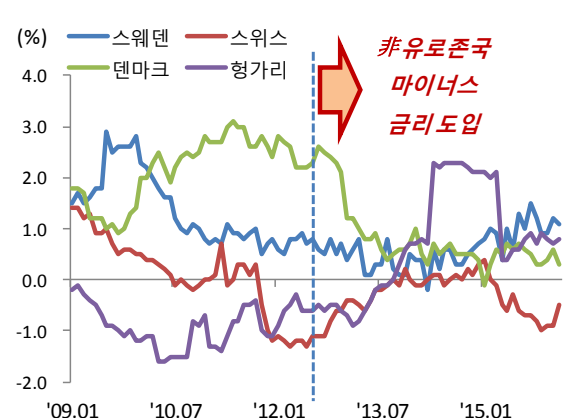
- ECB의 마이너스 초과기준 금리 도입 및 강화조치로 인한 자국 통화가치 상승을 억제하기 위해 기준금리를 마이너스 수준으로 인하
- 非유로존 국가지만 EU 회원국이므로 ECB의 통화완화 정책과 구조적으로 밀접하게 연계, 마이너스 금리 도입으로 경기부양 및 디플레이션 극복을 도모

〈非유로존국 환율 추이〉



자료: 국제금융센터

〈非유로존국 소비자물가 추이〉



자료: Bloomberg, 국제금융센터

³ EU 회원국은 모두 28개국으로 유로화를 사용하는 유로존 19개국과 非유로존 9개국으로 이루어짐

□ ECB, 마이너스 금리 도입을 통한 유로화 절하로 유로존內 디플레이션 압력 차단 및 내수경기 부양과 수출확대 도모

○ ECB의 양적완화('09.7월~) 정책에도 불구하고 경제회복세는 여전히 미약

- 채권 등 자산매입을 통해 유동성을 공급하는 이른바 양적완화 정책의 효과가 점차 희석되면서 마이너스 금리를 대안으로 제시
 - 유로존 경기회복세의 미약함과 함께 내용도 부실한 측면 상존⁴
- 실질금리가 (-)수준임에도 불구하고 성장정체와 디플레이션 압력이 지속됨에 따른 특단의 대책이 필요
 - 마이너스 금리 도입 이후 유로존 소비자 물가상승률은 -0.5~0.5% 수준에 그치고 있으며 '16.2월 현재 유로존 소비자물가 상승률은 -0.2% 수준으로 ECB 물가안정 목표(2.0%)에 크게 미달
 - '16.1월 수출 증가율이 -4.1%로 저조하고 일부 경기선행지표도 둔화 ('15.12월→'16.3월): 제조업 PMI (53.2→51.6)⁵, 경기신뢰지수 (106.6→103)
 - ECB는 올해 경제성장률 전망치를 1.7%→1.4%로, 소비자물가 상승률도 1.0%→0.1%로 하향 조정 ('16.3)

○ 마이너스 금리 도입으로 디플레이션 축소, 수출증대, 경기진작 유도

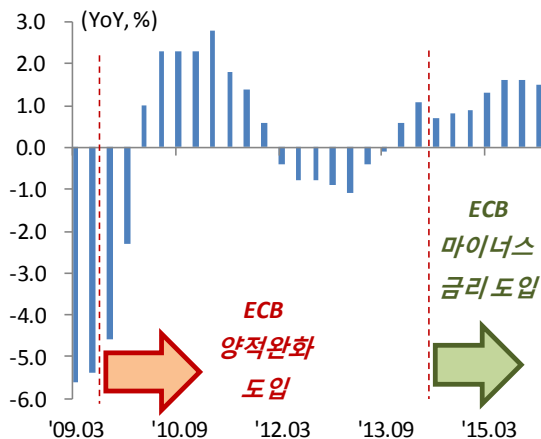
- 시중에 자금 추가 공급과 이에 대한 수요 증가를 통해 인플레이션을 유발하고 소비를 증가시켜 내수 경기를 부양하기 위함
- 글로벌 금융불안 속 안전자산 선호에 따른 유로화 가치 상승을 차단하고 유로화의 가치 하락을 통한 수출 확대로 경기부양 및 성장을 개선을 도모
 - 신흥국 성장세 약화 등으로 인한 세계 교역 위축으로 '16년 유로존 수출·수입 모두 증가세 둔화가 예상되며 특히 수출 둔화세가 두드러질 전망⁶

⁴ 노동시장 구조개혁 미흡, 과다채무국 부실채권 정리 지연, 디레버리징 지속에 따른 신용경로 제약, 일부 국가 (프랑스, 이탈리아 등) 주택가격 회복 지연 등이 주 요인 (『2016년 유로지역 경제 전망 및 주요 이슈 점검』, 한국은행 2016.1.15)

⁵ 유로존 PMI 1.0p 둔화는 성장률 0.2~0.3%p 하락 효과

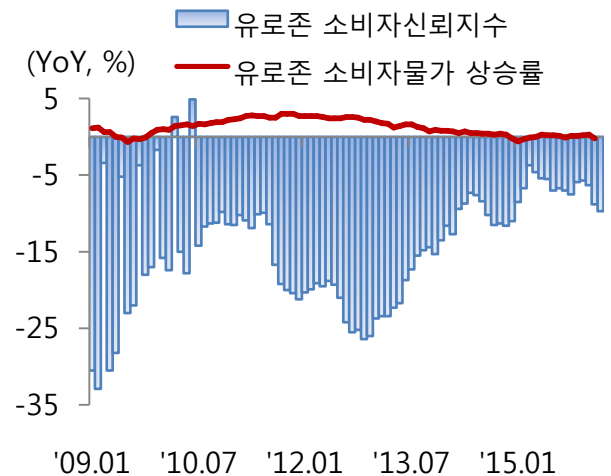
⁶ '16년 유로존 수출 둔화 폭은 전년 대비 -0.8~-0.9%p로 수입 둔화 폭(-0.5~-0.6%p)을 상회할 전망. 특히 독일의 수출 증가세가 전년 대비 -1.2%p 둔화될 것으로 예상 (『2016년 유로지역 경제 전망 및 주요 이슈 점검』, 한국은행 2016.1.15)

〈유로존 경제성장률 추이〉



자료: 국제금융센터

〈유로존 소비자 신뢰지수 및 물가 추이〉



자료: Bloomberg, 국제금융센터

□ 일본, 마이너스 금리 도입을 통해 기대인플레이션 상승 및 수출확대, 소비·투자 증가 등 성장률 제고를 도모

○ 아베노믹스 추진에도 불구하고 성장정체와 저물가 등으로 정책효과가 미약

- ‘잃어버린 20년’ 극복을 위한 아베노믹스 정책의 효과가 답보 상태로 '13~'15년 기간 중 실질GDP가 1.76% 증가에 그치는 등 경제 회복이 더딤
 - 아베노믹스 시작('13) 이후 12분기 중 5분기가 (-) 성장률을 기록⁷
 - 특히 소비세 인상(5%→8%, 2014.4월) 이후 개인 소비 위축이 심화
- 양적·질적완화 도입('13.4월)에도 불구하고 목표 물가수준(2%) 달성에 실패했으며 고령화에 따른 소비 정체 지속 및 기업 투자 개선도 더디게 진행
 - 일본 국채 수익률(10년)이 마이너스 수준까지 하락하는 등 향후 성장률 정체 내지는 디플레이션 압력이 심화될 수 있음을 시사
 - 실제로 일본 중앙은행은 16.3월 소비자물가 상승률 전망치를 하향 조정 (1.4%→0.8%) 했으며 목표 물가수준 달성 예상 시점을 2017년으로 연기⁸

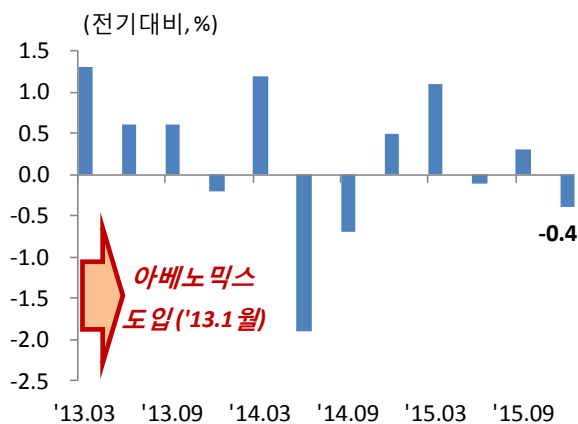
⁷ 소비세 인상(5%→8%, '14.4월) 이후 7분기 중 4분기가 (-) 성장. 일본은 '15.4Q 성장률이 전기비 -0.4%(연율 -1.1%)를 기록, 2분기 만에 (-) 성장률로 전환. 민간소비의 성장기여도는 -0.5%p를 기록, 소비 위축이 지속되고 있음을 시사

⁸ 주요 글로벌 투자은행들은 2016년도 일본의 성장률 (1.0%('16.1월)→0.7%('16.3월)), 물가상승률 (0.8%('16.1월)→0.4%('16.3월)) 전망치를 하향 수정

○ 마이너스 금리 도입으로 디플레이션 압력 축소, 소비·투자 증가 및 일본 기업의 수출 경쟁력 제고 등 경기 활성화 도모

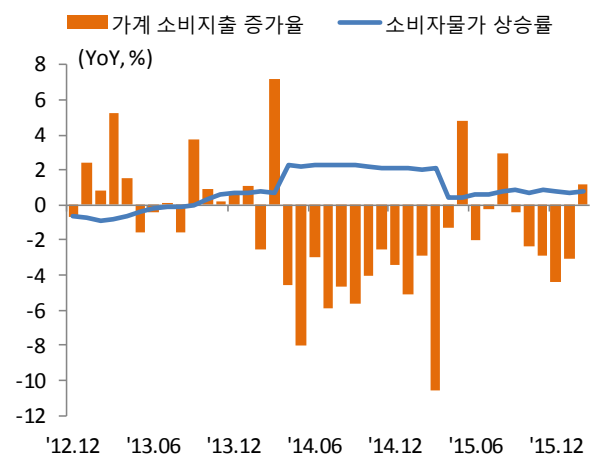
- '16년 초 불거진 국제금융시장의 불안 속에서 기업의 자신감 상실 및 민간의 디플레이션 기대심리를 차단할 필요성 부각
- 전반적인 시중 금리 하락을 유도해 기대인플레이션을 상승시켜 소비 및 투자를 확대, 경기를 진작시키기 위함
 - 신용창출과 함께 위험자산 선호를 강화, 부의 효과에 따른 소비 증가 도모
- '17.4월 예정된 소비세 인상(8%→10%)에 따른 소비감소 등 경기둔화 가능성에 대한 사전적 대응이란 측면도 존재
 - 높은 정부부채비율('15년 GDP의 245.9%)로 내수확대를 위한 적극적 재정운용에 한계, 더욱 강화된 통화완화 정책으로 경기진작을 추구
- 마이너스 금리 도입을 통해 엔화 가치 평가절하를 유도, 일본 수출 기업의 가격 경쟁력을 제고, 수출 확대로 경기부양 및 성장률 개선을 도모

<일본 경제성장률 추이>



자료: 국제금융센터

<일본 소비 및 물가 추이>



자료: Bloomberg, 국제금융센터

3. 마이너스 금리 정책의 성과

□ 마이너스 금리 도입 이후 EU 역내 실물·금융부문에 일부 효과⁹

○ 덴마크, 스웨덴의 경우 거시경제 및 금융산업에 대체적으로 긍정적 효과

- 非유로존 국가의 경우 통화가치 절상 압력 차단, 인플레이션 유발 및 내수경기 부양 효과 등 대체적으로 성과
 - 덴마크 크로네(DKK)와 스웨덴 크로나(SEK)는 마이너스 금리 재시행 이후 유로화 대비 각각 0.11%, 3.5% 평가 절하
 - 덴마크, 스웨덴의 소비자물가 상승률은 (+)로 전환, 소매판매 증가율 및 경제성장률도 개선¹⁰
- 덴마크와 스웨덴의 경우 은행 예금 및 대출 증가세가 확대되는 등 금융산업 활성화에 기여¹¹

○ 유로존 거시경제 활성화 및 금융산업 안정화에 일부 기여한 것으로 판단

- 유로화 환율 방어, 디플레이션 압력 축소 및 경기진작 효과 有
 - 유로존의 경우 마이너스 금리 도입('14.6월) 이후 유로화 가치는 달러 대비 19.9% (실효환율 기준 10.3%) 평가 절하
 - 유로존의 물가상승률, 소매판매 증가율 및 경제성장률도 단기적으로 개선¹²
- 마이너스 금리 도입 후 유로존 은행의 예금증가율은 소폭 감소(3.64%→3.33%)했으나 민간대출 증가율은 큰 폭으로 확대(-0.91%('14.6월)→2.09%('16.2월))
- ECB의 예치금리에 대한 마이너스 폭 확대 및 TLTRO II 등의 조치('16.3월)로 '16년 초 제기 되었던 유럽 은행발 금융위기 가능성이 크게 완화

⁹ 『유럽 강소국 및 유로지역 마이너스 금리 이후 경제상황 비교』, 국제금융센터 2016.3.4

¹⁰ 소비자물가 상승률('15.1월→'16.1월) : 덴마크(-0.1%→0.6%), 스웨덴(0.8%→1.2%)

소매판매 증가율('12.7월→'16.2월) : 덴마크(-3.12%→1.9%)

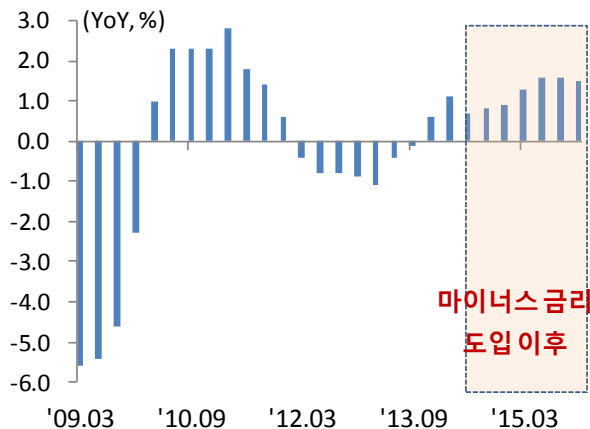
경제성장률 : 덴마크(1.4%('12.3Q)→1.57%('15.4Q)), 스웨덴(2.3%('14.3Q)→4.5%('15.4Q))

¹¹ 마이너스 금리 도입 이후 예금 증가율 : 덴마크(1.04%→3.57%), 스웨덴(6.43%→8.57%)

대출 증가율 : 덴마크(-0.8%→0.93%), 스웨덴(3.41%→5.47%)

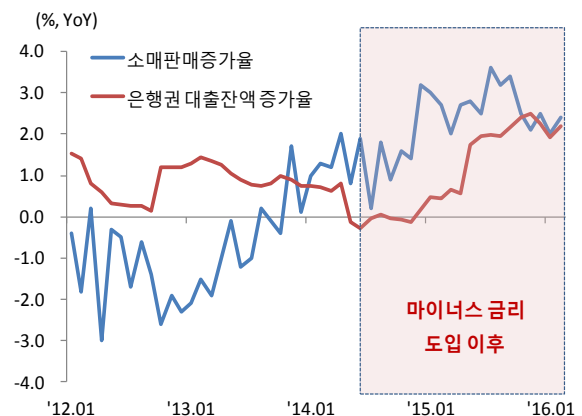
¹² 유로존 물가상승률 -0.1%('14.6월)→0.4%('15.1월), 소매판매 증가율 1.9%('14.6월)→3.0%('15.1월), 경제성장률 0.7%('14.2Q)→1.5%('15.4Q)

〈유로존 경제성장률 추이〉



자료: 국제금융센터

〈유로존 소비 및 은행대출 추이〉



자료: Bloomberg

4. 마이너스 금리 정책의 부작용

□ 대차대조표 불황¹³으로 인한 총수요 부진 장기화 과정에서 마이너스 금리 도입의 신용창출 효과 및 실물경기 부양 효과는 제한적

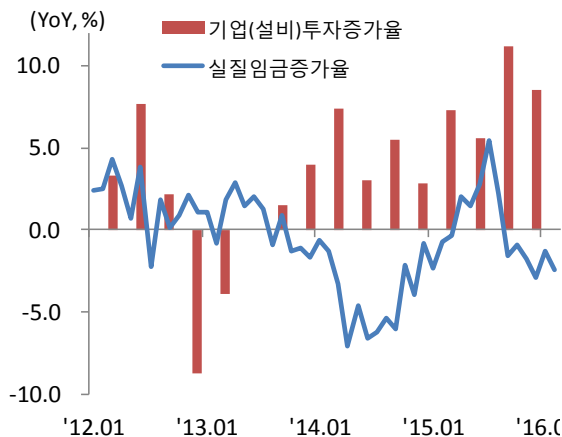
- 글로벌 금융위기 이후 가계와 기업의 디레버리징에 따른 소비·투자 정체로 수요 부진이 장기화하는 과정에서 금리인하의 소비·투자 진작 효과는 미미
 - 글로벌 금융위기 이후 미국, 일본 등 주요국의 실질임금은 사실상 정체 상태로 양적완화 정책의 소비진작 효과는 미약한 수준에 불과
 - 미국, 일본의 실질임금 증가율은 각각 -0.3%('16.3월), -2.4%('16.2월) 수준¹⁴으로 대규모 양적완화 정책에도 불구하고 전년대비 소폭 감소

¹³ 대차대조표 불황이란 과도하게 빚을 진 가계와 기업들이 빚을 갚기 위해 소비와 투자규모를 축소시키는 과정에서 나타나는 경기침체를 의미. 경제가 대차대조표 불황에 빠질 경우, 중앙은행의 금리인하를 통해 실물경제를 활성화시키기 힘들다는 이론으로 리처드 쿠 노무라 경제연구소 수석 이코노미스트가 창안

¹⁴ 일본의 경우 아베노믹스 이후 대기업 실적 개선에도 불구하고 개인의 실질임금은 4년째 하락세로 '15년 실질임금은 전년대비 0.9% 감소했으며 실질소비수준도 동일본 대지진(95.4) 때 수준보다 악화된 것으로 나타남. 아베노믹스의 경기부양 경로는 "엔저→수출확대 및 수출기업 실적 개선→근로자 임금상승→소비와 투자 개선→경기회복"으로 실질임금 상승이 뒷받침되지 않을 경우 경기 부양 효과는 약화가 불가피

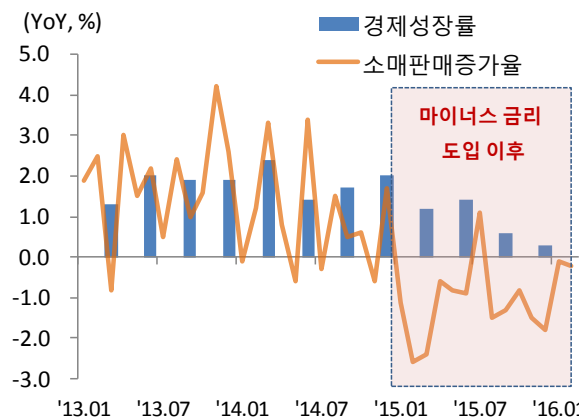
- 일본의 경우 아베노믹스 추진 이후('13.1월~) 기업투자 증가율은 소폭 개선되었으나 근로자들의 실질임금은 26개월이나 감소한 것으로 나타남
- 여기에 가계와 기업의 부채축소가 지속되는 등 총수요 확대가 더딘 상황에서 마이너스 금리 도입을 통한 소비·투자 촉진 효과는 제한적일 가능성 높
- 특히 인구 고령화 문제가 심각한 일본의 경우 노령계층의 주소득원인 이자 수익의 감소로 소비가 급감, 마이너스 금리 도입의 목적이 크게 훼손될 우려
- 스위스의 경우 마이너스 금리 도입('14.12월) 이후 소매판매 증가율이 큰 폭으로 하락했으며 성장률도 둔화¹⁵

<일본 실질임금 및 기업 설비투자 추이>



자료: Bloomberg

<스위스 소매판매 및 성장률 추이>



자료: Bloomberg

○ 대차대조표 불황 속에서 마이너스 금리 도입을 통한 은행 자금중개기능 제고 및 신용창출 효과는 제한적

- 가계와 기업의 부채축소가 지속되는 과정에서 중앙은행의 마이너스 금리 도입으로 시중금리가 초저금리를 지속할 경우 은행의 자금중개기능도 약화
- 초저금리로 실질금리가 마이너스 수준에 이를 경우 현금 선호가 증가, 저축이 하락하고 투자도 하락하는 등 마이너스 금리의 실물경기 부양효과는 미약
- 한편, 마이너스 금리가 보편화될 경우 개인과 기업에 대한 예대금리가 마이너스 수준으로 하락하는 등 극단적 상황 발생 시 뱅크런 사태도 우려

¹⁵ 스위스 소매판매 증가율 추이: 1.7%('14.12월)→-2.6%('15.2월)→-1.8%('15.12월)→-0.2%('16.2월)
스위스 경제성장률 추이: 2.0%('14.4Q)→1.4%('15.2Q)→0.3%('15.4Q)

- 이미 일본을 중심으로 전세계적으로 개인 금고 판매량이 증가하고 고액권 수요가 급증¹⁶하는 등 ‘매트리스 경제’¹⁷에 대한 우려감 증가로 현금 고액권을 없애자는 주장도 제기¹⁸

□ 마이너스 금리 도입의 여파로 자산시장 버블화, 단기금융시장 불안 및 채권시장 왜곡 등 금융시장 건전성 악화 위험 증가

○ 위험자산에 대한 투자 증가와 부동산 가격 상승 등 자산시장에 버블 발생

- 마이너스 기준금리의 여파로 전반적인 시중금리가 하락할 경우 고수익·고위험 투자 증가로 금융시장 건전성이 악화될 가능성
- 주요국 주식 시장, 부동산 시장에서 버블화가 진행될 경우 자산가격과 실물경제 간 괴리가 확대, 향후 또 다른 금융위기의 단초가 될 가능성 有
- 일본의 경우 해외 부동산 및 물류시설 등과 연계된 부동산 펀드 설립이 크게 증가¹⁹
- 덴마크의 경우 코펜하겐의 부동산 가격이 최근 3년 간 65~70% 급등²⁰

○ 펀드런 가능성에 따른 단기금융시장 불안과 금리 추가 하락 기대로 주요국 채권시장으로 자금이 집중되는 등 글로벌 채권시장이 왜곡

- 마이너스 금리 영향에 따른 단기펀드 수익률 급락으로 펀드런 발생 시 단기 금융시장이 크게 위축되고 변동성이 심화되는 등 단기금융시장 불안이 우려
- 단기 기대 수익률이 하락함에 따라 대체 투자처로 자금이 급속히 이동하는 등 최근 글로벌 MMF 규모가 큰 폭으로 감소세²¹

¹⁶ 스위스의 경우 '15.12월 고액권(1000 스위스프랑 = 1003 USD) 유통량이 전년 동기대비 12% 급증, 마이너스 금리 도입 직전('14.11월) 대비 17% 증가. 일본 정부는 올 회계연도('16.4월~'17.3월) 1만 엔권 지폐 발행을 전년 대비 17% 늘릴 예정. '16.2월 일본 현금 총유통량은 전년 동월비 6.7% 증가했는데 1만엔권이 6.9% 증가한 반면 1천엔권은 1.9% 감소, 노년층 중심의 장류예금 확산을 시사 (매일경제 2016.4.5)

¹⁷ 마이너스 금리의 여파로 개인의 예금 인출이 대규모로 발생하여 침대 밑에 현금을 숨겨두는 등 현금 선호가 강화되는 현상을 의미

¹⁸ 마이너스 금리를 도입한 덴마크, 스웨덴 등의 경우 무현금 거래가 일상화. 특히 스웨덴의 경우 전체 소비 중 현금결제 비중이 20% 수준으로 전세계 평균(75%)을 크게 하회

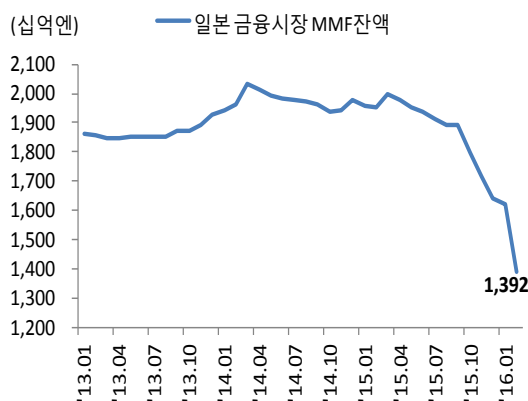
¹⁹ 매일경제신문, 2016.3.13

²⁰ 조선비즈, Weekly BIZ, 2016.3.5

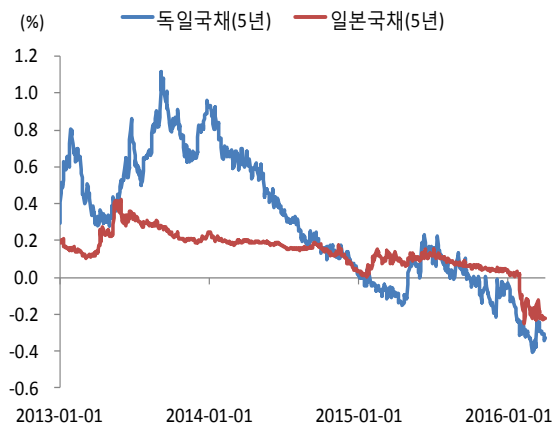
²¹ 일본 자산운용사 중 11개사가 MMF 판매를 중단. 마이너스 금리 도입 이후 MMF 수익률이 0.02%('16.2월)까지 하락했으며 운용 지속 시 원금손실 우려가 판매 중단의 주요인. (Bloomberg, 2016.3.13)

- 반면, 초저금리에도 불구하고 향후 추가 금리하락(채권가격 상승)에 대한 기대와 금융 불확실성 증대로 글로벌 안전자산인 美·獨·日 국채시장으로 투자 자금이 집중, 투자양극화로 국제금융시장이 왜곡될 우려
- 독일 국채(5년)금리와 일본 국채(5년)금리는 2016.4.8 현재 각각 -0.388%, -0.226% 수준임에도 불구하고 시중 자금이 집중되는 양상²²
- 기업 조달금리가 사상 최저 수준으로 유럽과 일본에서 회사채 발행이 급증²³

〈아베노믹스 이후 일본 MMF 잔액〉



〈주요국 국채금리〉



자료: Bloomberg

□ 은행 수익성 악화에 따른 보수적 대출행태로 자금시장의 신용경색 우려

○ 마이너스 금리 도입으로 은행 순이자마진이 축소, 은행 수익성이 전반적으로 악화될 우려²⁴

- 은행 이자수익의 감소²⁵에도 불구하고 예금 금리에 대한 마이너스 금리 도입이 어려움에 따라 은행의 순이자마진이 축소, 은행의 수익성이 전반적으로 악화
- 상대적으로 부실채권 비중이 높은 은행들이 속한 국가(스페인, 이탈리아 등)를 중심으로 유럽은행발 금융불안 재발 가능성 有

²² 일본 국채에 대한 한국내 투자도 증가 추세로 이자수익은 거의 제로이나 환헛지 이후 환차익이 한국 국채 투자 시 이익을 상회하기 때문

²³ 일본의 미쓰이스미토모파이낸셜&리스社는 6개월 단기어음(CP) 50억엔을 -0.001%로 발행('16.3.25), 사상 최초로 회사채 금리가 마이너스로 하락 (매일경제, 2016.3.26)

²⁴ 『마이너스 금리의 부작용에 대한 시장 견해 및 시사점』, 한국은행 2016.3.7

『유럽 강소국 및 유로지역 마이너스 금리 이후 경제상황 비교』, 국제금융센터 2016.3.4

²⁵ 중앙은행 지준예치금에 대한 마이너스 이자, 국채금리 하락으로 인한 은행 보유채권의 이자 수익 감소가 주 요인

- 유럽은행의 무수익여신 비율은 6.4%(’15.6월)로 여전히 높은 수준이며 남유럽 재정위기국(PIGS) 은행의 무수익여신 비율은 대부분 20%를 상회²⁶
- 마이너스 금리를 도입한 非유로존 및 유로존 은행들의 수익성이 英·美계 은행들 대비 저하된 것으로 나타남
 - 非유로존 및 유로존 은행 순이자마진(’15.1Q→’15.4Q, %) : UBS (1.1→1.0), Danske (1.2→1.1), SEB(1.0→0.9), Swedbank (1.4→1.3), Santander (3.1→3.0), Commerzbank (1.0→0.9), ABN (1.7→1.5), Intesa (1.5→1.2) 등
 - 英·美계 은행 순이자마진(’15.1Q→’15.4Q, %) : 영국 4대 은행 (1.96→2.13), 미국 18대 은행 (3.02→3.06)
- 일본 은행의 경우 마이너스 금리 도입의 여파로 예대마진이 축소, 非이자수익 규모가 작은 지방은행의 경영난 심화가 우려²⁷
 - 마이너스 금리 정책 결과 지방은행 이익 감소 폭(-15%)이 대형은행 이익 감소 폭(-8%)의 2배에 달할 전망 (S&P 추정)
 - 대형은행의 경우 벤처펀드 등 고위험·고수익 상품에 대한 투자를 늘리는 등 투자를 다양화하는 추세²⁸
- 마이너스 금리 도입에 따른 비용축소를 위한 은행 대출금리 상승 및 수익 악화로 인한 대출축소로 신용공급 감소 및 기업의 유동성 악화 우려²⁹
 - 은행 이자마진 축소에 따른 보수적 대출로 신용공급 축소가 우려되고 이자마진 감소 비용을 대출 가계 및 기업에 전가시키기 위해 대출금리를 인상할 가능성
 - 덴마크, 스위스의 경우 마이너스 금리 폭이 확대된 2015년 이후 모기지 금리가 상승
 - 예금금리가 제로로 근접 내지는 극단적인 경우 마이너스로 하락할 경우 예금 잔액이 크게 감소(예금이탈), 대출 감소가 불가피해지며 은행 의존도가 높은 유럽 기업들은 유동성 위기에 직면할 가능성 대두
 - 스위스의 경우 마이너스 금리 도입 이후 예금 잔액 감소(’15.12 전년동월 대비 2.64%↓) 및 대출 증가세 둔화(4.1%→1.8%) 등 신용창출이 축소

²⁶ 유로존 경기 부진 장기화, 국제유가 및 원자재 가격 하락, 중국 및 신흥국 경기 둔화 등으로 유럽 은행의 부실자산 규모가 향후 확대될 가능성도 대두

²⁷ 『주간 하나금융포커스』, 하나금융경영연구소 2016.3.14

²⁸ 2015년 기준 벤처펀드 투자금액은 전년대비 44% 급증, 1950억엔에 달함 (매일경제, 2016.03.29)

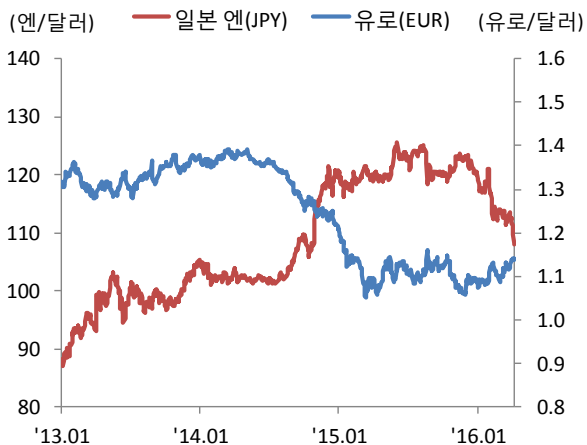
²⁹ 『유럽 강소국 및 유로지역 마이너스 금리 이후 경제상황 비교』, 국제금융센터 2016.3.4

□ 글로벌 안전자산 선호와 미국 금리인상 지연 등으로 환율 절하 압력이 약화되어 수출 확대를 통한 경기부양 효과도 크지 않을 가능성

○ 글로벌 금융시장 불안 지속에 따른 안전자산 선호와 경상수지 흑자 기조로 유로화 및 엔화는 오히려 강세 기조를 이어갈 가능성 높

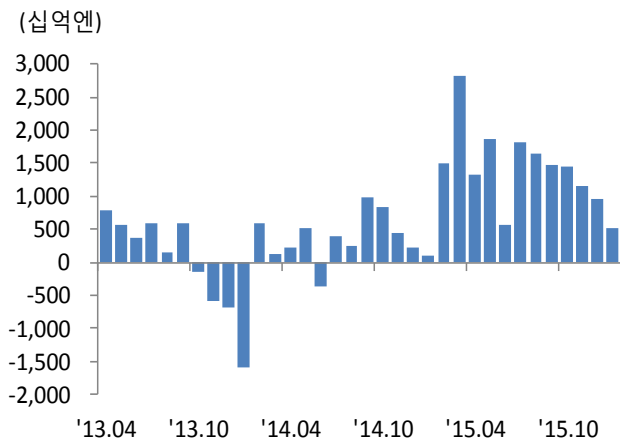
- 일본 중앙은행의 마이너스 금리 도입('16.1.29) 이후 엔화는 11.3%나 평가절상되는 등 엔화 가치 하락을 통한 수출 확대 계획에 차질 예상
 - 달러 대비 엔화 환율 추이: 121엔/달러('16.1.29)→108.07엔/달러('16.4.8)로 1년 6개월 만에 최고 수준을 기록
 - 일본의 경상수지는 '14.7월 이후 20개월 연속 흑자 행진하는 등 향후 마이너스 금리 도입을 통한 엔화 가치 하락이 제한적임을 시사³⁰
- ECB의 마이너스 금리 도입('14.6) 이후 유로화도 오히려 20.1%나 평가절상되는 등 환율 절하를 통한 경기부양 목표는 사실상 무산된 것으로 나타남
 - 달러 대비 유로화 환율 추이: 1.3692('14.6.30)→1.1399유로/달러 ('16.4.8)
 - 유로존 경상수지도 '14.2월 이후 24개월 연속 흑자를 기록하는 등 유로화 강세 압력으로 작용, 마이너스 금리 도입 및 강화에도 불구하고 향후 유로화 가치 하락은 제한적일 가능성 높³¹

<유로화 및 엔화 환율 추이>



자료: 국제금융센터

<일본 경상수지 추이>



자료: 국제금융센터

³⁰ 일본 무역수지의 경우 '12.7월~'15.2월까지 32개월 연속 적자를 기록. 이후 적자 규모가 감소, '16.2월 2,421.6억엔 흑자를 기록

³¹ 유로존의 무역수지는 '13.2월 이후 36개월 연속 흑자 행진 중

- ECB·일본과 미국간 통화정책 대분기(大分岐)³²가 환율전쟁 양상으로 번질 경우 신흥국 경기불안이 더해져 글로벌 금융시장의 불안정이 확대될 가능성 高
 - ECB와 日중앙은행의 마이너스 금리 도입 및 강화로 인한 유로화 및 엔화 약세 압력은 향후 미국의 추가 금리인상 시 달러 강세 압력을 확대시킬 가능성 高
 - 달러 강세가 가속화 될 경우 과다채무·경상적자 신흥국을 중심으로 자본 유출이 심화되는 등 글로벌 금융불안이 확대
 - 한편 미국 금리인상이 지연될 경우 마이너스 금리 도입에 따른 유로화 및 엔화 약세압력은 상당 부분 희석되는 등 수출경기 진작 효과가 크지 않을 가능성 有

□ 기대 이하의 환율절하 효과와 유동성 공급 지연으로 인플레이션 유발 효과가 미흡, 경기회복 심리도 악화될 가능성

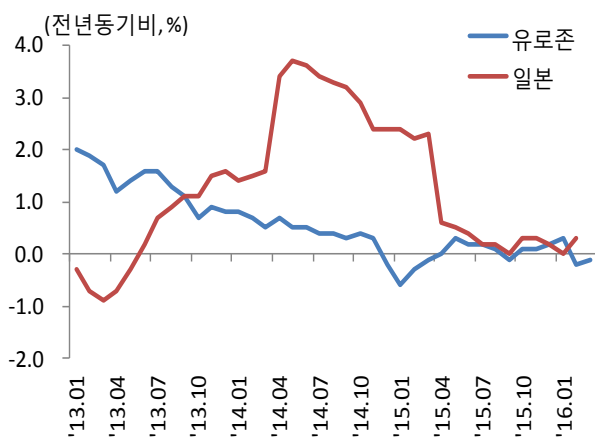
- 마이너스 금리 도입에도 불구하고, 환율 평가 절하와 유동성 공급을 통한 인플레이션 유발 시도가 실패할 가능성 高
 - 저유가를 비롯, 국제 원자재 가격이 여전히 低수준으로 환율절하(수입물가 상승)를 통한 인플레이션 유발에 한계
 - 글로벌 금융시장 불안에 따른 안전자산 선호로 유로화 및 엔화가 기대와 반대로 강세 전환할 가능성이 있으므로 오히려 물가하락 압력으로 작용
 - ECB의 마이너스 금리 도입('14.6월) 이후 유로존 물가상승률은 0.1%에 그쳤으며 (-) 증가율을 보인 경우도 7개월에 달함³³
 - 마이너스 금리 도입 이후 스위스의 물가상승률도 하락 폭이 -0.5% ('15.1월) → -1.3%('16.1월)로 오히려 확대
 - 여기에 현금 선호 현상의 강화로 은행권의 예금이탈이 증가, 유동성 공급을 통한 인플레이션 유도 및 경기부양이 제한적일 가능성 高
- 향후 경기침체에 대한 리스크와 정부 및 중앙은행의 정책 수단 고갈에 따른 불안감도 증폭, 경기회복 심리에 악영향

³² ECB와 일본 중앙은행이 마이너스 금리를 도입하는 등 강력한 통화완화 정책을 펴는 반면 미국 연방준비은행은 2015년 12월을 시작으로 기준금리를 인상하며 통화긴축 정책을 추진하는 등 ECB·일본과 미국 간 통화정책이 정반대 방향으로 추진되고 있음을 의미

³³ 일본의 경우 아베노믹스 도입 이후 엔저에 따른 수입물가 상승 등으로 소비자물가도 상승했으나 2014.6월 이후 엔저효과 감소 및 유가 등 국제원자재 가격 하락 등의 여파로 급락세로 전환

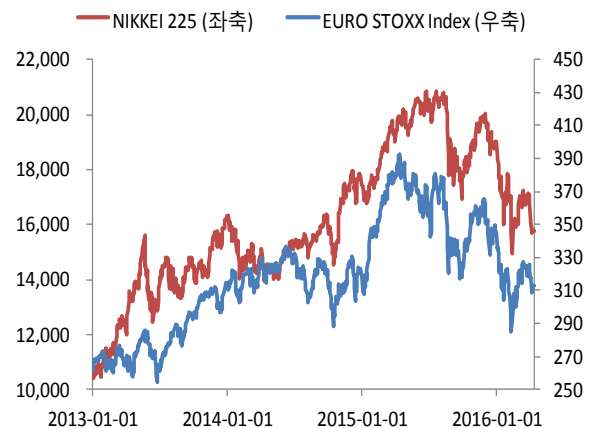
- 마이너스 금리 도입이 경기부양을 위한 특단의 대책이므로 시장에서는 향후 경기가 더욱 침체될 수도 있다는 부정적 인식이 확산될 우려
- '16.1Q 일본 기업경기예측 조사는 -3.2로 '15.1Q 이후 처음으로 (-) 기록
- 여기에 마이너스 금리 도입 및 강화에도 불구하고 향후 경기회복이 기대에 못 미칠 경우 정부와 통화당국의 추가적인 정책 수단이 적을 것이라는 우려 증폭
- 실제로 '16.3월 ECB의 마이너스 금리 강화 조치 발표 후 기자회견을 통해 “향후 추가 금리인하를 기대하지 않는다”는 드라기 총재 발언 이후 '16.4.11 까지 유로 Stoxx 지수가 1.88% 하락하는 등 시장의 반응은 오히려 냉담

〈유로존 및 일본 소비자물가 상승률〉



자료: Bloomberg

〈유로존 및 일본 주가 추이〉



자료: Bloomberg

5. 향후 전망

□ 단기 관점에서 마이너스 금리 도입에 따른 일부 효과로 마이너스 금리 도입이 확산될 수 있으나 중장기 관점에서 부작용이 가시화될 가능성

○ 단기적으로는 ECB와 일본은행의 마이너스 금리 도입 및 강화 조치의 영향으로 경상적자·저물가에 시달리는 저성장 국가를 중심으로 마이너스 금리 정책 도입이 확산될 가능성 高

- 향후 마이너스 금리 도입 가능성이 큰 국가群에는 대만, 캐나다, 노르웨이, 이스라엘, 영국, 체코 등이 포함³⁴

³⁴ 노르웨이 중앙은행은 기준금리 인하(0.75%→0.5%)와 함께 1년내 추가 금리인하 및 마이너스 금리 도입 가능성도 강하게 시사('16.3), 체코 중앙은행도 마이너스 금리 도입 가능성을 언급

- 대만은 중국 경기둔화의 충격파로 2분기 연속 (-)성장률을 기록, 캐나다도 '15년 상반기 (-)성장률을 기록하는 등 경기둔화세가 역력해 마이너스 금리 도입을 통한 경기부양 추진 가능성 점증³⁵
- OECD 평균 경제성장률의 지속 하락³⁶으로 전체 회원국 중 21개국의 중앙은행이 '16년 들어 기준금리를 인하
- 일본과 유로존 등 기존 마이너스 금리 도입국의 경우 마이너스 금리 강화 및 양적완화 확대 등의 추가적 조치를 취할 가능성 상존³⁷
- 단기적 마이너스 금리 도입 효과에도 불구하고 중기 관점에서 마이너스 금리 강화 조치에 따른 부작용이 가시화될 경우 글로벌 경기 둔화세가 장기화될 가능성
 - 중기 관점에서 은행의 자금 중개기능 약화에 따른 기업 유동성 감소, 소비위축, 수출개선세 약화, 주식·부동산 등 자산시장의 버블화, 은행의 수익성 악화, 정책 신뢰도 저하에 따른 불안심리 확산 등 부작용이 양산될 우려
 - 이미 부실한 유럽은행들의 부실이 더욱 확대될 수 있으며 일본 은행들의 수익성 악화도 가속화될 가능성 고조
 - 여기에 주요국 통화정책 대분기(大分岐)로 엔화, 유로화 등의 환율 변동성이 증가, 신흥국 경기둔화와 맞물릴 경우 국제금융불안이 고조될 가능성
 - 글로벌 경기 둔화세가 예상보다 장기화될 가능성도 배제할 수 없다고 판단됨

□ 중기 관점에서 마이너스 금리 도입의 효과는 미약할 것으로 전망됨에 따라 통화완화 대신 확대 재정정책을 추진할 가능성이 있음

- 중기 관점에서 마이너스 금리 등 통화완화 정책의 효과는 크지 않을 것으로 보이며, 향후 주요국 정부는 확대 재정정책을 통한 경기부양 조치에 나설 가능성 有
 - 대차대조표 불황에 따른 부채축소와 소비위축, 환율변동성 증가, 저유가 기조, 중국 및 일부 신흥국 경기둔화 등으로 마이너스 금리 도입을 통한 인플레이션 유발과 수출 증가 및 성장 제고 효과가 모두 기대 수준을 하회할 전망

³⁵ 대만 경제성장률 추이: 4.04%('15.1Q)→0.57%('15.2Q)→-0.80%('15.3Q)→-0.52%('15.4Q)

캐나다 경제성장률 추이: -0.85%('15.1Q)→-0.40%('15.2Q)→2.44%('15.3Q)→0.78%('15.4Q)

³⁶ OECD 평균 성장률 추이 : 0.6%('15.2Q)→0.5%('15.3Q)→0.2%('15.4Q)

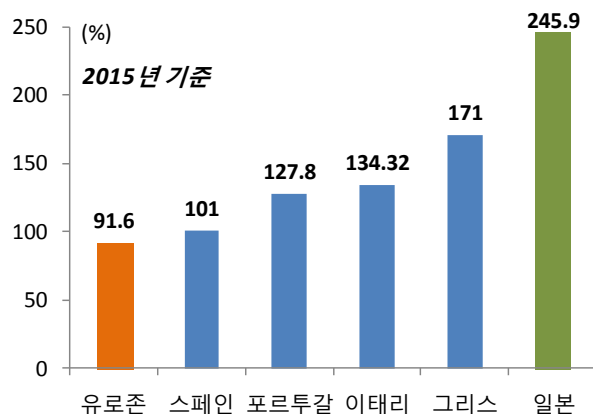
³⁷ 일본은행의 구로다 총재는 이론적으로 -0.5%까지 금리 인하가 가능하다고 필요하다면 주저 없이 모든 가능한 조치를 동원, 추가 완화를 단행할 것이라고 강조 (서울경제신문, 2016.3.17)

- 이에 따라 주요국 정부는 장기금리가 사상 최저 수준임을 활용, 확대 재정정책을 통한 경기부양을 시도할 가능성 상존³⁸
 - 일본의 경우 2017.4월 예정된 소비세 인상(8%→10%) 시기를 늦출 가능성 高³⁹

○ 반면, 확대 재정정책 추진 시 정부부채 증가로 인해 과다채무국 중심으로 재정위기 우려가 증폭될 가능성도 상존

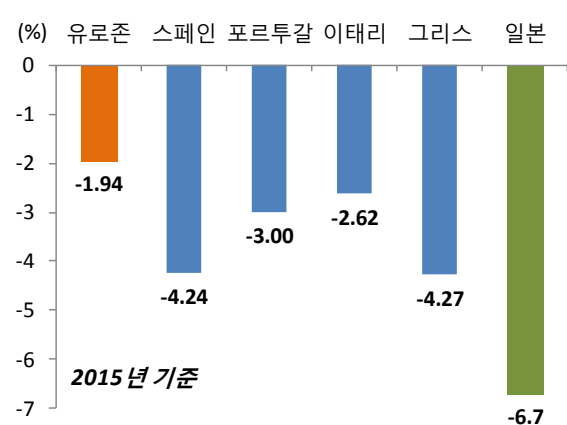
- 부채 증가를 통한 경기부양은 대차대조표 불황기에 효과가 미미할 뿐 아니라 경제구조 개선을 지연시켜 잠재성장률 제고에 역행하는 결과를 초래할 수 있음
- 반면, 일본 및 남부 유럽국가 등 주요국 국가부채비율이 이미 높은 수준으로 재정 확대를 추진하기에 부담스런 상황이며, 확대 재정정책 강행 시 국가 신용등급도 하락하는 등 재정위기 가능성 부각 예상
 - 일본의 경우 GDP 대비 정부부채 비율이 245.9%('15년)로 매우 높아 공격적인 확대 재정정책 추진에 나서기엔 부담스런 상황
 - 반면, 유로존의 경우 '16년 정부부채 비율과 재정적자비율은 전년 대비 각각 1.1%p, 0.2%p 개선될 것으로 예상(ECB 전망)되나 남부 유럽국가의 과다채무 상황은 '16년에도 지속될 전망⁴⁰

〈일본 및 남유럽국가 GDP比 정부부채 비율〉



자료: Bloomberg

〈일본 및 남유럽국가 GDP比 재정적자 비율〉



자료: Bloomberg

³⁸ 일본 정부는 프리미엄 상품권과 보육용 바우처 배포 및 공공사업 조기집행 등 5조~10조엔 규모의 재정지출 추진 중 (서울경제신문 2016.3.28)

³⁹ 소비세율 추가 인상에 따른 경기둔화 예상으로 기대인플레이션이 하락, 디플레이션 압력이 가중될 수 있기 때문. 일본은행은 소비세 인상이 강행될 경우 2017년 경제성장률이 2016년(1.5%) 대비 크게 하락한 0.3% 수준이 될 것으로 전망

⁴⁰ 2016년 그리스 정부부채 비율은 전년대비 증가(194.8%→199.7%)하며 사상 최고치를 경신하는 등 재정 악화가 지속될 전망

6. 한국경제 및 국내기업 관련 시사점

□ 한국경제의 경우 통화완화 정책의 한계점을 인식, 구조개혁에 집중하고 국내 기업들은 주요국 마이너스 금리 도입의 부작용에 사전 대비할 필요

○ 한국의 경우 통화완화 정책에 신중해야 하며 미시적 경제구조 개혁을 통한 경기 활성화에 집중할 필요

- 글로벌 금융위기 이후 진행된 주요국의 양적완화 정책의 결과, 통화완화 정책을 통한 실물경기 활성화에는 한계가 있음이 판명
- 마이너스 금리 도입 이후 일부 성과에도 불구하고, 마이너스 금리 확대 시 중장기 관점에서 각종 부작용이 예상됨에 따라 일각에서 제기되는 한국은행의 기준금리 인하에 신중을 기할 필요
 - 지금도 충분히 저금리 상황임에도 불구하고 소비·투자 활성화가 제한적이며 저물가 기조도 계속되고 있으므로 통화정책을 통한 내수경기 부양에 한계⁴¹
 - 가계부채가 매우 높은 수준에도 불구하고 통화완화 정책으로 억지로 소비를 조장, 부채에 기반한 성장을 추구하는 정책은 건전하지 않고 지속성도 결여
- 오히려 미래산업 육성, 각종 규제 완화, 교육 혁신 등 경제구조 개선을 통한 경기활성화에 초점을 둘 필요
 - 新산업에 대한 기업 투자 증가 및 창업을 통한 일자리 창출로 저성장 국면을 돌파해 나갈 필요

○ 주요국 마이너스 금리 도입에 따른 국내 기업들의 수출경쟁력 훼손은 예상보다 크지 않을 것으로 전망되나 중장기 관점에서 각국의 마이너스 금리 도입에 따른 부작용에 대비할 필요

- 마이너스 금리 도입을 통한 엔화 가치 평가절하 압력이 예상보다 약할 경우 국내 기업들의 수출 경쟁력 위축도 크지 않을 것으로 판단

⁴¹ 한국의 경우 저금리가 지속됨에 따라 가계와 비영리단체 순저축률은 2012년 이후 지속 증가, 7.7%(15년)로 74.6조원에 달하는 등 노후불안에 따른 소비 위축을 시사

- 오히려 글로벌 금융불안 심화에 따른 안전자산 선호로 엔화가 강세 기조로 갈 경우를 대비, 보다 공격적인 마케팅 활동을 통해 수출 물량 확보에 만전
- 단기적으로 마이너스 금리 도입 국가가 늘어날 경우 나타날 부작용에 대비, 예상되는 부작용과 파급 경로에 대한 철저한 모니터링이 필요
- 중장기 관점에서 환율변화 및 지역별 경기변동과 관련한 예상 시나리오를 수립, 시나리오별 대응 가이드라인을 수립하는 등 사전적 대응방안을 마련할 필요

이 자료에 나타난 내용은 포스코경영연구원의 공식 견해와는 다를 수 있습니다.

[참고자료]

[보고서/논문]

국제금융센터, “유럽 강소국 및 유로지역 마이너스 금리 이후 경제상황 비교”, 2016.3.4

하나금융경영연구소, “주간 하나금융포커스”, 2016.3.14

한국은행, “2016년 유로지역 경제 전망 및 주요 이슈 점검”, 2016.1.15

한국은행, “마이너스 금리의 부작용에 대한 시장 견해 및 시사점”, 2016.3.7

[홈페이지]

Bank of Japan www.boj.or.jp/en

Bloomberg www.bloomberg.com

European Central Bank www.ecb.europa.eu

IMF www.imf.org

OECD www.oecd.org

국제금융센터 www.kcif.or.kr

한국은행 www.bok.or.kr

[언론]

조선일보 Weekly Biz, 2016년 3월 5일자

매일경제신문, 2016년 3월 13일자, 2016년 3월 26일자, 2016년 3월 29일자

서울경제신문, 2016년 3월 28일자