

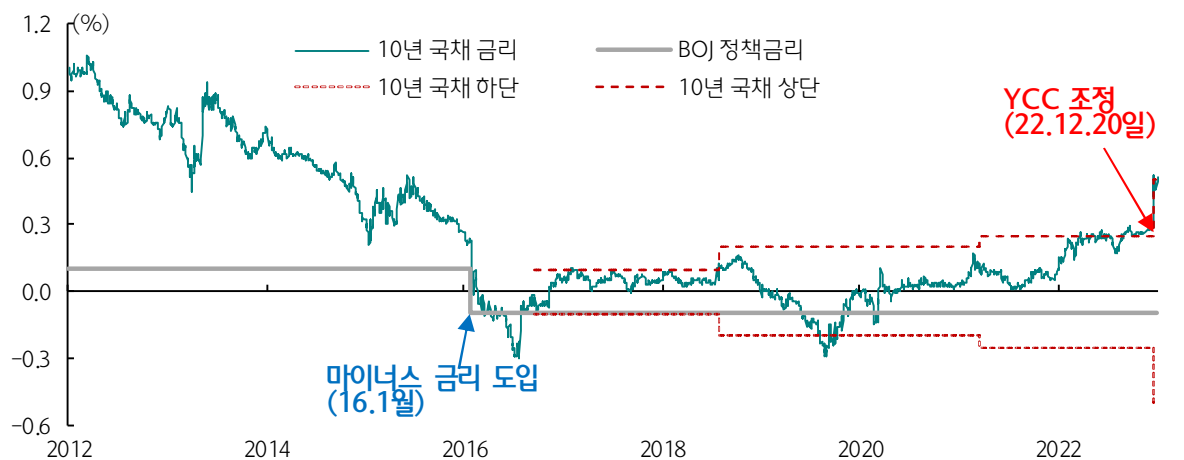
일본, 마이너스 금리와 헤어질 결심?

< Executive Summary >

- **BOJ, 수익률 곡선 제어정책(YCC)의 장단기금리 운영 정책을 일부 조정**
 - 22.12월 19~20일 열린 금융정책결정회의에서 장단기 금리 수준(단기금리 -0.1%, 장기금리 0% 내외)은 유지하되 장기금리 변동 폭 확대($\pm 0.25\% \rightarrow \pm 0.5\%$) 결정
 - 또한, 2023년 1~3월 중 국채 매입규모를 매월 7.3조엔에서 9.0조엔으로 확대
 - BOJ는 이번 조치가 채권시장 기능 개선을 도모하기 위한 것이라고 강조하였으나, 예상치 못한 정책 조정 발표로 日국채금리 급등, 엔/달러 환율과 주가 하락

- **4월 BOJ 총재 교체 이후 물가상황 등을 점검하며 정책전환이 있을 가능성**
 - 구로다 총재가 금융완화 지속 의지 등을 지속적으로 밝혀온 바 4월 신임 총재 부임 이후에 물가상황 등을 점검하며 BOJ의 정책 변경이 있을 가능성
 - 물가안정 목표치 미달, 글로벌 경기 둔화에 따른 일본경제 불확실성 확대, 최근 엔화 약세 폭 축소 등을 고려 시 단기적으로 통화완화 기조를 지속할 가능성
 - 그러나, BOJ는 미국 등 주요국과 상반되는 통화정책으로 국채시장 기능을 유지하는 동시에 엔화 급락을 막아야 하는 딜레마로 기존 정책 노선 고수가 쉽지 않은 상황
 - 정부(물가안정 도모)와 BOJ(통화완화 지속)간 정책상충도 완화정책 지속에 부담

그림 | 일본 10년 국채 금리와 정책금리 추이



자료 : BOJ, Bloomberg

■ 정책 수정안으로는 ①YCC 변경, ②마이너스 금리 정책 종결조치 등이 가능

- ① 지난 12월 시행한 장기금리 조정과 같이 변동폭 허용범위 추가 확대 조치
- ② 현재 단기금리에 적용하고 있는 마이너스 금리 정책 해제 조치
- ③ YCC 장기금리 목표물을 기존 10년물에서 5년물이나 3년물로 변경

■ BOJ의 통화정책 방향 전환 시 대내외 금리상승과 변동성 확대에 유의

- YCC 금리 허용범위 확대 및 마이너스 금리 종료 시 일본 국채금리 급등으로 인해 글로벌 금리가 동반 상승할 위험
- 또한, 금리 정상화 과정에서 금리인상이 일본정부의 재정부담으로 이어질 뿐만 아니라 BOJ의 재무악화 및 자산가치 손실 등도 우려
- 최근 글로벌 유동성이 축소되는 가운데 日 국채금리 상승에 따른 엔캐리 트레이드 청산으로 해외 채권 수요가 감소할 경우 채권시장의 변동성이 확대될 우려

표 | 물가안정목표 달성 수준별로 본 금융정책 시나리오

	목표 미달 시나리오	목표 수정 시나리오	목표 도달 시나리오
시나리오	<ul style="list-style-type: none"> · 물가안정 목표 미달 → 금융긴축 정책 유지 	<ul style="list-style-type: none"> · 정책수정을 용이하게 할 수 있는 환경을 마련한 후 원만하게 통화정책 정상화 진행 ① 물가안정 목표를 범위로 명시(2%±0.5% 등)하는 방안 ② 중장기적 물가목표로 변경하는 방안 	<ul style="list-style-type: none"> · 물가안정목표 지속적·안정적 실현이 가능하다고 판단 → 통화정책 정상화
정책 조정 수단	<ul style="list-style-type: none"> · 신임 총재 취임 후 마이너스 금리 검토 전망 · 금융완화의 부작용에 대응하기 위해 정책을 미세조정 (장기금리 목표물 변경 등) 	<ul style="list-style-type: none"> · 마이너스 금리 정책 철회 · YCC 금리 변동 폭 확대 	<ul style="list-style-type: none"> · 마이너스 금리 정책 철회 · YCC 금리 변동 폭 확대

자료 : 미쓰이스미토모 DS자산운용 자료를 바탕으로 하나금융경영연구소 작성

연구위원 오현희 hyunheeoh@hanafn.com

Key Words : BOJ, 통화정책, 마이너스금리

I. 일본 통화정책 조정

1. 일본 통화정책 현황

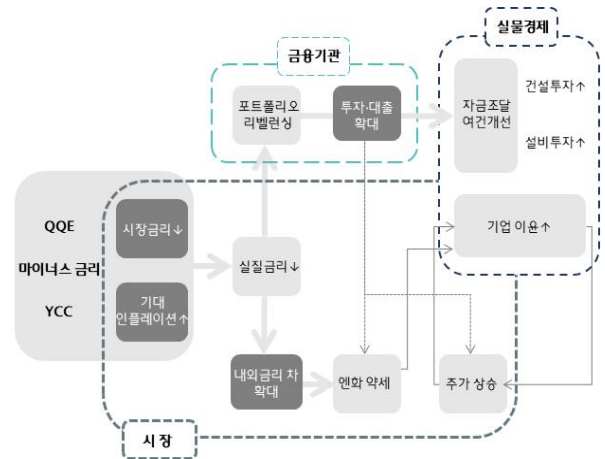
- BOJ, 자산매입(QQE)과 장단기 금리운영(YCC)에 기반한 완화적 통화정책 운용
 - 2012.12월 아베정부 출범 후 BOJ(일본은행)는 2% 물가안정목표제 도입과 함께 양적·질적 통화완화 정책 실시(엔화 약세와 실질금리 인하로 경기부양 유도 목적)
 - 양적·질적 통화완화(Quantitative and Qualitative Monetary Easing) = 장기국채 등 정부보증 안전자산 매입(양적완화) + ETF, REITs, CP 등 위험자산 매입(질적완화)¹⁾
 - QQE 시행에도 불구하고 물가와 성장률이 낮은 수준을 지속하고, 약세를 보이던 엔화도 강세 전환 되자 BOJ는 경기부양 수단으로 마이너스 금리를 도입(2016.1월)
 - 금융기관이 BOJ 예치한 당좌예금 중 정책금리잔액에 대해 -0.1% 적용
 - 마이너스 금리 도입에도 불구하고 저물가·엔고가 지속되는 가운데 장단기 금리역전 현상이 나타나자 수익률곡선 제어 정책(Yield Curve Control) 도입(2016.9월)
 - 단기금리 -0.1%로 고정, 10년물 국채금리 0%(±0.1%)수준²⁾에서 움직이도록 JGB 매입

표1 | 일본의 통화정책 현황

구분	양적·질적 완화(QQE)	마이너스 금리	수익률 곡선 제어(YCC)
시행 시기	2013.4~ 현재	2016.1~ 현재	2016.9~ 현재
방법	· 본원통화 공급 (60~70→80조엔) · 장기국채 매입 (50→80조엔) · 위험자산 매입 (ETF 1→3조엔, REITs 300→900조엔)	· 기초잔액 0.1% · 매크로 가산잔액 0% · 그 외 당좌예금 잔액 -0.1%	10년물 장기국채 금리타겟 · 16.9월 ±0.1% · 18.7월 ±0.2% · 21.3월 ±0.25% · 22.12월 ±0.5%

자료 : 하나금융경영연구소

그림1 | BOJ가 기대하는 통화정책 전달경로



자료 : 하나금융경영연구소

1) 질적완화(Qualitative Easing) 정책은 중앙은행이 자산 및 부채 규모 변동 없이 자산구성 변화를 통해 정책목표를 달성하는 방식 (위험도가 높은 자산가격의 리스크 프리미엄을 낮추기 위한 목적으로 위험자산 매입)

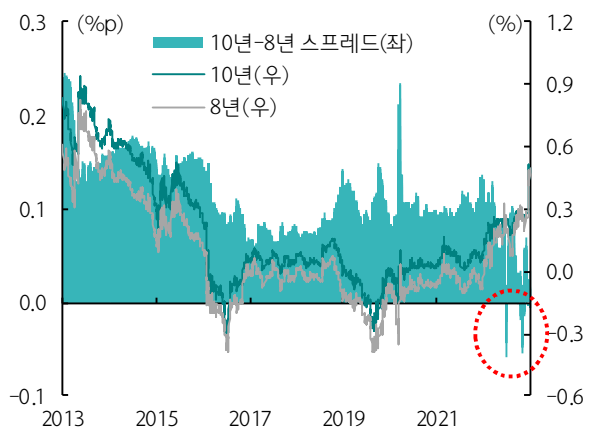
2) 10년물 금리타겟 범위 확대: 2016.9월 ±0.1% → 2018.7월 ±0.2% → 2021.3월 ±0.25% → 2022.12월 ±0.5%

2. 일본 통화정책 조정

- BOJ, 12월 금융정책결정회의에서 YCC의 장단기금리 운영 정책을 일부 수정
 - 22.12월 19~20일 열린 금융정책결정회의에서 장단기 금리 수준(단기금리 -0.1%, 장기금리 0% 내외)은 유지하되 장기금리 변동 폭 확대($\pm 0.25\% \rightarrow \pm 0.5\%$) 결정
 - 또한, 2023년 1~3월 중 국채 매입규모를 매월 7.3조엔에서 9.0조엔으로 확대

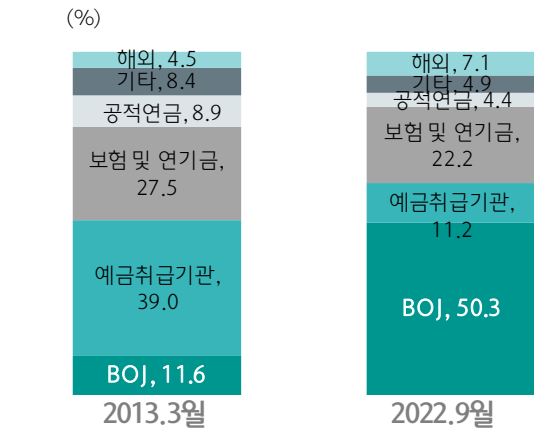
- BOJ는 이번 조치가 채권시장 기능 개선을 도모하기 위한 것이라고 강조
 - BOJ는 해외 금융시장의 변동성이 확대되면서 만기별 상대가격과 현물시장과 선물시장의 차익거래 측면에서 채권시장의 기능이 악화되고 있다고 판단
 - 글로벌 금리가 상승하는 상황에서 일본 10년물 국채금리의 상단 고정으로 8~9년물 국채금리가 10년물보다 더욱 높아지는 등 수익률 곡선이 왜곡
 - 또한, 일본은행의 국채 보유비중 확대(2013.Q2 150조엔 \rightarrow 2022.3Q 545조엔)로 인한 거래 위축('22.10월 중 4거래일 연속 일본국채 미거래)으로 국채시장 기능 저하
 - 또한, 채권시장의 기능 악화가 지속될 경우 기업 자금조달 등 금융환경에 악영향을 미치고 금융완화의 효과 파급이 저하될 수 있음을 우려
 - 국채금리는 회사채 및 여타 자금조달 비용에 영향을 미치기 때문에 국채시장의 수익률 곡선 왜곡이 회사채 스프레드 확대로 이어지는 등 금융여건에 악영향

그림2 | 일본 국채 10년물, 8년물 금리추이



자료 : Bloomberg

그림3 | 주체별 국채보유 비중 추이

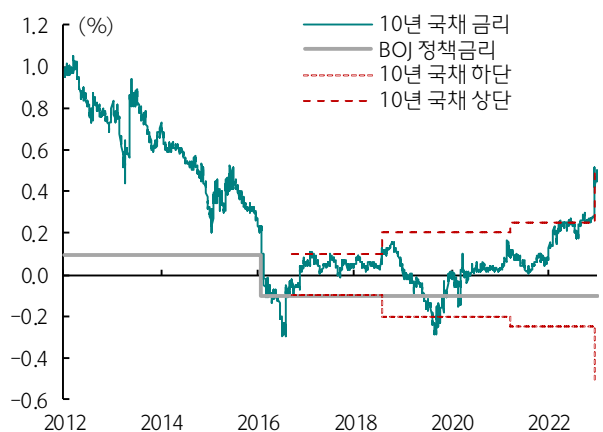


주: 국고단기증권은 포함하지 않은 수치
 자료 : 일본은행, 「2022.3분기 자금순환」

3. 일본 통화정책 조정에 따른 시장 반응

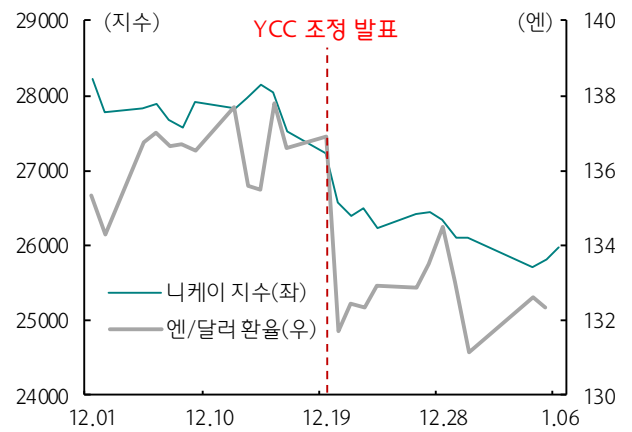
- 예상치 못한 정책 조정 발표로 日국채금리 급등, 엔/달러 환율과 주가 하락
 - 시장에서는 BOJ가 구로다 총재의 임기 만료(2023.4월) 전까지는 완화적 통화정책을 지속할 것이라고 예상해 온 상황
 - 구로다 총재는 '22.10월 금융결정회의에서도 2% 물가안정목표를 실현하기 위해 필요한 시점까지 현재와 같은 통화완화정책을 지속할 계획임을 밝힌 상황
 - 구로다 총재는 이번 조정이 시장왜곡 방지 차원이며 금리인상과 YCC중단을 의미하지 않는다고 선을 그었으나 시장에서는 완화적 통화정책 종료로 인식
 - BOJ의 장기금리 변동폭 확대의 영향으로 일본 국채 금리가 큰 폭으로 상승하고 내외 금리차 축소 기대 등으로 엔/달러 환율이 큰 폭으로 하락
 - 엔/달러 환율은 정책을 발표한 '22.12.20일 전일대비 5.2엔(137엔→132엔) 하락, 니케이 지수는 전일대비 669.6pt(2.46%) 하락
 - 10년 만기 국채금리는 전일대비 15bp 상승(0.28%→0.43%)하였으며, 시장 변동성이 급증하면서 오사카 거래소의 채권선물거래가 일시 중단
 - 일본 통화완화 정책 전환 기대로 외국인투자자들의 일본국채 순매도 지속
 - 2022.12월 17~23일 1주일간 외국인 투자자가 매도한 일본 국채는 4.86조엔 규모로, 지난 2005년 통계 집계 이래 역대 최대 주간 순매도를 기록(REUTERS)

그림4 | 일본 국채 10년물, 정책금리 추이



자료 : Bloomberg

그림5 | YCC 조정 전 후 환율과 주가 흐름



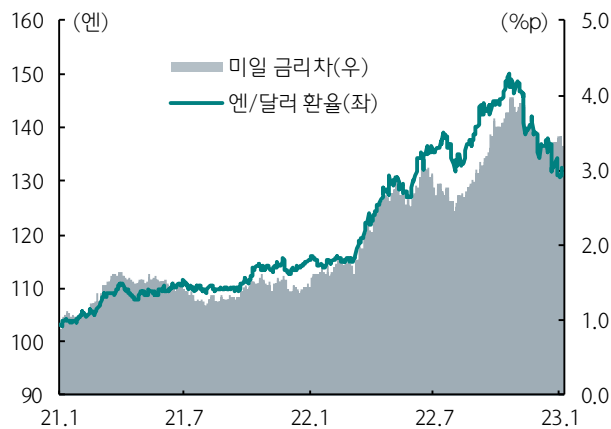
자료 : 일본은행

[참고] 엔화 약세와 통화정책

- 엔화 약세 심화로 인플레이션 압력이 높아진 점도 통화정책 조정의 배경
 - 연준의 가파른 긴축으로 미국의 장기금리가 상승하는 가운데 일본은 장기금리를 고정해 놓음에 따라 미국과 일본 국채금리 격차가 확대
 - 기준금리 인상으로 미 국채 10년물 금리가 4%를 상회하였으나 일본 10년물 금리는 0.25% 내외 수준을 유지하면서 미·일 금리 스프레드는 397bp 까지 확대
 - 금리 차 확대에 따른 엔캐리트레이드 수요가 발생하면서 엔화가치 큰 폭 절하
 - 엔/달러 환율은 주요국 통화대비 가장 큰 폭으로 절하되는 모습을 보이며 지난해 10월 중 150.2엔까지 올라 연초대비 30.4% 상승

- 엔화 약세가 일본경제에 미치는 영향 등을 고려해 방향이 결정될 가능성
 - (좋은 엔低) 수출을 주력으로 하는 일본경제에 엔화 약세는 가격경쟁력 확보를 통해 수출을 늘리는 플러스 요인
 - (나쁜 엔低) 생산거점 해외이전, 원재료 가격 상승 등으로 엔화 약세 효과가 낮아졌을 뿐만 아니라 물가상승과 소비감소 등 마이너스 요인도 상존

그림6 | 엔/달러 환율과 미·일간 10년물 금리차



자료 : Bloomberg

표2 | 엔화 약세의 영향

나쁜 엔低	좋은 엔低
<ul style="list-style-type: none"> • 수입원가 상승에 따른 기업수익 감소 • 물가상승에 따른 소비심리 위축, 소비감소 	<ul style="list-style-type: none"> • 가격 경쟁력 개선을 통한 재화수출 증대 • 엔화기준 재화수출액 증가에 따른 기업수익 증가 • 해외 관광객 유치 확대를 통한 서비스수출 증가
<ul style="list-style-type: none"> • 엔화 10% 하락 시 GDP 0.05% 감소 (다이와 증권) 	<ul style="list-style-type: none"> • 엔화 10%하락 시 GDP 0.46% 증가 (일본 내각부)

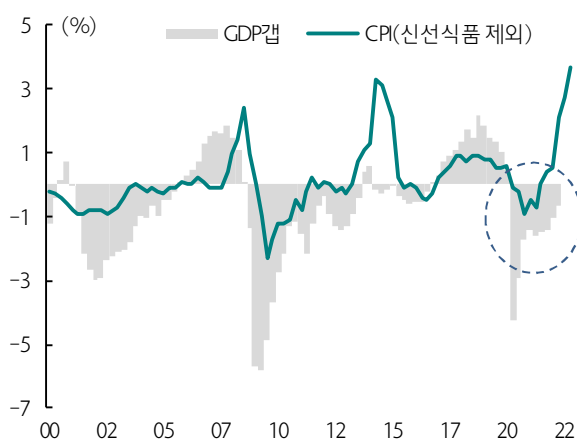
자료 : 일본은행

II. 향후 일본 통화정책 수정방향

- 4월 BOJ 총재 교체 이후 물가상황 등을 점검하며 정책 전환 가능성
 - 물가안정 목표치 미달, 글로벌 경기 둔화에 따른 일본경제 불확실성 확대, 최근 엔화 약세 폭 축소 등을 고려 시 단기적으로 통화완화 기조를 지속할 가능성
 - 그러나, BOJ는 미국 등 주요국과 상반된 통화정책으로 국제시장 기능을 유지하는 동시에 엔화 급락을 막아야 하는 딜레마로 기존 정책 노선 고수가 어려운 상황

- BOJ가 정책 수정 시 가장 주요하게 고려할 사항은 인플레이션 압력 지속 여부
 - 물가가 8개월 연속 물가목표(2%)를 초과하고 있으나 BOJ는 수요견인형 인플레이가 아닌 비용상승에 따른 일시적 현상으로 판단, 통화완화를 이어갈 것임을 표명
 - 日 근원소비자물가(신선식품 제외)는 에너지 및 식품 가격 오름세 확대로 11월 중 3.7% 상승하여 1981.12월(제2차 석유파동 당시) 이후 가장 높은 수준 기록
 - 그러나 비용측 상승요인들이 여전한 가운데 민간소비 회복, 입국규제 완화 등 수요측 상승압력이 높아져 물가상승이 고착화될 경우 통화정책 변경 고려 가능성
 - 아울러, 일본 정부는 가계와 기업 부담 완화를 위한 물가안정 대책을 지속하고 있어 정부(물가안정 도모)와 BOJ(통화완화 지속)간 정책상충 가능성도 고려사항

그림7 | 일본 소비자물가 및 GDP갭 추이



자료 : Bloomberg

표3 | 일본정부 물가대책

대책	지원내용	효과
고유가·고물가 종합긴급대책 (2022.4)	<ul style="list-style-type: none"> • 유가보조금 지원 • 수입 밀 가격 동결 • 사료가격 급등 보전금 교부 	
물가·임금 생활 대책본부 (2022.6)	<ul style="list-style-type: none"> • 물가 대응동향 발표 	
종합경제대책 (2022.10)	<ul style="list-style-type: none"> • 유가보조금 지속 연장 • 전력요금 급등 완화 • 도시가스요금 급등 완화 	소비자물가 1.2%p 억제 효과 기대

자료 : 일본은행

- **日경제 회복, 글로벌 통화긴축 지속 여부도 정책 방향에 영향을 주는 요인**
 - 구로다 총재³⁾와 BOI는 경기회복을 위해 완화적 통화정책을 지속하며 긴축을 반대해 온 만큼 견조한 경제 회복세가 확인되면 정책 전환 가능성 증가
 - 다만, 세계경제 침체, 구매력 약화 등 하방리스크도 상존하는 가운데 경기둔화 가능성이 높아질 경우 완화적 통화정책을 지속할 것으로 예상
 - 글로벌 통화긴축이 지속될 경우 미·일간 금리 차 확대에 의한 엔화 및 일본국채 매도세를 방어하기 위해 BOI의 통화정책도 전환될 수 있는 상황
 - 반면, 인플레이션 둔화를 확인한 미 연준의 긴축속도 조절 및 완화정책으로의 선회는 BOI 정책 전환의 필요성을 낮추는 요인으로 작용

- **정책수정안으로 ① YCC 변경, ② 마이너스 금리 정책 전면중단 등이 가능**
 - 구로다 총재가 금융완화 지속 의지 등을 지속적으로 밝혀온 바 4월 총재 교체 이후 물가상향 등을 점검하며 BOI의 통화정책이 변경될 수 있음
 - ① 지난 12월 시행한 장기금리 조정과 같이 변동폭 허용범위 추가 확대 조치
 - ② 현재 단기금리에 적용하고 있는 마이너스 금리 정책 해제 조치
 - ③ YCC 장기금리 목표물을 기존 10년물에서 5년물이나 3년물로 변경

표4 | 물가안정목표 달성 수준별로 본 금융정책 시나리오

	목표 미달 시나리오	목표 수정 시나리오	목표 도달 시나리오
시나리오	· 물가안정 목표 미달 → 금융긴축 정책 유지	· 정책수정을 용이하게 할 수 있는 환경을 마련한 후 완만하게 통화 정책 정상화 진행 ① 물가안정 목표를 범위로 명시(2%±0.5% 등)하는 방안 ② 중장기적 물가목표로 변경하는 방안	· 물가안정목표 지속적·안정적 실현이 가능하다고 판단 → 통화정책 정상화
정책 조정 수단	· 신임 총재 취임 후 마이너스 금리 검토 전망 · 금융완화의 부작용에 대응하기 위해 정책을 미세조정 (장기금리 목표물 변경 등)	· 마이너스 금리 정책 철회 · YCC 금리 변동 폭 확대	· 마이너스 금리 정책 철회 · YCC 금리 변동 폭 확대

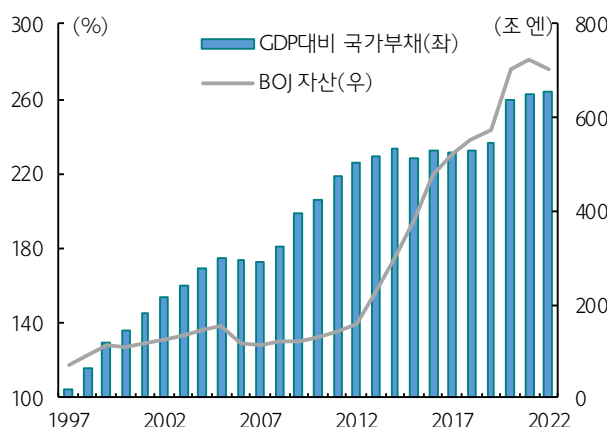
자료 : 미쓰이스미토모 DS자산운용 자료를 바탕으로 하나금융경영연구소 작성

3) 구로다 총재는 경제활동과 물가상승을 감안하여 지속가능하고 안정적인 방식으로 2%의 물가안정목표를 달성하기 위해 통화완화를 지속할 것을 강조(2022.11월 금융결정회의)

III. 일본 통화정책 전환의 영향과 시사점

- 금리 정상화 국면에서 높은 국가부채를 보유한 일본의 재정부담 리스크 확대
 - 일본은 GDP 대비 국가부채 비중이 높은 가운데 재정적자 확대로 금리 인상이 재정부담 급증으로 직결되는 등 금리변동 리스크에 노출이 큰 상황
 - 2022년 기준 일본의 GDP대비 국가부채는 263.9%로 전세계에서 가장 높은 수준이며, GDP대비 재정적자는 -6.7% 수준으로 전년(-5.5%)에 비해 확대 전망
 - 재무성에 따르면 FY25 예산안에 상정된 장기금리를 1.3%로 설정하고 금리 1%p 추가 인상을 가정할 때 이자 부담은 2025년 기준 3조 7,000억엔(약 35조 원) 증가
 - 또한, 대규모 국채매입으로 BOJ의 국채보유 비중이 높아지면서 금리 인상 시 국채가치 하락에 따른 재무악화 및 자산매각 과정에서 자산가치 손실 우려
 - BOJ의 국채 보유규모는 대규모 완화를 시작하기 전인 2013.3월 128조엔에서 2022년 9월 말 545조엔으로 증가, 보유 비율도 11.5%에서 50.3%까지 상승
 - 2022년 말 기준 BOJ의 보유자산규모는 GDP대비 127.7%로 미 연준(33.9%), ECB(64.4%), BOE(38.6%) 등과 비교해 월등히 높은 수준
 - 금리가 전반적으로 1%p 상승할 경우 현재 BOJ 보유자산의 약 5%에 해당하는 28.6조 엔의 장부손실이 발생 가능(BOJ 부총재 야마미야 마사요시)

그림8 | 일본의 국가부채와 BOJ 자산 추이



자료 : IMF, 일본은행

그림9 | 호주의 정책금리와 국채금리 추이

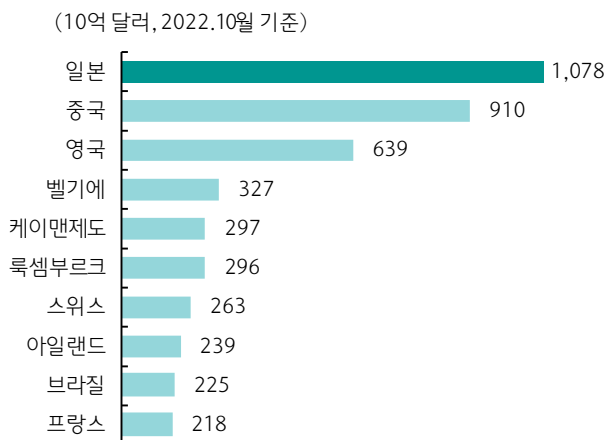


자료 : Bloomberg

- 일본의 통화정책 전환시 국채금리 급등으로 금융시장이 불안해질 수 있는 상황
 - 유사한 사례⁴⁾로 호주은행(RBA)은 물가가 급등하자 2021.11월 3년물 국채에 대한 YCC 정책을 철회하였고, 정책 철회 전후로 국채금리 급등, 시장 변동성 확대
 - RBA의 정책 수정 검토 발표만으로 장기금리가 급등하였고, 스왑시장에서 국채와의 스프레드가 확대되어 RBA가 금리상승을 제어하기 어려워지자 정책 철회
 - 일본의 경우도 경제회복과 물가상승을 확인한 BOJ의 정책 전환 의지에 따른 것이 아닌 정부나 시장의 압력에 의한 전환이 나타날 경우 시장의 변동성이 더욱 확대
 - 향후 마이너스 금리정책 철회 시 기준금리에 연동되는 주택담보대출 및 기업대출 등 대출금리 상승에 따른 이자부담 확대 등 실물경제로 영향 전이 가능

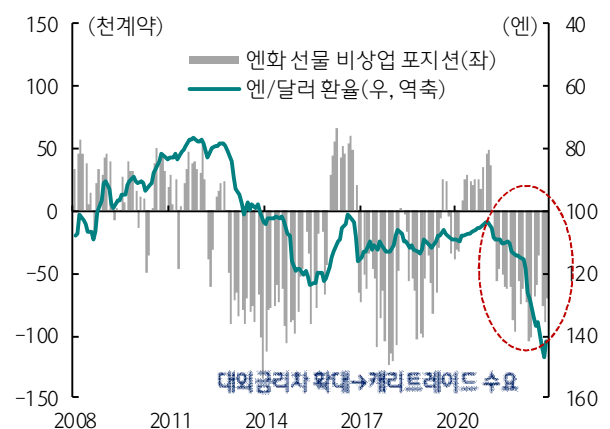
- 日 금리 상승에 따른 엔캐리 트레이드 청산 등 대외 리스크에도 주목할 필요
 - 현재 일본의 금리가 낮은 상황에서 대외 금리 차에 따른 엔캐리 트레이드 수요가 나타나고 있으나, 국채금리 상승 지속시 엔캐리 자금이 청산
 - 대외적으로는 日 국채금리 상승으로 엔캐리 자금이 청산될 경우 해외 투자자금 회수로 주요국 금리 상승과 신용리스크 확대 등이 나타날 가능성에도 주목
 - 일본이 보유하고 있는 해외 채권 규모를 고려할 때 통화정책 정상화 과정에서 글로벌 국채 금리 상승 압력이 확대

그림10 | 국별 미국 국채 보유 잔액



자료 : 미국 재무부

그림11 | 엔화 선물 비상업 포지션과 엔/달러 환율



자료 : Bloomberg

4) 호주 RBA의 YCC의 도입목적은 포워드 가이드스 강화라는 측면으로 일본의 YCC와는 성격이 다소 차이가 있으나, 최근 몇 년 동안 장기금리를 조작 목표로 한 몇 안되는 사례 중 하나

[참고문헌]

- 김상기, 김철(2020), “‘양적·질적 금융완화’(QE) 추진이 日本銀行(BOJ)의 수지에 미친 영향”,
Journal of Korean Economic Studies(Vol.38, No.4, 65~94)
- 김선경, 이상원(2022), “일본은행의 수익률곡선제어정책 조정 관련 평가”, 국제금융센터
- 김윤기, 유승선, 황종률, 오현희(2016), “일본의 장기침체기 특성과 정책대응에 관한 연구”, 국
회예산정책처
- 손명환(2022), “통화정책 딜레마에 봉착한 일본은행”, 국제금융센터
- 이승호, 강현주(2016). “양적완화 정책에 대한 고찰 및 시사점”, 자본시장연구원
- 주혜원, 김윤경(2022), “일본은행의 통화정책 변화 가능성 및 시장 영향”, 국제금융센터
- 한국은행 동경사무소(2022), “일본은행 금융정책 결정 내용 및 시장반응”
- Daiwa Institute of Research(2022), “10年目を迎えた日銀の「量的・質的金融緩和」の成果と
課題”
- Kobayashi, Tsuchiya(2022), “Outlook for BOJ monetary policy, impact on real economy”,
Mizuho Securities Equity Research
- Sumitomo Mitsui DS Asset Management(2023), “日本の金融政策シナリオとポートフォリオ
戦略”



04538 서울특별시 중구 을지로 66 (을지로 2가, 하나금융그룹 명동사옥 8층)

TEL 02-2002-2200

e-mail hanaif@hanafn.com

<http://www.hanaif.re.kr>