**기묘한 이야기**

**-마이너스 금리-**

돈을 빌려주면 그 기간 이자를 받는다. 이때 적용되는 것이 바로 이자율, 즉 금리이다. 상식적으로 금리는 양수이다. 돈을 빌려줬는데 그 기간 이자를 받는 것은 당연하기 때문이다. 그런데 만약 금리가 마이너스가 된다면? 내 돈을 맡기는데 보관료를 내야 하는 상황이 발생한다. 말도 안 되는 상황처럼 보이지만 마이너스 금리는 다른 나라에서 실제 발생하고 있는 현상이다. ‘마이너스 금리가 우리나라와 무슨 관련이 있겠어?’라고 생각한다면 아래 기사를 보자.

|  |
| --- |
| 독일금리연계 DLS, 100% 손실구간 진입... 원금 전액손실 우려 현실화  독일 국채금리연계형 파생결합증권(DLS)의 원금 전액손실 우려가 현실화되고 있다. 약 1500억 원 이상이 판매된 상품으로, 지난 3월 마이너스 구간에 진입한 독일 국채금리가 DLS의 전액 원금손실 기준인 -0.7% 밑으로 떨어졌다.  16일 한국거래소에 따르면 독일 10년 채권 금리는 지난 15일(현지 시간)을 기준으로 -0.718%로 급락했다. 이달 1일만 해도 해당 금리는 -0.449%로 40%대 손실을 보고 일부 환매 수수료를 내더라도 원금의 일부를 회복할 수 있었으나 이마저도 불가피하게 됐다.  특히, 내달 만기가 도래한 투자자는 사실상 투자금 전액 손실이 확정적이다.  독일금리 연계 상품은 만기 4~6월물이 주력으로 판매된 것으로 알려졌다. 내달 1백억 원 대, 당장 10월과 11월 만기가 돌아오는 금액도 900억 원대에 달한다. 독일 금리 급락에도 반등을 기대하고 버티기를 하려해도 만기가 짧은 상품 투자자들은 원금을 회복할 때까지 버티기 어려울 것으로 보인다.  우리은행에서 1200억 원가량 판매된 DLS는 독일 국채 10년물 금리가 만기 시 -0.2% 이상이면 연 환산 4~5% 수익을 얻지만, 금리가 -0.2% 미만부터는 손실이 시작된다. -0.7%에 도달하면 원금 전액이 사라진다.  출처 : 글로벌금융신문(http://www.gfr.co.kr) |

위 기사는 최근 논란이 되는 DLS 상품에 관한 기사이다. 독일 장기 국채 금리가 마이너스 0.7% 밑으로 떨어지며 독일 10년물 금리와 연계한 DLS 상품에 투자한 사람들은 원금 회수조차 위협받는 심각한 상황이다.

DLS 사태의 원인으로 정보의 비대칭성, 은행의 안이함, 감독의 부실 등 여러 이유가 있겠지만 그보다 근본적인 이유는 마이너스 금리라는 비상식적인 일이고, 이러한 흐름 속에 나타난 혼란을 보여주는 사례 중 하나가 바로 DLS 사태이다.

이렇듯 우리는 0% 밑으로는 절대 떨어질 수 없다고 믿어왔던 이자율이 마이너스가 되는 상황에 직면하고 있으며, DLS 사태는 마이너스 금리가 우리와 무관한 일이 아니라는 것을 시사한다. 그렇다면 도대체 마이너스 금리는 무엇이며 왜 마이너스 금리라는 기묘한 현상이 일어나는 것일까?

**Ⅰ. 마이너스 금리란?**

많은 기사에 마이너스 금리라는 말이 등장하고 있다. 하지만 마이너스 금리가 정확히 무엇이고 어떻게 운영되는 것인지에 대한 정보는 정확히 명시되지 않아, 마이너스 금리에 대한 막연한 두려움만을 주고 있다. 따라서 본 글에서는 우선 마이너스 금리의 정의와 운영방식에 대해 다루고자 한다.

1. **정의**

‘마이너스 금리’는 중앙은행이 정책금리를 0%보다도 낮은 수준으로 유지하는 정책이다.[[1]](#footnote-1) 이 마이너스 금리의 정확한 의미를 알기 위해서는 우선 정책금리가 무엇인지 알아야 한다.

정책금리란 중앙은행이 특별히 관심을 가지고 관리하는 금리를 의미한다. 미국의 경우 ‘연방기금금리’, 일본의 경우 은행 간의 초단기 금리인 콜금리가 정책금리에 해당한다. 우리나라의 경우 2008년 2월까지‘콜금리’가 그 역할을 하였고 그 이후부터는 중앙은행이 은행들에 빌려줄 때 적용하는 금리인‘기준금리’가 정책금리의 역할을 하고 있다. 즉 정책금리는 시기에 따라서, 또 국가들의 상황에 따라서 다를 수 있는 것이다.

그렇다면 현재 마이너스 금리 정책을 펼치고 있는 나라들의 정책금리는 무엇일까? 여러 가지의 정책금리를 쓰는 나라도 있고, 나라마다 조금씩 정책의 방식도 다르지만 마이너스 금리 정책에서 주된 정책금리로 사용하는 것은 바로 중앙은행의 수신금리이다. 중앙은행의 수신금리란 은행이 자금을 중앙은행에 예치할 경우 적용하는 금리이다. 따라서 정책금리를 0%보다 낮은 수준으로 유지하는‘마이너스 금리 정책’을 시행한다는 것은 일반적으로 시중은행이 중앙은행에 돈을 맡기면 보관료를 떼어가는 정책을 의미한다고 볼 수 있다.

1. **운영방식**

마이너스 금리에서 의미하는 정책금리는 일반적으로 중앙은행의 수신금리를 의미한다. 하지만 나라에 따라서 중앙은행의 수신금리뿐만 아니라 기준금리까지 마이너스 금리 정책의 대상으로 삼는 나라들도 있고, 그렇지 않은 나라도 있다. 또한 수신금리를 마이너스로 한다고 해서 중앙은행들이 모든 시중은행의 중앙은행 예치금에 마이너스 금리를 적용하는 것은 아니다. 나라 별로 마이너스 금리를 적용하는 범위와 요건이 다르기 때문이다. 즉, 국가별로 마이너스 금리 정책의 운영방식과 강도는 상이하다.

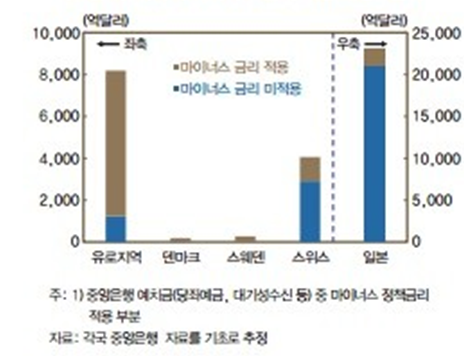
|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 중앙은행 | 대상 금리 | 마이너스금리 최초도입시기 | 현 수준(%) |
| ECB | 중앙은행 예치금리 | 2014.6월 | -0.5% |
| 기준금리 | 0% |
| 스웨덴 | 중앙은행 예치금리 | 2014.7월 | -1% |
| 기준금리 | -0.25% |
| 덴마크 | 중앙은행 예치금리 | 2012.7월 | -0.65% |
| 기준금리 | -0.75% |
| 스위스 | 중앙은행 예치금리 | 2014.12월 | -1.25~-0.25% |
| 기준금리 | -0.75% |
| 일본 | 중앙은행 예치금리 | 2016.2월 | -0.1% |
| 기준금리 | -0.1% |

<표1> <주요 마이너스 금리 채택 국가 현황>

위 표에 나타난 국가들이 현재 마이너스 금리를 채택하고 있는 주요 국가들이다. 5개 국가 모두 마이너스 금리 정책의 주요 정책금리인 중앙은행 수신금리는 마이너스로 정하였다. 다만 기준금리에 있어서 다른 모습을 보이는데 유럽 중앙은행(ECB)의 경우 수신금리는 마이너스이지만 기준금리는 0%로 유지하고 있다. 2016년 3월까지만 하더라도 이들 국가 중 스위스, 스웨덴만 기준금리를 마이너스 금리 정책의 대상에 포함했지만, 2019년 현재 일본과 덴마크도 마이너스 기준금리를 채택한 상황이다.

하지만 마이너스 금리가 시행된다고 하여 모든 지급준비금에 대해서 마이너스 금리를 적용하는 것은 아니다. 지급준비금 제도도 나라별로 다를 뿐만 아니라, 양적 완화 정책을 시행하는 나라의 경우 은행들의 초과 유동성, 즉 은행들이 중앙은행에 넣어둔 돈이 너무나 많아서 이들 모두에 마이너스 금리를 적용하는 것은 현실적으로 힘들기 때문이다.

우선 지급준비금 적립을 의무화하고 있는 ECB, 스위스 중앙은행 및 일본은행은 의무 지급준비금에 대해서는 마이너스 금리를 적용하지 않고 있다. 반면, 지급준비금 적립이 의무화되어 있지 않은 스웨덴 중앙은행은 금융기관이 중앙은행에 예치한 모든 자금에 대해 마이너스 금리를 부과하고 있다. 덴마크의 경우는 스웨덴과 마찬가지로 지급준비금 제도가 없지만, 금융기관별로 한도를 설정하고 이를 넘어선 금액에만 마이너스 금리 적용을 한다. [[2]](#footnote-2)



<표2> <각국의 마이너스 금리 적용 대상 금액>

지급준비제도 유무 등 나라별 경제 상황에 따라 마이너스 금리의 적용 범위 및 강도는 달랐고, 그 결과 위의 그래프에 나타나듯 나라 별로 마이너스 금리 적용 대상 금액 및 비율이 상이하다. 일본의 경우, 중앙은행 예치금이 나머지 네 지역을 모두 합한 것보다 훨씬 많은 2조 달러이지만 그중 적은 비율에만 마이너스 금리를 적용하고 있다. 그 이유는 일본의 지속적인 양적 완화 정책으로 은행을 포함한 금융기관들의 유동성이 매우 크게 늘어났지만 마땅한 투자처를 찾지 못해 그 유동성이 중앙은행에 그대로 머물러 있기 때문이다. 따라서 일본의 경우 엄청난 양의 초과 유동성에 모두 마이너스 금리를 적용하지는 못하고, ‘한계 자본’이라고 불리는 신규 초과 자금에 대해서만 마이너스 금리를 엄격하게 적용하고 있다.

**Ⅱ. 마이너스 금리 정책 채택 이유 및 그 영향**

1. **채택이유**
2. **양적 완화 정책의 보완책**

2008년 글로벌 금융위기 이후 유럽 중앙은행, 일본은행 등 주요국 중앙은행들은 장기 경기 침체와 디플레이션 우려에 대응해 양적 완화라는 비전통적인 통화정책을 시행하였다. 양적 완화 정책이란 정책금리가 제로 수준에 근접하여 더 금리 인하 효과가 없는 경우, 즉 유동성 함정에 빠졌을 때 중앙은행이 본원통화 증대를 통해 정책목표를 달성하려는 비전통적 통화정책 방식이다. 피셔 방정식을 이용해 이를 직관적으로 나타내면 다음과 같다.

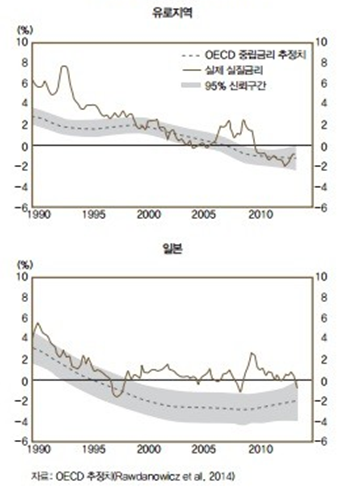
i=명목이자율, r=실질이자율, =물가상승률

경기 활성화를 위한 통화정책의 목표는 실질금리 r을 낮추어 투자를 늘리는 것이다. 따라서 일반적으로 경기활성화를 위해서 중앙은행은 정책금리 하락을 통해 명목이자율 i를 낮춘다. 하지만 만약 i가 0이라면 중앙은행은 많은 양의 돈을 풀고 물가상승률 증가를 유도하여 r을 낮추는 방법을 사용할 수도 있는데 이것이 바로 양적 완화 정책이다.

보통 양적 완화 정책은 중앙은행이 국채를 비롯해 위험 수준이 높은 채권들까지 구입하는 방식으로 이루어진다. 미국의 경우 자국 채권 시장의 규모가 크기 때문에 양적 완화 정책만으로 충분한 유동성 공급이 가능하지만, 일본이나 유로의 경우 자국 채권 시장의 규모가 미국에 비해 작기 때문에 채권매입을 통해 유동성을 공급하는 데 한계가 있다. 즉 의 증가로 r을 낮추는 데에는 한계가 있었다. 따라서 일본과 유로는 i를 마이너스로 만들어 실질이자율 r을 낮추려 하였고 그 정책이 바로 마이너스 금리 정책이다.

1. **중립 실질금리 하락**

중립 실질금리란 잠재성장률을 달성할 때 도달하는 실질금리를 의미한다. 쉽게 말해, 한 나라의 경제가 정상적인 경제 수준을 달성하는 데에 필요한 금리이다. 글로벌 금융위기의 여파, 유가 하락 등으로 인한 디플레이션 우려 등으로 인해 아래 그래프에서 나타나듯 중립 실질금리는 꾸준히 낮아졌다. 그 결과 정책금리를 통상적인 제로 하한보다 더 낮은 수준으로 인하함으로써 실질금리 하락을 도모할 필요성이 커지게 되었다.



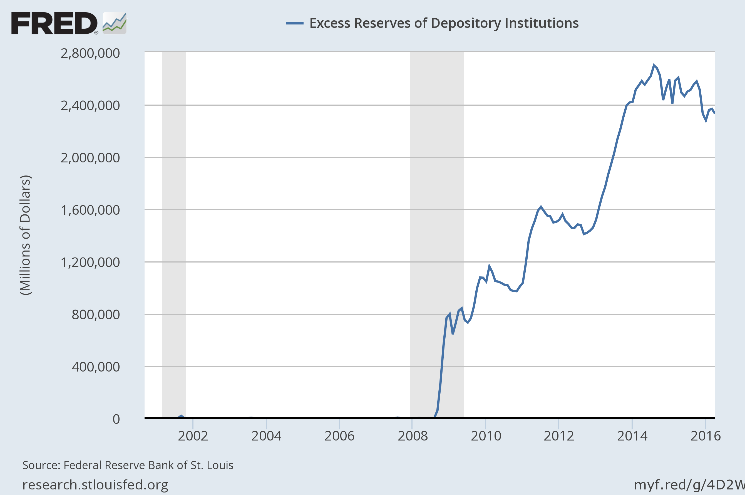
<표3> <유로 지역 및 일본의 중립 실질금리 변화>

1. **지나친 통화 지준율**

2008년 금융위기 이후 은행들의 지급준비율은 아래 그래프에서 확인할 수 있듯이 급격하게 상승하였다. 이는 그래프에 나와 있는 미국뿐만 아니라 일본, 유럽연합에도 해당한다. 그 이유는 금융위기 극복을 위한 양적 완화 정책과 지속적인 경기 침체에 있다. 주요국 중앙은행들은 글로벌 금융위기 극복을 위해 은행 및 금융기관들에 막대한 지급준비금을 풀었다. 하지만 지속적인 경기 침체 속 마땅한 투자처를 찾지 못한 금융기관들은 중앙은행에 돈을 예치할 뿐이었다. 따라서 중앙은행들은 수신금리에 마이너스 금리를 적용하여 금융기관들이 투자를 늘리게 하였고, 이것이 마이너스 금리 정책 채택의 배경이다,

다만 똑같이 양적 완화를 시행한 미국의 경우 마이너스 금리 정책을 시행하지 않고 있는데, 그 이유는 미국의 경우 양적 완화의 목표 자체가 일본과 같은 마이너스 금리 정책 시행 국가들의 목표와는 달랐기 때문이다. 미국의 경우 지급준비금을 늘려 은행의 재정 건전성을 복원하는 것이 목표였지 그 지급준비금이 시중에 풀리는 것이 양적 완화의 목표는 아니었다. 반면, 일본의 경우 지급준비금을 높인 만큼 은행들이 대출을 늘려 시중에 돈이 풀리는 것이 양적 완화의 목표였다.

따라서 미국의 경우 아래 그래프와 같이 지급준비금이 급격하게 늘어났음에도 불구하고 마이너스 금리 정책을 채택하고 있지 않다. 반면 일본의 경우, 초과 지급준비금이 시중에 풀리게끔 유도하기 위해 중앙은행의 수신금리를 마이너스로 채택하고 있다.



<표4> <미국의 초과 지준율>

1. **소규모 개방경제 국가들(유로 지역 주변국인 스웨덴, 덴마크, 스위스 등)의 환율방어**

기축 통화국인 일본과 유럽연합의 경우 마이너스 금리 정책 채택 이유는 양적 완화의 보완책, 중립 실질금리 하락 및 지급준비율 증가 등이었다. 반면 기축 통화국이 아닌 소규모 개방경제 국가들로 분류되는 스웨덴, 덴마크, 스위스 등의 유로 지역 주변국은 환율방어가 마이너스 금리 정책 채택의 주된 이유이다.

유럽 중앙은행이 마이너스 금리 정책을 시행하며 통화정책 완화를 확대하자 금리가 당시 유로보다는 높았던 주변국인 스웨덴, 덴마크 스위스에 과도한 자본이 유입되었다. 외환 공급이 늘어나자 통화가치가 절상(환율 하락)하였고 이는 수출 하락의 결과를 초래하였다. 이를 방어하기 위해 스웨덴, 스위스, 덴마크도 유로와 같이 마이너스 금리를 도입하였는데, 실제로 2014년 6월 ECB가 최초로 마이너스 금리 정책을 도입한 이래 같은 해 7월 스웨덴이, 9월 덴마크가, 12월 스위스가 연달아 채택하였다.

1. **마이너스 금리 정책의 영향**

지금까지 마이너스 금리 정책은 일반적으로 중앙은행의 수신금리가 마이너스가 되는 일이었으나 최근에는 기준금리까지 마이너스 금리 정책 대상에 포함하는 국가들이 늘어난 상황이다. 그렇다면 마이너스 금리 정책은 이 두 가지 금리에만 영향을 미치는 것인가?

그렇지 않다. 상식적으로 한 나라의 돈을 독점적으로 찍어내는 중앙은행과 관련한 금리가 변하는데 다른 금리들이 변하지 않을 수는 없다. 다만 그 파급 범위가 어느 정도인지, 파급경로에 얼마나 많은 시간이 소요되는지 문제일 뿐이다. 본 글에서는 현재 변화가 나타나고 있는 채권 금리와 예금과 대출 금리 두 가지에 대해 집중적으로 살펴보고자 한다.

1. **마이너스 채권 금리(수익률)**

마이너스 금리 정책 이후 채권 금리는 하락했고, 2019년 현재 마이너스 수익률로 거래되는 채권 잔액은 약 17조 달러이다. 중앙은행의 마이너스 금리 정책이 전 세계 국채 금리에 어떻게 영향을 미치는지, 어떻게 이렇게 많은 마이너스 수익률 채권이 등장할 수 있었는지 살펴보자.

채권이란 일정 기간(만기) 뒤에 일정 금액(액면가)을 주겠다는 증서이다. 일반적으로 사람들은 미래에 얻을 돈보다 현재의 돈을 더 가치 있게 여긴다. 따라서 채권을 발행한 사람은 현재에 돈을 얻는 대신 현재의 돈을 포기한 채권 구매자에게 만기가 도달하기 전까지 꼬박꼬박 이자를 지급해야 한다. 그리고 채권의 액면가와 만기까지 지급하는 이자를 현재가치화한 것이 채권의 가격이 된다. 이를 수식으로 표현하면 다음과 같다.

F=액면가, C=이자, T=만기 r=금리(수익률)

일반적으로 채권 수익률 r은 양수이다. 그런데 만약 여기서 r이 마이너스 값이 된다면 어떻

게 되는 것인가? 채권가격은 액면가와 이자를 다 합한 것보다도 크게 된다. 한 마디로 들고 있으면 들고 있을수록 손해이다.

마이너스 수익을 내는 채권을 사는 것이 바보 같은 짓처럼 보일 수 있다. 하지만 마이너스 금리 정책하에서는 합리적인 선택일 수 있다. 우선 중앙은행과 거래하는 시중은행을 포함한 금융기관들의 입장에서 중앙은행이 수신금리 또는 기준금리를 마이너스로 한다면 그들은 다른 곳에 돈을 투자해야 한다. 하지만 마땅한 투자처가 없다면, 그게 설령 마이너스 수익률을 준다고 하더라도 어쩔 수 없이 그들은 가장 안전한 자산 중 하나인 국채를 구입한다. 이렇게 국채 수요가 증가하고 채권 가격이 오른다면 결국 채권 금리는 중앙은행의 정책금리 수준인 마이너스로 하락한다.

또한 중앙은행과 직접 거래하지 않는 일반 기관이나 투자자라 할지라도 마이너스 채권을 구입하려는 유인이 있을 수 있다. 왜냐하면 현재처럼 세계 경기가 어려워 많은 나라가 금리를 경쟁적으로 내리는 상황에서는 추가적인 금리 인하를 기대할 수 있기 때문이다. 금리가 더 내린다면 위 식에서 확인할 수 있듯이 채권 가격은 더 오르므로, 투자자들은 만기가 되기 전에 판다는 가정하에 투자 이익을 남길 수 있다. 따라서 마이너스 채권 수요는 꾸준히 증가하게 되었고 전 세계 투자 적격 국채(투자등급 BBB 이상) 중 34%라는 큰 비중을 차지하게 되었다.[[3]](#footnote-3)

1. **예금, 대출 금리**

중앙은행의 통화신용정책은 기준금리 및 정책금리 변동 → 은행 간 금리(Interbank Rate) 변동→예금과 대출 금리 변동의 3단계를 따른다. 이 단계를 마이너스 금리 정책의 파급경로에 적용해보자.[[4]](#footnote-4)

우선 은행들은 중앙은행에 여유자금을 예치하면 비용이 들기 때문에 단기금융시장에서 운용하려는 유인이 높아지고 그 결과 은행 간 금리가 마이너스 수준으로 하락한다. 그 이후 은행들은 중앙은행에 지급준비금이 과도하게 쌓이지 않도록 예금 수령 규모를 축소하려 하여 예금 금리도 마이너스로 하락한다. 이후 은행들은 은행 간 금리와 예금 금리의 마이너스 전환에 따른 자금 조달 비용 하락을 대출 금리 인하로 반영한다. 은행 간의 경쟁은 대출 금리 또한 마이너스 수준으로 조정하고 그 결과 많은 대출 자금들이 실물경제로 유입된다.[[5]](#footnote-5)

이론적으로는 정책 금리가 마이너스가 되면 예금 금리와 대출 금리 모두가 하락하는 것이 자연스럽다. 하지만 나라들에 따라서 그 파급 정도가 다른데 그 이유는 예금 금리의 하방 경직성 정도가 나라마다 다르기 때문이다. 은행 간의 경쟁이 심한 환경에서 은행은 고객 유치를 위해 수익성 감소를 감수하더라도 예금 금리를 일정 수준 밑으로 내리지 못한다. 실제로 유로 지역의 경우, 개별 은행들이 시장점유율 상실 우려로 인해 예금 금리를 마이너스 수준으로 내리지는 못하고 있다.

반면 덴마크, 스위스 등 유로 주변국들의 경우 예금 금리를 마이너스로 책정하는 시중은행들이 등장하였다. 덴마크의 위스케 은행은 11월부터 750만 크로네(약 14억 원) 이상 예금계좌에 연 0.6%의 수수료를 적용하기로 했다고 발표했는데, 이는 20억 원을 예금하면 매년 1200만 원을 은행에 내야 하는 것을 의미한다. 스위스의 UBS 은행도 11월부터 200만 스위스프랑(약 25억 원)을 넘는 개인계좌에 대해 연 0.75%의 수수료를 부과하겠다고 밝혔다.[[6]](#footnote-6)

이 같은 차이는 은행들 사이 경쟁 정도가 다르기 때문에 나타나는 것으로 볼 수 있다. 유로에 있는 은행들의 수는 덴마크, 스위스보다 훨씬 많으므로 그만큼 경쟁이 치열하고 예금 금리의 하방 경직성이 더 심하다. 반면 덴마크 스위스의 경우 자국 화폐 체제에 있는 은행 시장의 규모가 상대적으로 작기 때문에 마이너스 금리를 도입할 여력이 존재한다.

**Ⅲ. 마이너스 금리 정책의 한계 및 한국에의 적용 가능성**

1. **마이너스 금리의 한계?**

지금까지 마이너스 금리 정책의 정의, 운영방식, 채택 이유와 금리들에 미치는 영향들에 대해 살펴보았다. 마이너스 금리는 경기 침체를 해소하기 위해 도입되었지만, 이전에는 사용하지 않던 비전통적인 통화정책인 만큼 부작용 및 한계가 존재한다. 대표적인 예로 은행 도산 위험, 민간의 예상 인플레이션 변동 폭 상승으로 의한 사회적 후생 감소가 있다.

1. **은행의 수익성 악화**

앞장에서 설명하였듯이 은행 간의 고객 유치 경쟁은 예금 금리의 하방 경직성이라는 결과를 낳을 수 있다. 이는 은행의 수익성 약화를 초래할 수 있는데 그 이유는 은행이라는 금융기관은 예금 금리와 대출 금리 차이를 이용해 수익을 내기 때문이다. 따라서 마이너스 금리 정책하에서 대출 금리는 낮게 유지하는 와중에 예금 금리를 고객 유치를 위해 상대적으로 높게 유지한다면 이는 은행의 수익성 약화로 이어질 수 있다. 또한 마땅한 투자처를 찾지 못해 마이너스 금리를 감당하면서 중앙은행에 돈을 예치해야 한다면 은행의 수익성은 더 악화될 수 있다.

예를 들어 일본의 경우, 마이너스 금리 정책을 도입하고 있지만, 여전히 19조 엔이라는 어마어마한 돈이 중앙은행에 예치되어 있다. 이로 인해 일본 은행들은 1년에 190억엔(약 2100억 원) 가량의 손실을 보고 있다. 또한 일본은행들은 예금금리를 대체로 연 0.001%에 고정하고 있는데, 대출 금리가 지속적으로 하락하며 예대 마진이 점차 줄어들고 있다. 이로 인해 일본 금융청 집계에 따르면 2016년부터 2018년 사이 연간 50개 안팎의 은행이 적자를 내고 있다.[[7]](#footnote-7)

이렇게 은행들의 수익성 악화는 도산을 초래할 수 있고 은행의 도산은 결과적으로 경기 부양에 악영향을 미칠 수 있다. 뿐만 아니라 만약 수익성이 과도하게 악화된다면 은행들은 오히려 대출 금리를 올리는 선택을 할 수 있다. 실제로 2012년 덴마크 중앙은행이 정책금리를 마이너스 영역으로 인하하자 덴마크 은행들이 수익성 보전을 위해 모기지 대출 금리를 인상한 예가 존재한다. 이는 마이너스 금리가 오히려 경기를 위축시킬 수도 있음을 시사한다.

1. **민간의 예상 인플레이션 변동 폭 증가**

마이너스 금리는 민간의 예상 인플레이션 변동 폭을 증가시켜 사회 효용을 저해할 수 있다. 이는 합리적 기대의 필립스 곡선을 가정한 민간과 중앙은행 사이 간단한 통화정책 게임을 통해 직관적으로 확인할 수 있다.

예상 인플레이션 e결정

실제 결정

민간의 보수

중앙은행의 보수

이때 사회적으로 가장 효율적인 상태는 민간부문이 합리적 기대를 한다는 가정하여 =e=0이다. 즉 민간의 예상 인플레이션과 통화당국의 실제 인플레이션이 일치할 때 사회적으로 최대 효용을 달성할 수 있는 것이다.[[8]](#footnote-8)

물론 현실에서 제로 인플레이션은 오히려 바람직하지 않을 뿐만 아니라 통화 당국은 예상 인플레이션을 완벽히 예측할 수 없다. 하지만 우리가 위 구조에서 주목해야 할 것은 예상 인플레이션과 통화 당국이 결정하는 실제 인플레이션은 그 차이가 작으면 작을수록 사회적으로 바람직하다는 것이다.

인플레이션과 금리는 매우 밀접한 관련을 가진다는 점에서 이 논리를 금리에 적용한다면 마이너스 금리는 사회적 효용을 저해할 수 있다. 마이너스 금리는 예상 금리의 변동성을 크게 하기 때문이다. 지금까지 상식적인 금리의 하한선은 0%였다. 하지만 마이너스 금리 정책으로 인해 하한선은 붕괴하였고 이는 예상 금리의 변동성을 증가시키는 결과를 초래하였다.

앞서 채권금리 부분에서 설명하였듯이 이미 마이너스 금리인 채권시장에서 사람들은 여전히 금리가 떨어질 것이라 예상했고 채권 가격은 올랐다. 이는 금리의 하한선이 0%가 아님을 의미할 뿐만 아니라 금리의 하한선을 명확히 정의 내릴 수 없음을 의미한다. 즉 마이너스 금리로 인해 예상 금리의 변동성이 커졌고 그만큼 사회는 최적의 효용 수준에서 멀어지고 있다.

**2. 대한민국에서 마이너스 금리 채택 가능성**

올해 대한민국의 성장률이 1%대로 추락할 가능성이 제기되면서 한국은행은 10월 16일, 석 달 만에 기준금리를 0.25%p 내린 1.25%로 결정하였다. 이는 역대 최저 수준으로 한국의 경기 부양의 필요성이 더 커지고 있음을 알 수 있다. 또한 디플레이션 우려까지 생기고 있는 상황에서 이주열 한국은행 총재는 기준금리 이외의 비전통적 정책수단을 적용할 수 있는가에 대해 연구하고 있다고 말해 어떤 정책을 추진할 것인지에 대한 관심이 쏠리고 있다. 그렇다면 과연 비전통적 정책 수단 중 하나인 마이너스 금리 정책이 한국에서 시행될 수 있을까?

앞서 논의한 마이너스 금리 채택 국가들의 채택 배경 및 영향을 고려하였을 때 우리나라에서 마이너스 금리를 채택할 유인은 적다고 할 수 있다. 우선 우리나라는 양적 완화 정책을 사용한 적이 없다. 따라서 지급준비금이 양적 완화 시행 국가들처럼 많지 않아 굳이 중앙은행의 수신금리에 마이너스 금리를 적용할 이유가 없다.

그렇다면 스웨덴과 덴마크 같은 소규모 자본 경제 국가들처럼 환율 방어의 목적으로 시행할 수 있지는 않을까? 물론 금리를 낮추면 환율이 높아져 그만큼 수출에 유리한 면도 있겠지만 우리나라는 득보다 실이 많다. 우선 우리나라 원화는 안전자산으로 분류되지는 않기 때문에 마이너스 금리를 감당할 만큼 그 수요가 크지 않다. 즉 금리 인하로 급격한 자본 유출에 직면할 수도 있는 것이다. 또한 대외적 상황도 고려해야 하는데, 현재 미국은 환율 조작 관찰 대상국에 우리나라를 지정하고 있다. 따라서 섣불리 마이너스 금리는 정책을 사용하다가 미국으로부터 인위적인 환율 상승을 노린다는 오해를 살 수도 있다.

또한 마이너스 금리를 도입한 국가들 안에서 마이너스 금리가 단기 자금시장 불안, 자산 버블 형성 가능성 등 금융안정을 훼손하고 있다는 목소리가 꾸준히 나오고 있다는 점에도 주목해야 한다. 실제로 마이너스 금리 정책을 도입한 이후 유로존 단기자금시장의 거래 규모가 축소됐으며, 독일 국채의 거래 가능 물량이 감소했다. 그뿐만 아니라 과도한 유동성 공급으로 인해 자산 버블이 형성되었으며 덴마크의 경우 부동산 가격이 급등했다.[[9]](#footnote-9) 이러한 상황 속에서 최근 스웨덴은 기준금리를 플러스로 올릴 것을 시사하고 있다.

2011년 9월 한국은행법 제 1조 2항에 “한국은행은 통화신용정책을 수행함에 있어 금융안정에 유의해야 한다”라는 문구가 추가되었다.[[10]](#footnote-10) 2008년 금융위기 이후 많은 나라가 공격적인 통화정책을 사용할 때 우리나라는 ‘금융안정’이라는 문구를 법에 추가한 것이다. 과연 마이너스 금리가 국민들에게 득이 될 것인지, 또 그렇게 하는 것이 정부의 바람직한 정책 방향인지는 이 법이 그 해답을 가지고 있다고 생각한다.

**<참고자료>**

**단행본 및 책**

김보성, 박기덕, 주현도,「주요국 중앙은행의 마이너스 정책금리 운영 현황」, BOK이슈노트 No.2016-4, 2016.4.27

임형석, 「마이너스 금리 정책 도입 이후 선진국 통화정책의 특징과 시사점」, 금융 브리프 25권 42호, 2016

임형석, 「중앙은행 금리 정책의 평가와 전망」, 금융 브리프 25권 14호, 2016

한재준, 소인환, 마이너스 금리와 은행 수익성 간의 관계 분석, 한국은행 경제분석 제 24권 제 2호, 2018.6

「한국의 거시건전성 정책」, 한국은행, 2015

곽영훈, 「일본 마이너스 금리 2년 점검」, 하나 금융 정보 1호, 하나금융그룹, 2018.3.23

김영세, 『게임이론』, 박영사

**신문기사**

김재현, “마이너스 독일 국채 금리는 왜 계속 하락하나”, 머니투데이, 2019.8.30

이춘규, “마이너스 금리정책이란”, 연합뉴스, 2016.1.29

이지훈, “마이너스 금리”, 농민신문, 2019.9.4

정남구, “이미 마이너스 금리인데…일본은행 밑바닥 더 뚫기?”, 한겨례, 2019.9.15

박윤예, “마이너스 금리 후 가계대출만 급증”, 매일경제, 2016.5.30

**<표 출처>**

표1: 박구원, “마이너스 기준금리를 채택한 중앙은행들”, 한국일보, 2019.9.2

표2, 표3: 김보성, 박기덕, 주현도,「주요국 중앙은행의 마이너스 정책금리 운영 현황」, BOK이슈노트 No.2016-4, 2016.4.27

표4: FRED

1. 이춘규, “마이너스 금리정책이란”, 연합뉴스, 2016.1.29 [↑](#footnote-ref-1)
2. 김보성, 박기덕, 주현도,「주요국 중앙은행의 마이너스 정책금리 운영 현황」, BOK이슈노트 No.2016-4, 2016.4.27 [↑](#footnote-ref-2)
3. 김재현, “마이너스 독일 국채 금리는 왜 계속 하락하나”, 머니투데이, 2019.8.30 [↑](#footnote-ref-3)
4. 임형석, 「중앙은행 금리 정책의 평가와 전망」, 금융 브리프 25권 14호, 2016 [↑](#footnote-ref-4)
5. 한재준, 소인환, 마이너스 금리와 은행 수익성 간의 관계 분석, 한국은행 경제분석 제 24권 제 2호, 2018.6, pp59-60 [↑](#footnote-ref-5)
6. 이지훈, “마이너스 금리”, 농민신문, 2019.9.4 [↑](#footnote-ref-6)
7. 정남구, “이미 마이너스 금리인데…일본은행 밑바닥 더 뚫기?”, 한겨레, 2019.9.15 [↑](#footnote-ref-7)
8. 김영세, 『게임이론』, 박영사 [↑](#footnote-ref-8)
9. 박윤예, “마이너스 금리 후 가계대출만 급증”, 매일경제, 2016.5.30 [↑](#footnote-ref-9)
10. 「한국의 거시건전성 정책」, 한국은행, 2015 [↑](#footnote-ref-10)