

마이너스 금리정책의 공죄 [下]

* 이 자료는 사쿠라가와 마사야(櫻川昌哉) 게이오기주쿠(慶応義塾)대학 교수가 일본경제신문: 마이너스 금리의 공죄 : 오히려 디플레이션 회귀의 우려, 금융시장기능 저하도(2016.2.9)에 기고한 내용을 요약, 정리한 것임

- 일본은 명목이자율 제로의 비용을 경시
- 명목이자율 제로는 실물자산보다 화폐에 대한 선호를 증대시켜
- 기대에 의존하는 정책을 장기적으로 계속하는 것은 피해야

- 미국 FRB는 작년 말 7년간 시행했던 제로금리를 해제하고 금리인상을 실시한 이후, 플러스 금리를 견지하고 있는 한편, 일본은행은 물가목표 2% 달성이 어려워지고 있는 가운데, 1월 29일 마이너스 금리정책을 도입
- 유럽중앙은행은 이미 마이너스 금리를 실시하고 있어, 3월에 보다 적극적인 금융완화자세를 유지

□ 명목금리 제로의 상반된 2가지 효과

- 원래 명목이자율을 제로로 하는 경우 경기에 상반된 2가지 효과를 초래
- 우선 명목이자율을 인하하면 채권에서 자본 등 실물자산으로의 전환이 발생하고, 이것이 소비와 투자를 활성화하여 경기를 자극
- 한편 명목이자율을 제로로 하게 되면, 화폐를 보유하는 기회비용이 제로로 되기 때문에 화폐를 자산으로 보유하기가 쉬워짐
- 자본이나 채권에서 화폐로의 역자산 전환이 이루어져 경제가 불황에 빠짐
- 전자의 효과는 비교적 단기에 관찰되나 후자의 영향은 시간을 두고 발생하기 때문에 제로금리의 효과는 관찰되기 어려움

□ 명목금리의 이익/비용과 정책대응

- 명목금리 제로의 이익과 비용 중 어느 효과를 중시할 것인가에 정책당국의 대응도 달라짐
 - FRB는 금융위기 후 정책금리를 거의 제로로 고정하고, 3차례의 양적완화를 실시하면서 장기국채나 주택론담보증권(MBS)을 구입하는 등 시장에 유동성을 공급해왔음
 - 그러다가 경기회복 전망이 확실해진 2013년경부터 금리정상화를 위해, 제로금리로 부터의 출구전략을 모색하기 시작
 - 그동안 7년이나 정책금리를 거의 제로로 고정했음에도 불구하고, 디플레이션에 빠지지 않고 인플레이션율은 2% 가까이 유지, 성공적으로 출구까지 안착
- 미국인들 간에는 대공황과 1930년대 디플레이션의 트라우마가 있음
 - 또 디플레이션 불황에 빠진 일본경제의 경험을 금융정책의 실패사례로 자리매김하고 있어, 명목금리 제로를 계속하는 비용을 무겁게 보고 있음
 - FRB는 다소 국제적인 자본시장 동요가 있어도 두 번 다시 제로 금리로 되돌리지는 않겠다는 입장을 견지할 것으로 예상됨

□ 일본, 명목금리 제로비용을 경시

- 미국과는 대조적으로 명목금리 제로의 상태가 오래 지속된 탓인지, 제로의 비용을 경시하고 있는 것이 일본임
 - 일본은행은 디플레이션 탈출에 의한 경기회복을 지향하여 목표물가상승률을 2%로 정하고 장기국채 매입을 포함한 대규모 양적완화를 계속하고 있음
 - 이 정책은 미국을 참고로 하고 있는 것으로 보이고 있으나, 다음과 같은 차이가 있음
 - 일본은행은 물가목표 달성까지 양적완화를 계속한다고 시장에 약속하면서도 FRB와 달리 출구 로드맵이나 금리정상화에는 일체 언급하지 않는 전략을 취해왔음

- 출구를 명시하지 않음으로써 물가상승률의 상승을 확고히 하여 금리 전반의 하락에 의한 경제 활성화를 의도하고 있음
- 그러나 출구를 명시하지 않은 채 시간만이 경과하면 사람들은 금리 제로의 장기화를 예상하게 되는 문제가 부상됨

□ 명목이자율과 실질이자율의 관계

- 이상과 같은 점을 명목이자율과 실질이자율의 관계를 나타내는 피셔방정식으로 분석
 - 피셔방정식에는 명목이자율은 실질이자율에 기대물가상승률을 더한 값임
 - 실질이자율은 자연실업률에 가까운 실업률 하에서 재화시장의 수급을 일치시키는 자연이자율 근방에 있고, 또한 장기적으로는 경제성장률에 가까운 값이 되기 때문에 통상 플러스 값을 취함
 - 따라서 명목이자율 제로의 세계에서는 물가상승률이 마이너스인 즉 디플레이션이 발생
 - 일본은행이 금융시장조절의 조작 목표금리를 0.5%인하했던 1995년을 기점으로 하면, 명목 제로금리는 거의 20년간 계속
 - 이 기간 중 평균 GDP성장률이 0.9%, 물가상승률은 마이너스 1%임
 - 성장률을 실질이자율의 대리변수로 보면, 사후적으로 플러스의 실질이자율을 메꾸는 방향으로 디플레이션이 발생하고 있다고 생각됨
 - 중앙은행이 명목이자율을 장기에 걸쳐 제로로 고정하면, 인플레이션은커녕 디플레이션이 발생하게 됨
 - 명목이자율이 플러스인 세계에서는 명목이자율을 인하하면 채권에서 실물자산으로의 전환이 발생하여 경제는 활성화됨
 - 그러나 이러한 논리가 명목이자율이 제로인 세계에서는 단순히 확장될 수 없음
 - 명목이자율 제로를 분기점으로 하여, 자산선택의 메뉴에 채권과 실물자산 외에 화폐가 추가되기 때문임

- 다시 피셔방정식으로 생각하면 명목이자율 제로의 세계에서는 실물자산의 수익을 나타내는 실질이자율과 화폐의 수익률은 같게 됨
- 실질이자율이 1%면 물가상승률은 마이너스 1%가 되어 디플레이션에 의한 캐피털 게인(capital gain : 자본수익)을 나타내는 화폐의 수익률도 1%로 됨
- 이미 화폐와 실물자산의 보유 간 차이는 없어져 사람들은 화폐를 재화의 거래동기만이 아니고 자산으로도 보유하려 함
- 실물자산으로의 자산이동이 발생하기는커녕, 오히려 역으로 실물자산을 화폐로 보유하려고 하는 힘이 작용하게 되는데, 이것이 바로 유동성 함정임

□ 유동성함정과 명목이자율

- 미국의 경제학자 폴 크루그만 교수가 제안한 유동성 함정에서 탈출하기 위한 처방전은 물가상승을 높이기 위해 대규모 금융완화를 실시하고, 물가상승률이 높아진 단계에서 명목이자율을 인상하는 것임
- 이 이론에서는 명목금리 제로를 계속하는 단기와 제로를 해제하는 장기가 주의 깊게 구별되고 있는데, 사람들의 기대를 활용한 이 정책이 장기전은 아님
- 일본은행의 양적·질적 금융완화도 실시된 지 거의 3년이 경과되었는데, 물가목표 2%에 집착하여 금리정상화에 대한 타이밍이 늦어지면 목표물가상승률을 달성하기는커녕 다시 디플레이션으로 되돌아올 위험성이 있음
- 그러나, 일본은행이 이번에 의도한 것은 명목이자율 하락임
- 일본은행은 당좌예금에 마이너스 금리를 도입하기로 결정했는데, 전반적인 금리하락 기대 영향으로 주가 등의 자산 가격이 상승했으나 단기적인 현상에 그칠 가능성이 높음
- 핵심은 중장기적인 자금흐름에 대한 영향임

- 다시 피셔 방정식을 생각하면, 명목이자율이 마이너스로 되는 경우, 화폐의 수익률은 실질이자율을 상회해버려, 금융기관은 이제까지 준비예금으로 일본은행에 예치하고 있던 자금을 그대로 은행에 보관하는 것을 선택하는 것만으로 대출에 대한 영향은 경미할 것임
- 가장 우려되는 것은 마이너스 금리 영향으로 사람들이 양적완화의 장기화를 예상하는 것임
- 현재는 10년물 국채금리가 0.1%를 밑돌고 있는데, 금리의 기대이론으로 해석하면, 사람들은 10년 후에도 단기 명목이자율이 거의 제로가 될 것으로 예상하고 있음
- 그렇다고 한다면 디플레이션으로 되돌아가는 셈임

□ 마이너스 금리의 영향과 중앙은행의 역할

- 마이너스 금리의 영향이 금융시장에 미치게 되면, 다음과 같은 사태가 발생
- 금리가 마이너스로 되면 사람들은 은행에 예금하지 않게 되기 때문에, 은행으로부터 자금이 유출, 대출이 오히려 축소하게 됨
- 즉 마이너스 금리는 금융 중개 기능을 열악하게 하여 은행의 신용창조를 축소시키기 때문에, 일국의 통화량공급(자금공급량)은 감소해버림
- 자금은 금융시장을 순환하지 않게 되어 사람들은 실물자산보다 화폐의 보장을 선택, 물가는 하락하고 디플레이션 불황은 심각해짐
- 따라서 중앙은행으로는 마이너스 금리정책의 효과를 예의주시하면서 현명한 판단을 해야 할 것임. 