하나 금융정보
Japan Economic Insight Series(1)
2018년 3월 23일 제1호
연구위원 곽 영 훈 yhkwak@hanafn.com

하나금융그룹

일본 마이너스 금리 2년 점검

마이너스 금리의 금융시장·금융기관·실물경제 영향 평가 및 정책 방향성을 가늠할 필요

- 마이너스 금리 정책 시행 직후부터 단기금융시장을 중심으로 금융기능이 크게 저하되고, 기대했던 대출 증가도 부동산 등 일부로 국한. 이에 정책 효과와 부작용, 정책 방향성을 재고할 필요
- 2016.1월 도입된 마이너스 금리 정책은 금융기관 수익성 악화 등 부작용 동반, BOJ는 이를 완화하기 위해 동년 10월 장단기금리 조절로 국채10년 금리를 제로 수준으로 유도하는 추가 조치를 채택
  - 이후에도 금리의 전달경로는 정상 작동하였으나 금융시장에는 도덕적 해이가 발생하는 등 정책 부작용이 커지고, 경기진작 효과도 크지 않아 정책 수정 여론이 확대
- 마이너스 금리 정책 이후 가계·기업·금융기관은 자산 포트폴리오 재조정을 진행. BOJ의 국채보유가 증가한 반면 민간금융기관은 국채보유를 줄이고, 적극적으로 해외투자를 확대. 가계에서는 현금보유를 줄이는 대신 주식, 투자신탁 등을 늘리는 소위 '저축에서 투자로'의 자금이동도 진행

마이너스 금리 정책 후 경기회복 진행 중이나 디플레이션 해소 등 근본적 변화는 무리

- 마이너스 금리 정책 도입은 아베노믹스의 추동력 저하, 2014년 소비세 인상에 따른 경기회복 모멘텀 약화 등에 따른 디플레이션 상태를 타개하기 위한 수단
- 그러나 설비투자, 민간소비 등 내수는 주로 경기양극화와 고령화 등 구조적 요인의 영향을 받고 있어 금리 민감도가 낮을 수밖에 없기 때문에 마이너스 금리 정책 효과가 제한적
- 고용지표, 제조업생산 등 일부지표가 빠른 회복세를 시현하고 있으나 이 역시 인구구성 변화, 세계경제 회복세 등에 기인한 것으로 보이며 다른 부문으로 확산되기는 힘든 구조
- 마이너스 금리 정책 등 일련의 통화금융정책의 최종 목표는 20년 이상 지속되어온 디플레이션으로부터의 탈출인데 수입물가 안정, 환율효과, 임금상승억제 등으로 단기간 내에 해결되기 어려울 것이며, 이는 또한 마이너스 금리 정책의 장기화 가능성이 엿보이는 대목

마이너스 금리는 단기금융시장을 시작으로 금융시장의 기능을 크게 위축시키는 결과

- 마이너스 금리 정책의 실시로 인해 콜시장은 물론 CD·CP를 통한 단기자금조달이 절반 수준으로 감소하고 유담보 콜시장은 사실상 기능 정지. 반면 레포시장은 국채거래와 동반하여 증가를 지속
- 국채시장도 거래포기가 늘어나는 등 기능 저하가 뚜렷. 마이너스 금리로 인한 채권시장의 유동성 감소가 지속되는 가운데 시장참가자들이 평가하는 채권시장 기능度는 사상 최저 수준으로 하락

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

- 마이너스 금리 정책 실시 이후 주식, 부동산 등 자산시장은 확대 추세. 특히 부동산 시장은 마이너스 금리로 증가한 자금이 개인주택대출과 부동산업대출에 몰리면서 임대주택 중심의 부동산 경기 회복으로까지 연결

마이너스 금리로 수익성 압박에 직면한 금융기관들은 포트폴리오 리밸런싱으로 대응

- 마이너스 금리가 은행의 NIM저하, 보험사의 자금운용수익 축소 등을 초래하. 이에 은행은 포트폴리오 재조정, 개인주택대출 증가와 제로금리 대출, 중장기 경영계획의 수정 등 다양하게 대응
- 보험사도 자산운용의 어려움이 가중되면서 제한적 범위나마 보험료 인상 등으로 대응. 마이너스 금리는 장기계약 중심인 생보사에 더 큰 영향을 주지만 생보사는 적극적인 해외보험사업으로 이를 완화하고 있으며, 손보사는 외국증권 운용 비중 확대를 통해 대응

BOJ 재무상태 및 금융기관 수익성 악화에도 불구 마이너스 금리는 당분간 유지 예상

- BOJ는 마이너스 금리 정책을 상당기간 지속한다는 방침. 다만 Fed 등 주요 중앙은행들이 빠른 금융정책 정상화를 추진하면서 BOJ도 정책기조 유지에 부담, 또한, 마이너스 금리 장기화는 BOJ의 재무상태 및 금융기관 수익성 악화를 초래해 금융시스템의 불안정성 심화 우려 확대
- 정책 목표인 디플레이션 해소가 요원한 상황이어서 BOJ의 정상화 착수가 쉽지 않으나, '17년 11월 BOJ총재의 reversal rate 발언, 12월 금융정책회합의 (정상화방안으로) 금리수준 조정 가능성 언급 등을 감안할 때 장단금리조작을 통한 금리수준 조정이 유력한 정상화 방안
- 다만, 일각에서는 경제·금융의 변동성 확대 위험이 큰 금리조정 등 명시적 정책 변경보다는 암묵적으로 ETF, 국채 등의 매입을 감축하는 등 '스텔스 테이퍼링'을 먼저 채택할 수 있다는 의견도 제시

은행들은 마이너스 금리 장기화를 전제로 사업 모델을 재설정, 은행 규모별로 대응에 차이가 존재

- 대형은행들은 마이너스 금리를 상수로 인식하고 지속가능한 비즈니스 모델 설정에 착수. 리테일은 저축에서 자산형성으로, 법인부문은 업계재편과 해외진출, 해외부문은 미국·아시아·인프라에 집중하는 추세이며, 디지털뱅킹 대응은 물론 자동화 등을 통한 비용절감 등 다각도로 대응
- 지방은행들이 마이너스 금리로 인한 충격에 더 노출되고 있으며, 지방은행 재편 움직임도 확대. 지방은행 중에는 개인주택대출 등에 특화해 고수익성을 유지하는 사례가 다수
- 대형은행들이 수익성 보전을 위해 계좌유지 수수료 도입을 검토 중이며, 2018년중 도입에 대한 결론이 나올 것으로 예상되나 계좌해지 등 부작용도 크기 때문에 신중한 접근 예상

I. 일본은행의 마이너스 금리 정책 도입과 운영

1. 마이너스 금리 정책 2년의 경과

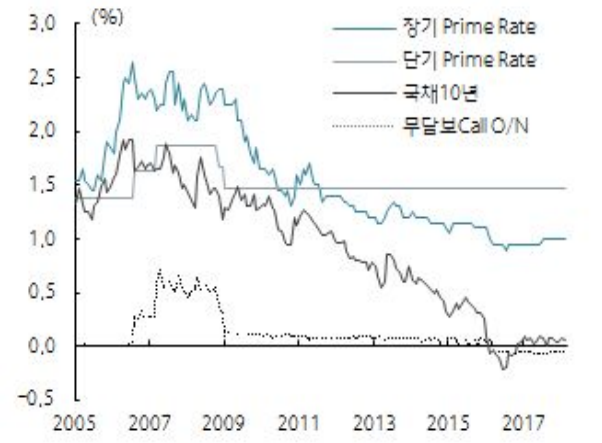
■ **시행 2년이 경과한 마이너스 금리 정책이 금융시장, 금융기관, 그리고 실물경제에 미친 영향을 평가하고, 이를 바탕으로 향후 정책의 방향성을 가늠해 볼 필요가 있는 국면**

- 마이너스 금리 정책은 실시 직후부터 콜시장 등 단기금융시장을 중심으로 금융기능을 크게 저하시키고, 대출도 부동산, 관광업 등 일부만 증가하는 등 기대와 다르게 진행
- 금리하락폭 확대로 예대업무 중심의 은행 수익이 현저히 축소되고 있으며, 이 현상이 장기화될 경우 금융시스템의 불안정성 확대로 발전할 리스크도 우려
  - IMF(2017.10)는 G-SIBs에 포함되는 일본 3대 대형은행의 저수익성이 일본은 물론 글로벌 금융시스템의 불안정성을 초래할 가능성을 경고
- 마이너스 금리의 경기부양효과가 불분명하고 부작용이 클 뿐만 아니라 Fed의 금리인상이 빠르게 진행될 가능성이 있기 때문에 일본은행(BOJ)의 부인에도 불구하고 시장에서는 최근 출구전략의 필요성을 주장하는 사례도 증가하기 시작

■ **2016년 1.29일 '마이너스 금리' 정책은 효과가 약화된 2013년의 양적·질적 완화정책을 보강하기 위해 도입. 2016년 9.26일 '장단금리조작'은 과도한 마이너스 금리 정책을 완화하는 조치**

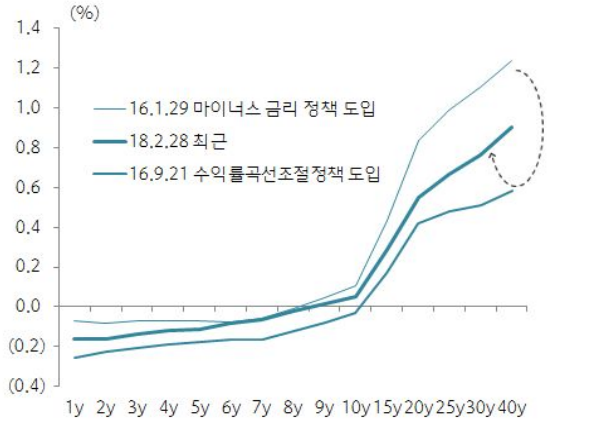
- 일본은행이 2016년 1.29일 '마이너스 금리付 양적·질적 완화정책'을 채택해 마이너스 금리 시대 개막. 정책효과가 소진되고 있던 2013년 '양적·질적 완화정책(quantitative qualitative easing)' 보완이 목적

그림1 | 일본 주요 금리 추이



자료 : Bloomberg

그림2 | 정책 도입 후 수익률 곡선 변화

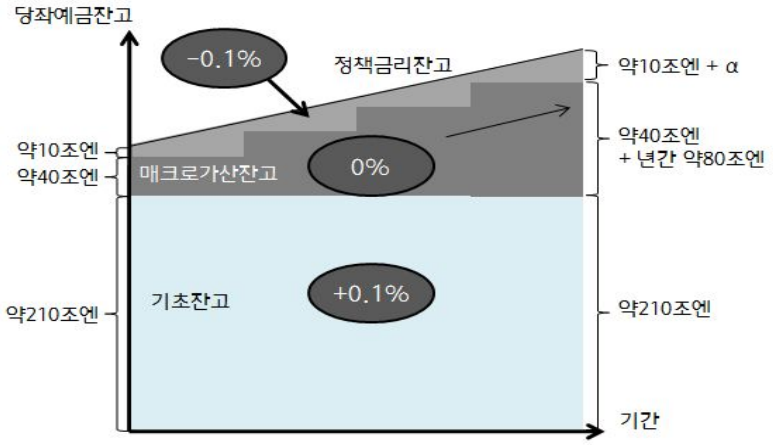


자료 : 일본 재무성

BOX1 | 아베 집권 이후 일본은행의 금융정책 변화

양적·질적 완화 실시 : 정책수단 금리→통화 [QQE 시작]	'13.4	- 디플레 탈출 목표, 통화정책수단을 무담보콜금리 → monetary base로 변경 - monetary base를 연간 60~70조엔 확대 공급 - 장기 국채매입을 연간 50조엔 확대, 평균 듀레이션을 3년 → 7년 정도로 연장 - ETF와 J-REIT를 각각 연간 1조엔, 300억엔 속도로 확대
양적·질적완화 확대 [QQE 확대]	'14.10	- 목표 인플레율 2% 달성 어렵다는 판단 하에 QQE를 강화 - monetary base 공급을 연간 80조엔 증가로 변경 - 장기 국채매입을 연간 80조엔 속도로 증가하고, 듀레이션 장기화도 도모 - ETF와 J-REIT를 각각 연간 3조엔, 900억엔 확대. JPX日経400연동ETF 매입 시작
마이너스 금리 시행 : 정책수단 통화→금리 [QQE+마이너스금리]	'16.1	- 기존 QQE의 효과가 약화됨에 따라 추가 조치로서 마이너스 금리 도입 - BOJ당좌예금에 마이너스 금리를 적용하여 국채 10년 금리까지 (-)금리 유도 - 단, (-)금리의 충격 완화를 위해 3층구조(정책금리잔고 -0.1%, 기초잔고 0.1%, 매크로가산잔고 0% 등 차별적인 부리적용)로 운용
장단금리조작 도입 [QQE+장단금리조작]	'16.9	- 마이너스 금리 실시로 과도하게 악화된 금융기관 수익성 제고 목적 - 국채 10년 금리를 +0% 수준으로 유도하기 위해 신형 오퍼레이션 도입 - 수익률 곡선을 가파르게 조절하기 때문에 수익률곡선조절이라고도 부름 - 최근 연간 국채매입 증가속도를 50조엔 내외로 줄이면서 암묵적인 테이퍼링 시작

<참고> 마이너스 금리 3층 구조: 기초잔고 0.1%, 매크로가산잔고 0%, 정책금리잔고 -0.1%를 차별 적용



– 양적·질적 완화정책은 양적완화(monetary base[1])를 증액하는 금융시장조절)와 질적완화(장기국채 보유비중 증대 및 잔존만기 연장을 중심으로 하는 자산매입)를 동시에 실시하는 정책

– 마이너스 금리정책은 일본은행 당좌예금 중 '정책금리잔고'에 −0.1%의 마이너스 금리를 적용하고, '기초잔고'에는 0.1%, '매크로가산잔고'에는 0%의 금리를 적용하는 '3층구조'로 구성

● 마이너스 금리 정책은 '통화량에서 금리로' 정책수단 전환을 의미하지만 BOJ의 국채 보유 증가 추세 등의 일관성을 보면 2013년 양적·양질완화정책의 연장선상에서 진행

– BOJ는 최근 월간 4조엔 내외의 국채매입을 진행. '17년 9월말 현재 보유액은 413조엔

● 또한, BOJ는 2016년 9.21일 '장단금리조작付 양적·질적완화정책'을 도입해 마이너스 금리 정책을 소폭 수정. 장기(10년물) 국채수익률을 0%를 약간 상회하도록 유도하되 중기 이하의 국채수익률은 마이너스로 유지하는 것으로 정책 수정

– 장단금리조작付 양적·질적완화는 상대적으로 장기금리를 올려 수익률곡선(yield curve)을 가파르게 유도하기 때문에 '수익률곡선조절(yield curve control)'이라고도 부름

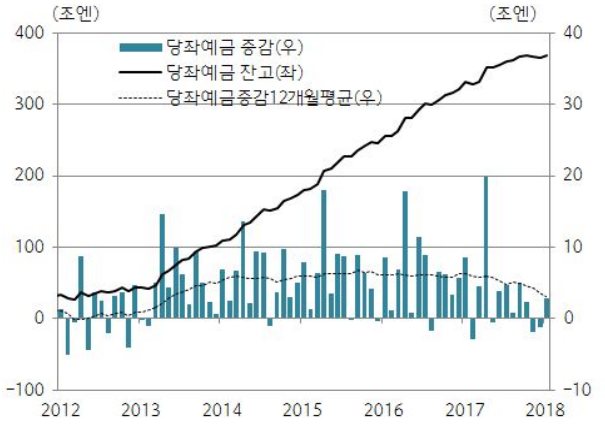
– 단기금리는 '정책금리잔고'에 −0.1% 금리를 적용해 마이너스를 지속하되 장기금리는 10년물 국채금리가 0% 수준에서 유지되도록 장기국채매입을 진행하는 新型오퍼레이션 도입

■ **마이너스 금리 정책의 장·단 금리 전달경로 등은 정상적으로 작동하나 금융부문에는 부작용, 경제부문에는 저효율이 발생하는 등 정책효과는 제한적**

● 마이너스 금리 정책 시행 후 2년간 장단기 금리는 정책이 의도한 대로 추이하고 있어 금리조절에 대한 정책의 유효성은 높은 것으로 평가

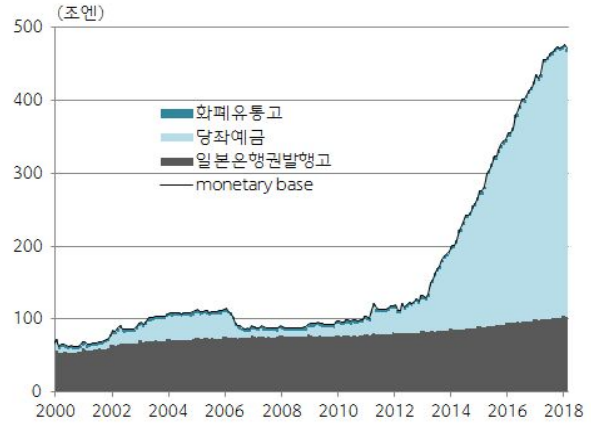
– "16년 1월~10월중 10년물 국채금리는 마이너스를 유지한 후 소폭 플러스로 반전, 중기물 이하 국채금리는 마이너스를 유지하여 결과적으로 수익률곡선은 가파르게 변화

그림3 | 일본은행 당좌예금 잔고



자료 : 일본은행

그림4 | Monetary base의 변화



자료 : 일본은행

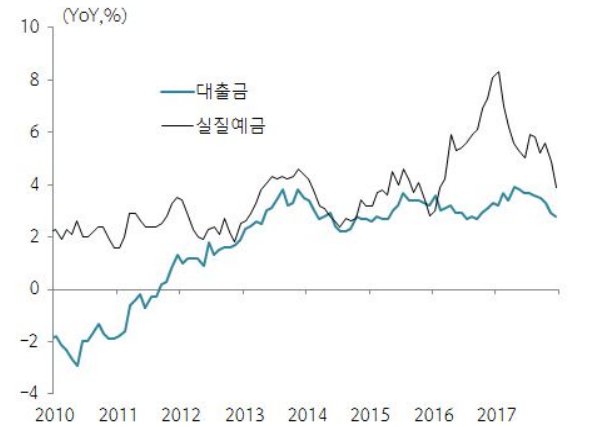
1) monetary base는 BOJ가 시중에 직접 공급하는 통화, 유통현금(=일은권발행액+화폐유통액)과 일은당좌예금의 합계액

- 플러스 금리 영역에서와 마찬가지로 마이너스 금리 정책 하에서도 '정책금리→자금시장단기금리→시장장기금리'의 전달경로는 정상적으로 작동하였으며, 장단기금리조작 정책 하에서도 이는 제대로 작동 중
  - 단기금융시장에서는 BOJ 공개시장조작의 대상인 레포시장의 규모가 확대
- 다만, 2016년 이후 마이너스 금리 하에서도 BOJ가 시중은행에 공급하는 monetary base는 증가추세를 유지하고 있으나 은행들이 시중에 공급하는 통화나 물가의 상승률은 이보다 훨씬 낮기 때문에 당초 의도한 효과가 발휘되지 않는 상태
- 또한, 마이너스 금리 정책 시행에도 불구하고 설비투자와 민간소비 등 실물경제에 대한 효과는 매우 제한적인 반면, 금융시장 위축과 금융기관 수익성 악화 등 부작용은 부각됨으로써 정책에 대한 회의론이 부각

■ 마이너스 금리 정책 효과 약화와 도덕적 해이 등 부작용이 부각되면서 정책 수정 여론 형성

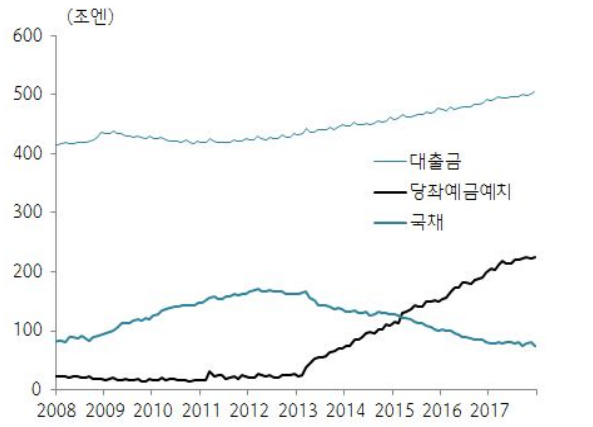
- 마이너스 금리 정책은 디플레이션 탈출, 엔화약세 유도가 목표인데 물가상승률은 1%를 하회할 뿐만 아니라 엔화도 기대와 달리 강세를 보이는 등 정책효과가 불분명
  - 특히, '16년중 CPI상승률이 마이너스로 하락하고, 엔화도 강세로 전환하는 등 정책효과 부재
- 금융기관의 자금운용 면에서도 운용수단 제약, 도덕적 해이 발생 등 부작용이 확산됨으로써 금융권에서 마이너스 금리 정책 수정 여론이 확산
  - 시중은행들이 초과지준에 대해 BOJ에 금리를 지급해야 하는 상황(-0.1%부리)에서도 BOJ 당좌예금 예치분이 오히려 증가
  - 공적연금을 운용하는 GPIF는 자산관리서비스신탁은행(TCSB)에 10조엔 규모(7조엔 정도가 마이너스금리 대상)를 예탁 중인데 그로 인한 금리손실 일부를 GPIF가 부담할 계획

그림5 | 은행 예금과 대출 증가율



자료 : 일본은행

그림6 | 은행 자금 운용 추이



자료 : 일본은행

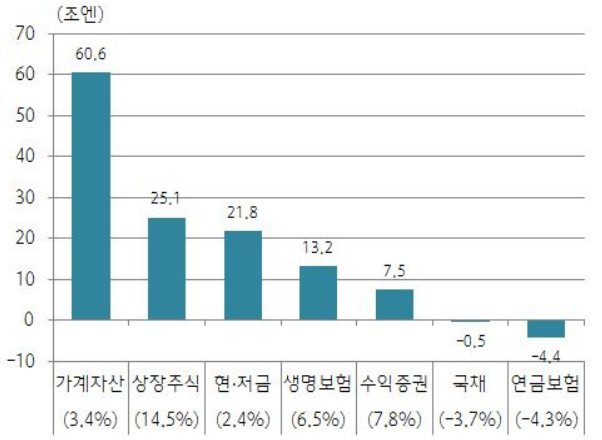
2. 마이너스 금리 대응

가. 경제주체들의 자산 포트폴리오 조정 본격화

■ **마이너스 금리 정책 실시 이후 자산 포트폴리오 조정이 진행. 가계는 현·저금 비중 감소 및 주식·수익증권 비중 증가, 기업과 금융기관은 주식증가, 국채감소가 특징**

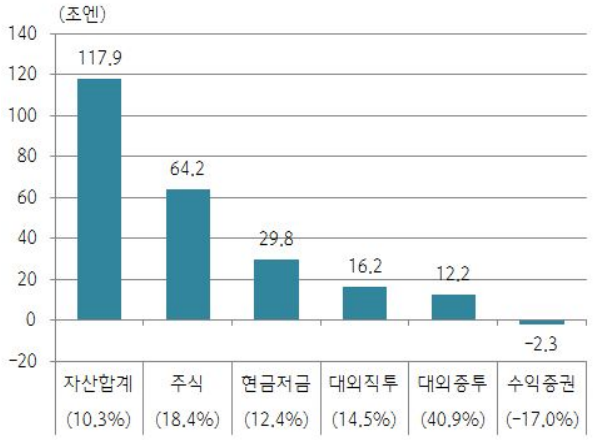
- 마이너스 금리 정책 후 가계, 기업, 정부, 금융기관 등 경제주체들이 자산 포트폴리오를 본격 재조정. 가계는 현·저금에서 주식·수익증권 등으로 자산을 이전하고 있으며, 기업은 주식과 대외투자 비중을 늘렸고, 은행 등 금융기관도 주식 보유 비중을 높임
- 일본 가계는 전통적으로 현·저금을 중심으로 자산을 축적하는 경향이 강하지만 양적·질적 완화가 실시된 2013년 4월 이후에는 이 추세가 변하기 시작하였고, 마이너스 금리 정책 실시 이후에는 가계가 주식 중심으로 포트폴리오를 재조정하는 경향이 뚜렷
  - '12.4Q~'17.3Q에 걸쳐 가계 금융자산은 238조엔 증가했으며, 그 가운데 73조엔이 현·저금 형태로 증가. 현·저금/총자산 비중은 '12.4Q의 54.1%에서 '17.3Q에는 51.1%로 하락
  - '15.4Q~'17.3Q에는 60.6조엔의 가계 금융자산 증가분 가운데 현·저금은 22조엔에 불과하고, 대신 상장주식이 25조엔, 국채는 소폭의 마이너스로 유가증권 비중이 크게 증가
- 비금융법인의 자산은 2013년 양적·질적 완화정책 이후 증가추세가 계속되고 있으며, 자산총액은 2012년 4/4분기 834조엔 수준에 불과했으나 2017년 3/4분기말 1,270조엔 수준으로 급증
  - 주가 상승으로 주식이 118조엔 즐어 자산 증가를 주도하였고, 현저금(+64조엔)과 해외직접투자(+16조엔)도 증가하였으나 국채보유는 15조엔에서 8조엔으로 감소

그림7 | 일본 가계 금융자산 증감('15.4Q~'17.3Q)



주 : 괄호 안은 기간 증감율
자료 : 일본은행

그림8 | 일본 비금융법인기업 자산증감('15.4Q~'17.3Q)



주 : 괄호 안은 기간 증감율
자료 : 일본은행

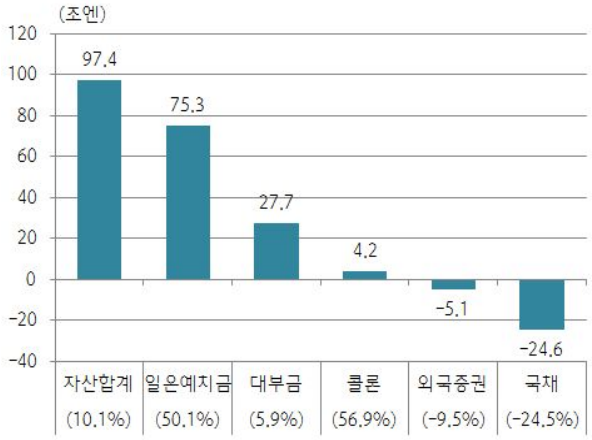
■ 은행은 증가한 유동성의 일부만 대출로 소화 가능, 대부분을 일은당좌예금에 예치

- 마이너스 금리 정책 도입 후 시중은행들은 대출을 늘리기보다 당좌예치를 선택. 16.1월~17.12월간 시중은행의 BOJ당좌예금 잔고가 75조엔이나 증가하여 BOJ가 의도했던 자금공급(시중은행→기업)이 소홀
  - '16.1월 이후 증가한 당좌예금 대부분에 매크로가산금리(제로금리)가 적용돼 예치가 증가
- 기업들의 자금수요 확대 한계가 대출증가 억제의 최대 요인이었으며, 시중은행들은 BOJ의 국채대량매입에 대응해 국채보유도 큰 폭으로 감축
  - '16.1월~'17.12월 중 시중은행의 금융자산은 97.4조엔 증가. 부분별로는 일은예치금 75.3조엔, 국채 −24.6조엔, 대출 27.7조엔, 대외증권투자 −5.1조엔 등 기록

■ 대외자금 운용은 비은행권의 경우 미국채 매입, 은행권은 해외지점대출 증가가 주도

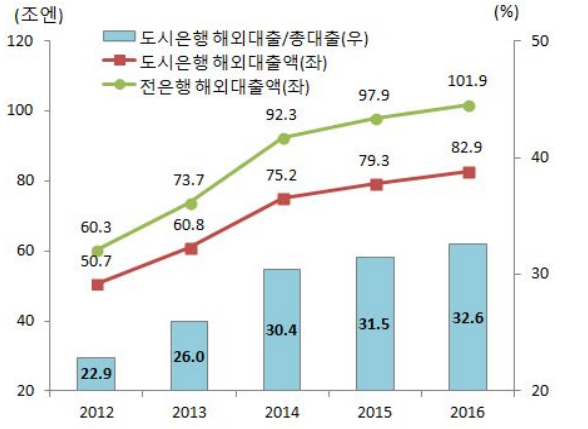
- 양적·질적 완화정책 이후 3대 메가뱅크의 해외대출을 중심으로 해외로 자금이동이 급증하였고, '15년 이후 완만해지고 있으나 마이너스 금리 정책 영향으로 증가세는 유지
  - 일본 은행들의 해외대출은 '13~'14년 2년 동안 53.1% 증가했으나 '15~'16년 2년간에는 10.4%로 증가폭 감소 그러나 '17년 이후에는 마이너스 금리 정책의 영향으로 재상승 예상
  - 도시은행의 해외대출 비중은 '12년 22.9%에서 '16년 32.6%로 상승
- 마이너스 금리 실시 이후 보험사를 중심으로 한 비은행 금융기관들은 장기채 중심으로 대외증권투자를 확대 중이며, 특히 미국채 매입 비중이 높은 상황
  - 대외증권투자도 '16년에는 위축되었다가 마이너스 금리 도입의 영향이 본격화되면서 회복세. 은행이 주식과 투자펀드지분을 중심으로, 비은행은 중장기채권을 중심으로 증가

그림9 | 일본 국내은행의 자산증감('16.1~'17.12)



주 : 괄호 안은 기간 증감율
자료 : 일본은행

그림10 | 일본 국내은행의 해외대출



자료 : 일본 전국은행협회

II. 마이너스 금리 정책의 영향: 경기, 금융시장, 금융기관의 변화

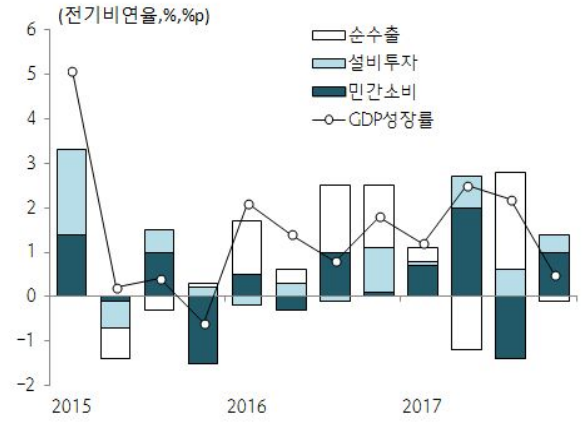
1. 디플레이션 해소 효과 불충분

가. 실물경제: 마이너스 금리의 내수회복 효과는 제한적

■ **2016년 1월 마이너스 금리 정책은 아베노믹스의 추동력 저하, 소비세 인상에 따른 경기회복 모멘텀 약화, 디플레이션 등을 타개하기 위해 도입**

- 2016년 1월의 '마이너스 금리' 정책은 당시 3년이 경과한 아베노믹스의 효력 약화, 미국 외환정책 전환에 따른 엔고압력 증대, 2014년 4월 시행된 소비세 인상의 경기억제 효과 등 복합원인으로 일본경제가 재침체하는 것을 막기 위한 조치
  - '15~'16년간 소비와 설비투자 등 내수의 GDP기여도가 크게 하락
- BOJ는 마이너스 금리가 설비투자와 소비를 제고해 물가상승 유발하는 효과 기대. 즉, 저금리가 엔화약세와 기업대출증가를 통해 기업수익성을 개선하고, 기업이 고용과 설비투자 늘리면 최종적으로 물가상승률 목표 2%가 달성되는 구도를 예상
  - '15년말 엔/달러 환율은 121엔 정도였으나 이후 엔고로 전환, CPI는 '16년 평균 −0.1% 수준까지 떨어지는 저물가 상황이 진행
- 실제 마이너스 금리 정책 이후 기업들의 경기전망이 회복세로 전환되고, 생산과 설비가동률 상승과 노동공급 부족 심화 등 실물경제 회복에 긍정적인 현상들도 확산
  - 내각부 경기워치조사 D.I는 '16년 중반을 저점으로 회복해 최근 기준선 50을 상회

그림11 | GDP성장률과 내·외수 기여도



자료 : 내각부

그림12 | 경기워치조사

자료 : 내각부

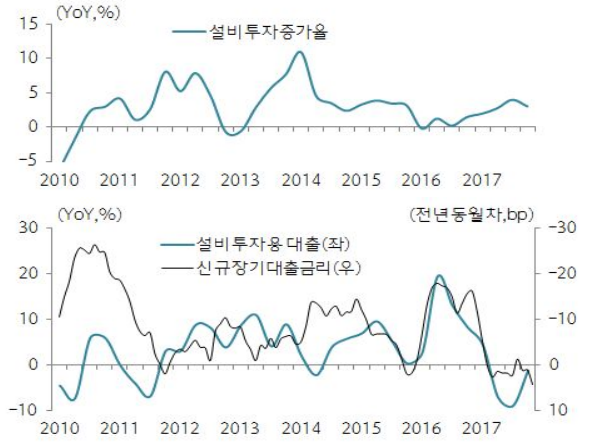
■ 그러나, 마이너스 금리가 설비투자와 민간소비 등 내수회복을 진작하는 효과는 미미

- 최근 설비투자증가율이 GDP성장률을 상회하고, 소비도 저점에서 벗어나기 시작해 마이너스 금리가 부분적으로는 유효. 그러나 설비투자는 금리탄력성이 낮아졌고, 소비도 가계의 이자수익이 크게 축소된 상태여서 저금리의 내수회복 효과를 억제
  - 가계 수취이자(단위: 조엔): 22.9('95) → 12.0('00) → 7.7('08) → 5.6('10) →4.9('16)
- 또한, 기업과 가계 등 경제주체들 사이에 마이너스 금리까지 적용해야 할 정도로 일본 경제가 취약하다는 인식이 확산되면서 설비투자 등 기업활동을 제약

■ 우선, 설비투자에 대한 마이너스 금리 정책의 효과는 2017년 상반기에 이미 상당 부분 소진

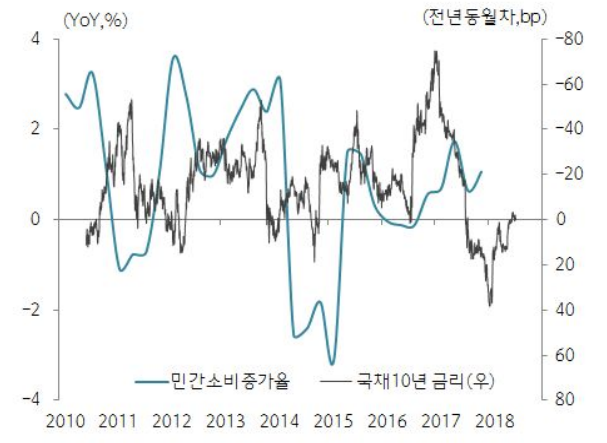
- 마이너스 금리 정책의 영향으로 2016~17년 중반, 신규대출 금리하락과 설비투자용 대출증가가 진행되었으나 실제 설비투자는 2017년 상반기에야 회복세로 전환. 설비투자는 저금리 외에도 기업수익성 및 경기전망 개선 등 복합적인 증가요인에도 불구하고 경기회복을 선도할 정도로 회복되지 못한 상태
  - 설비투자용 신규대출은 '17.2Q부터 전년비 감소로 전환되어 저금리 효과가 소멸
- 설비투자 회복세가 불충분한 이유는 대기업에 비해 투자의 금리탄력성이 큰 중소기업 부문에서 경기회복과 투자수요 회복이 늦어지는 등 기업규모별 경기양극화가 지속되고 있기 때문
  - 단칸 설비투자액 지수(D.I.): 대기업 4.3('16)→10.2('17), 중소기업-6.7('16)→4.4('17)
  - 단칸 매출액경상이익률 지수(D.I.): 대 7.33('16)→8.11('17), 중소 4.60('16)→4.52('17)

그림13 | 금리와 설비투자



주 : 대출금리는 역축으로 표시
자료 : 내각부, 일본은행

그림14 | 금리와 민간소비



주 : 금리가 소비에 6개월 선행하도록 금리를 우측으로 6개월 이동
자료 : 내각부, 재무성

■ **민간소비도 고령화, 소비세 인상, 낮은 금리탄력성 등으로 회복이 제한적일 수밖에 없는 구조**

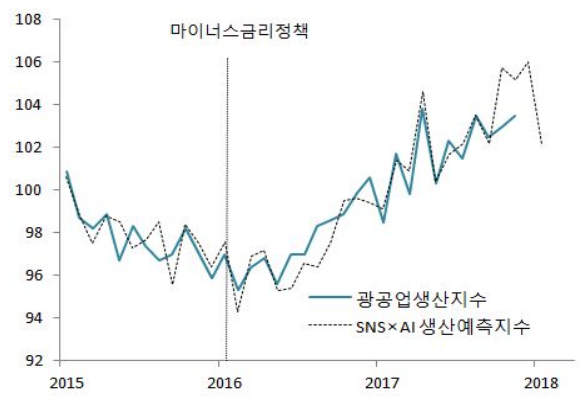
- 민간소비는 소비세 인상으로 2014년 이후 부진이 지속 중이나 마이너스 금리 정책 효과가 반년 정도 시차를 두고 소비에 반영되어 2016년 3/4분기 이후 회복되기 시작
- 다만 임금인상과 소득증가가 동반되지 않은 상태라 아직은 소비증가율이 GDP성장률보다 높지 않으며, 여전히 소득 개선이 지연되고 있어 통화완화정책 효과를 제한하는 요인으로 작용
- 또한 일본 가계는 차입소비 비중이 낮기 때문에 금리가 하락해도 소비가 크게 증가할 수 없고, 고령층에서는 가계자산 중 현·저금 비율이 높기 때문에 금리하락 시 오히려 이자소득이 감소해 소비가 억제될 가능성이 큰 구조
  - '89년 39.9조엔이었던 가계의 수취이자소득이 최근 5조엔대로 축소, 양적·질적 완화정책이 시행된 '13년에는 2조엔대까지 하락

나. 경기전망의 불투명성 지속

■ **고용과 생산 등 회복이 뚜렷한 부문도 있지만 이 역시 마이너스 금리 등 통화정책보다는 세계경제의 회복과 고령화의 진전 등의 영향이 지배적**

- 고용지표, 제조업생산 등이 추세적인 회복을 시현하고 있으나 경기회복은 마이너스 금리보다 인구구조 변화, 세계경제 호조 등의 영향이 더 큰 것으로 판단
  - 유효구인배율이 사상 최고치로 상승했지만 이는 노동수요 증가보다는 정년퇴직자 증가 등 노동공급측 이유가 더 크며, 제조업 생산 및 설비투자 증가에도 기저효과의 영향 포함

그림15 | 정책도입후 생산지수 증가 추세



주 : SNS×AI생산예측 지수는 SNS에서 일과 경기를 언급한 사례를 추출하여 그 건수와 제조공업생산예측(경제산업성), 주가, 환율 등 오픈데이터를 조합하고, 기계학습 기법을 이용해 광공업생산지수를 예측한 지수
자료 : 경제산업성

그림16 | 강한 회복세의 고용지표

자료 : 경제산업성

- 제조업생산, 설비가동률 등도 마이너스 금리 정책이 시행된 2016년 초반을 저점으로 상승추세지만 기업, 가계 등 경제주체들의 경기 개선은 글로벌 경기회복의 영향이 반영된 결과이며, 일본의 경기회복은 억제된 상태
- 과감한 금융정책에도 불구하고 고령화와 가계소득 증가 억제 등 구조적 저성장요인들이 해소되지 않아 저성장 기조가 지속되기 쉬운 상황
  - 고령화, 기업의 국제경쟁력 약화와 경기 불투명성, 임금상승 억제 등이 대표적인 취약요인
- 마이너스 금리 정책으로 금리하락, 기업부문으로 자금이동 등도 실현되고 있으나 실제로는 부동산시장 등에 편중된 자금이동, 소비마인드 회복 지연 등 정책의 중간목표조차 달성되지 않아 최종적인 실물경제 회복까지는 기대난

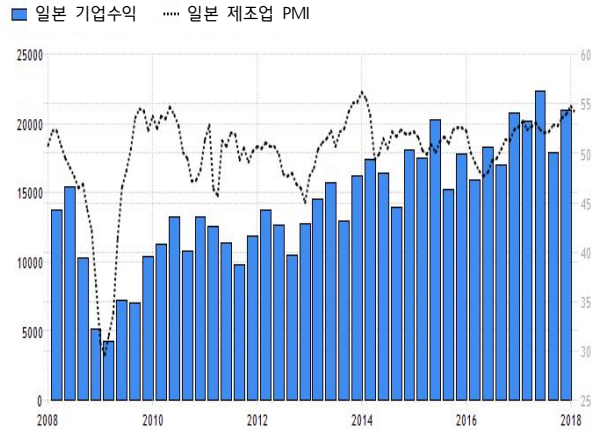
■ 내수회복이 확산되지 않는 원인은 기업수익성 회복이 임금상승으로 연결되지 않고 있는 점

- 마이너스 금리 이후, 기업수익이 꾸준히 증가했으나 임금상승률은 여전히 1% 내외의 낮은 수준이며, 소비회복도 지연되어 저금리의 경기회복 및 물가상승 효과가 불투명
  - 아베노믹스 이후 임금상승률은 기업수익증가율을 하회하고 있으며, 마이너스 금리 정책 이후에도 그 차이가 계속 확대
- 마찬가지로 기업수익이 증가한 만큼 설비투자가 충분히 회복되지 않는 상황. 이는 '저금리→기업수익→설비투자와 임금'의 파급경로가 원활히 작동하지 않는 것이 원인
- 특히 기업수익→설비투자 경로를 보면 기업수익은 수출 대기업을 중심으로 증가하는 반면 비교적 설비투자를 많이 하는 중소기업 경기는 상대적으로 회복수준이 낮음
  - 대기업 매출액경상이익률(%): 4.9('12) → 6.2('13) → 6.6('14) → 7.3('15) → 7.9('16)
  - 중소기업 매출액경상이익률(%): 2.6('12) → 2.9('13) → 3.0('14) → 3.1('15) → 3.5('16)

그림17 | 기업수익과 임금

자료 : Fred stlouisfed.org

그림18 | 일본 기업수익 장기 시계열



자료 : tradingecomomics.com

다. 가격변수: 마이너스 금리의 영향이 제한적

■ **디플레이션 해소가 마이너스 금리 정책의 최종목표이나 금리와 물가의 인과관계가 불분명하고, 저물가가 계속되는 등 정책효과는 미미**

- 마이너스 금리 정책의 최종목표는 디플레이션 해소이나 CPI상승률은 매우 낮은 수준을 유지. 2012년 말부터 경기회복추세는 계속되고 있으나 마이너스 금리 정책 도입이 GDP성장률을 견인하거나 물가상승 압력을 제고하는 효과는 미미
  - CPI/coreCPI 상승률(전년비,%): 0.8/1.4('15) → −0.1/0.6('16) → 0.5/0.1('17)
- 완만하기는 하지만 수급차가 확대되는 추세이므로 향후 물가상승 압력은 상승할 가능성이 있으며, 2014~16년간 플러스에서 2017년 다시 마이너스로 전환되었던 GDP 디플레이터 상승률도 2018년부터 재상승이 예상
  - 물가와 상관관계가 큰 GDP수급차은 '17년 1/4분기부터 플러스 전환하여 확대 중

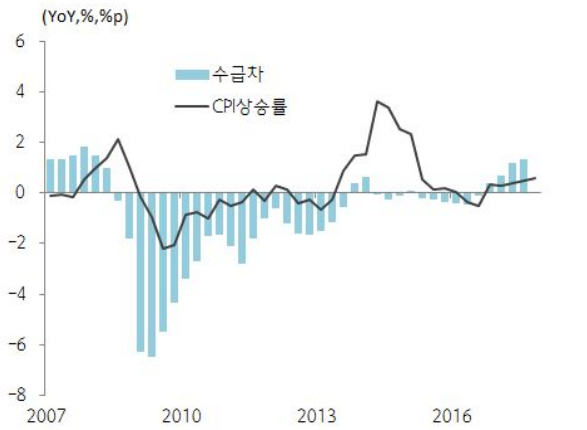
■ **최근 CPI가 급상승했지만 안정적으로 목표 2%에 도달하기는 쉽지 않은 상황**

- CPI상승률이 2017.12월 1.0%에 도달하고, 2018.1월 1.4%까지 상승하는 등 최근 들어 단기간에 급상승하는 경향. 그러나 핵심CPI 상승률이 여전히 0.4% 수준에 머물러 최근의 물가상승을 기조적인 변화로 판단하기는 어려운 상태
  - '16년에는 유가 등 수입물가 하락으로 CPI상승률이 −0.1%까지 떨어졌으나 '17년에는 수입물가상승률이 플러스로 반전
  - 기업물가지수 상승률도 '16.5월 −4.6%까지 떨어졌으나 '17.12월 현재 3.0%까지 회복

그림19 | 마이너스 금리 정책과 물가추이

자료 : Fred stlouisfed.org

그림20 | 수급차 확대가 물가에 반영되지 않은 상태



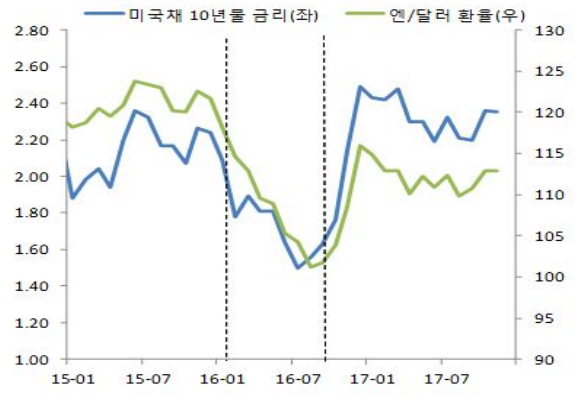
주 : 수급차(=수요-공급)는 일본은행의 추정치
자료 : 일본은행

- 아베노믹스와 마이너스 금리 정책 추진에도 불구하고 정책과 물가의 연결고리인 임금 상승폭이 크지 않고, 고령화 대응(노후자금비축 등)으로 민간소비는 물론 물가상승도 지연. 이는 역으로 통화당국이 마이너스 금리 정책을 장기가 유지하는 구실이 될 것으로 보임

■ 엔/달러 환율은 BOJ의 마이너스 금리 정책 이후에도 여전히 일본보다는 미국의 금융정책과 높은 상관관계를 유지

- 엔화약세 유도가 마이너스 금리의 중요한 목표였으나 정책 실시 직후 반년 동안은 오히려 엔고현상이 심화되었고, 2016.9월 마이너스 금리 정책을 소폭 완화하자 엔화가 약세로 전환
  - 마이너스 금리 실시 이후 일본계 자금의 미국채 매입 증가도 엔/달러 환율 하락 심화 원인
- 마이너스 금리까지 동원하였기 때문에 추가적인 금융완화 조치가 나오기 어려울 것이라는 기대가 형성된 것도 마이너스 금리 직후 엔화강세의 요인으로 작용
  - '16년에는 중국경제에 대한 불안감, 저유가 리스크 등으로 안전자산인 엔화 수요가 증가
- 또한, 과거부터 엔/달러 환율은 일본보다 미국의 금융정책과 더 밀접한 상관관계를 보였고, 아베노믹스의 한 축인 양적·질적 완화정책은 엔화약세 유도에 성공적이었으나 마이너스 금리 정책 이후 엔화에 대한 일본 통화정책의 영향력은 더욱 축소

그림21 | 일본 마이너스 금리 정책 이후의 환율



자료 : Bloomberg

그림22 | 일본 주가와 환율

자료 : Fred stlouisfed.org

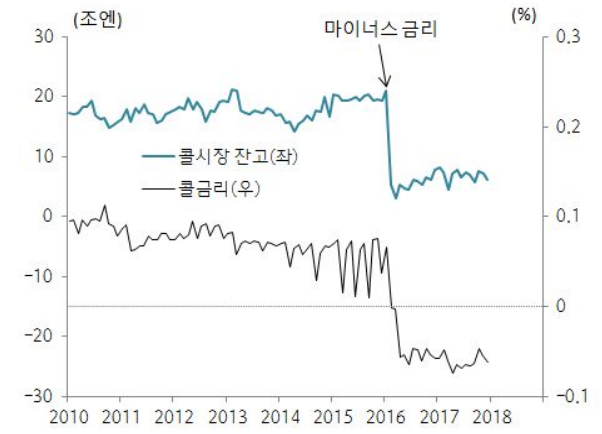
2. 금융시장 영향

가. 단기금융시장: 뚜렷한 기능 저하

■ **단기금융시장은 2016년 1월 마이너스 금리 정책이 도입된 직후부터 거래규모가 대폭 감소. 2017년 들어서야 단기금융시장의 조달과 운용이 소폭 회복세로 전환**

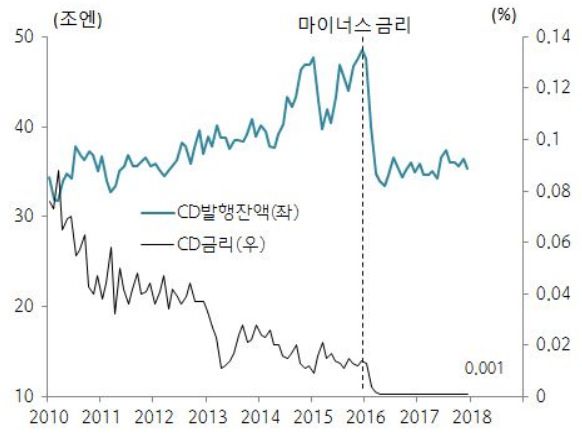
- 단기금융시장은 2016년 시장금리가 마이너스로 전환되면서 유담보 콜 거래를 중심으로 콜시장이 절반 이하로 크게 축소되었고, 발행금리가 0% 정도인 CD·CP를 통한 자금조달 역시 감소하는 등 기능 저하가 뚜렷
  - 자금조달 규모('15→'16년, 조엔): 콜(33→17), CD·CP(42→26), 레포거래(107→116)
- 2017년에는 당좌계정 3층 구조를 이용한 재정거래 확대로 단기금융이 회복. 이는 ① 단기금융시장 참가자들이 마이너스 금리 거래에 적응하고, ②매크로가산잔고 상한 확대로 마이너스 금리 자금을 조달, 당좌예금에 예치하는 재정거래가 늘었으며, ③국채 상환자금에 정책금리 적용을 회피하는 단기시장 운용 니즈가 증가한 것 등이 원인
  - 자금조달 규모('16→'17년, 조엔): 콜(17→19), CD·CP(26→25), 레포거래(116→131)
- 특히, 최근 들어 무담보 콜시장의 거래잔고가 마이너스 금리 정책 이전 수준으로 복귀한 것은 마이너스 금리 거래시스템 대응의 진전과 시장 신규참여자 증가 등이 원인
- '16년 9월의 '장단금리조절'정책 도입 이후로 한정하면 단기금융시장에서는 콜금리가 수익률곡선 조작(operation)에 의해 소폭 상승하고, 콜과 레포 거래가 증가하였으며, 자금조달 면에서는 대일본은행 거래, 자금운용 면에서는 국고단기증권이 증가
  - 국고단기증권: 24조엔('15년)→9조엔('16년)→16조엔('17년)

그림23 | 콜금리와 콜시장 잔액



주 : 콜시장 잔액은 2016년 4월부터 신계열, 콜금리는 익일물 월말 기준
자료 : 일본은행

그림24 | 양도성예금 금리와 발행잔액



주 : CD금리는 신규발행분 평균금리
자료 : 일본은행

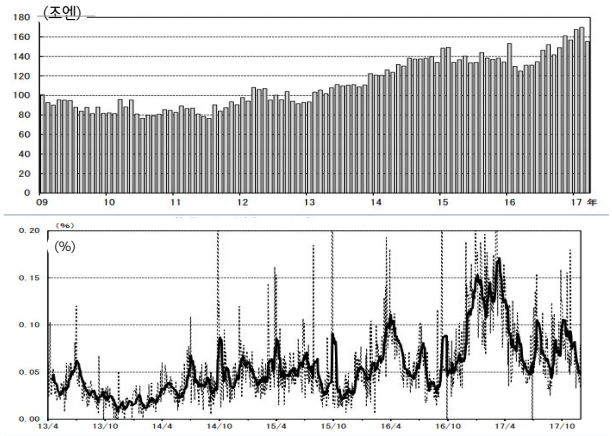
■ **마이너스 금리 정책 이후에도 예외적으로 레포거래는 국채거래와 동반하여 지속적으로 증가하고, 국채의 희소성 증가로 GC-SC[2] 스프레드는 확대**

- 레포시장 확대는 마이너스 금리 유지를 위해 필요. 마이너스 금리는 기본적으로 BOJ의 공개시장조작으로 유도되고 공개시장조작을 수행하는 레포시장 확대가 불가피
  - 단기자금 조달과 운용에서 차지하는 레포시장 비중이 마이너스 금리 도입 이후 크게 증가
- 레포시장 수요증가로 SC레포금리가 크게 하락. 즉 국채 중 임차료 상승 종목이 증가. BOJ 국채보유비율 상승과 해외투자자의 참여 확대로 국채 희소성이 강화된 결과
  - GC-SC 스프레드(=무리스크 금리(GC금리)-개별종목 희소성(SC대차료)) 확대. GC레포는 국채 담보로 보전되는 신용리스크가 작은 거래, SC는 특정 종목 채권을 조달하는 거래
  - 다만 국채 희소성을 완화를 위해 BOJ는 '국채보완 공급[3]'을 실시

■ **한편, 마이너스 금리가 MMF시장 붕괴를 가속화했으나 이와 유사한 MRF시장은 존속**

- MMF는 2000년 21조 규모로 투신자금운용의 40%까지 차지했으나 2001년 원금손실 사건 후 축소되다 마이너스 금리 정책을 결정타로 2017년 5월 잔고 제로에 도달
  - MMF의 주요 운용대상인 국고단기증권시장에서 마이너스 금리가 일상화되어 운용 불가능
- 증권계좌의 예치금을 운용하는 MRF(money reserve fund)는 운용자금을 강제상환하거나 신규모집을 정지할 수 없기 때문에 MMF와는 달리 시장이 존속
  - 국고단기증권과 CP등으로 운용하지 않는 경우에는 은행계좌에 예금의 형태로 예치

그림25 | 레포거래 잔고와 GC-SC 스프레드



자료 : 일본은행

그림26 | 일본 MMF 시장 붕괴

자료 : 일본 투자신탁협회

2) GC(general collateral)레포거래는 현금담보부채권대차거래 기법의 일종. 자금과 채권을 일정 기간 교환하는 거래에서 채권 종목을 특정하지 않는 거래, 반면 SC(special collateral)는 채권 종목을 특정하는 거래
3) 국채보완공급은 국채시장에서 특정 종목 국채의 조달 문제가 시장 전체의 유동성 저하로 확산되는 것을 방지하여 국채시세를 안정적으로 유지할 목적으로 시장참가자들에게 국채를 일시적으로 공급하는 제도

나. 국채시장: 기능度 사상 최저치로 하락

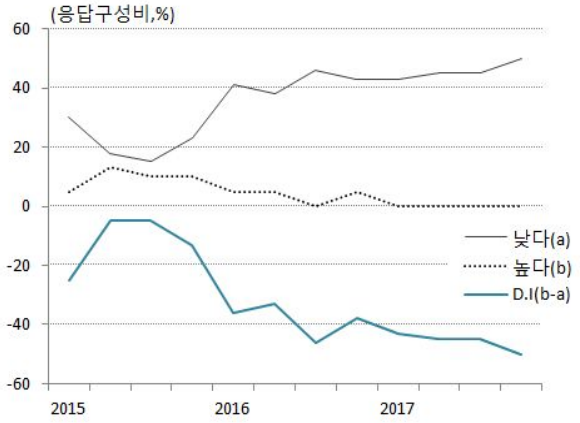
■ **마이너스 금리 정책 실시 이후, 국채시장은 시장참가자들의 거래포기 등 급속한 기능 저하 발생**

- 마이너스 금리 실시로 시장금리 수준이 한 단계 더 낮아지면서 실제 유동성에 포착되지 않는 거래포기가 크게 증가한 것으로 추정되는 등 채권시장의 기능 저하가 최근까지도 계속 진행 중
  - '17.12월 일본은행이 채권시장참가 46개사(은행 등 금융기관)를 대상으로 조사한 채권시장 기능도 DI는 −50%(=기능도 높다(0%)−기능도 낮다(50%))로 조사 이후 최저로 악화
- 마이너스 금리로 인해 채권시장 유동성이 계속 감소. 국채거래는 딜러간 거래가 신규발행 국채를 중심으로 위축되는 추세이고, 딜러의 대고객 거래가 해외투자자의 중기채 거래를 중심으로 점진적인 하락추세를 유지
  - 양적·질적 완화정책 이후 대고객거래는 도시은행의 국채매입 감소가 전체 추세를 선도
- 다만, 마이너스 금리 정책 이후 국채시장 변동성은 크게 축소. 이는 BOJ의 국채보유비중 증가, 장단기금리조작(수익률곡선조절)에 따른 금융기관 수익성 소폭 개선 등이 원인인 것으로 판단

■ **국채 발행시장에서는 마이너스 금리 정책 실시 이후 입찰금리가 마이너스로 하락했는데도 금융기관들이 입찰 참가가 감소하지 않는 예상 밖의 현상이 발생**

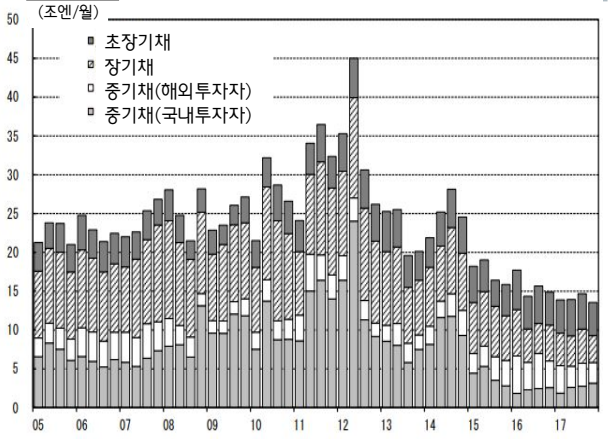
- '16.3.1일 (342회)국채10년물 입찰최고금리가 처음 −0.015%로 마이너스를 기록. 입찰에는 시중은행들이 참가하지만 결과적으로 국채 대부분은 일본은행이 매입

그림27 | 일본 채권시장 기능도 DI



주 : DI는 Diffusion Index
자료 : 일본은행, "채권시장 서베이" 각호

그림28 | 딜러의 대고객 거래액



주 : 고객은 도시은행, 지역금융기관, 투자가(생·손보, 투신 등), 외국인
자료 : 일본은행, "채권시장 서베이"에서 전제

- 시중은행들이 매입국채를 담보로 사용하거나 일본은행이 그보다 더 낮은 금리로 매입해줄 것을 기대해 마이너스 금리에도 입찰에 참여하는 도덕적 해이가 발생

● 실제 연간 국채발행 규모를 보면 신규재원국채가 40조엔 내외, 차환국채가 100조엔 이상이며, BOJ는 매월 10조엔 규모의 국채매입오퍼레이션을 실시

■ 국채 유통시장에서는 매매규모가 축소되고, 은행의 점유율이 하락하는 대신 해외투자자의 점유율이 증가하는 추세

● 마이너스 금리 하에서 장기국채에 대해 플러스 금리를 추구하는 수요가 증가하면서 수익률곡선이 가팔라지는 경향

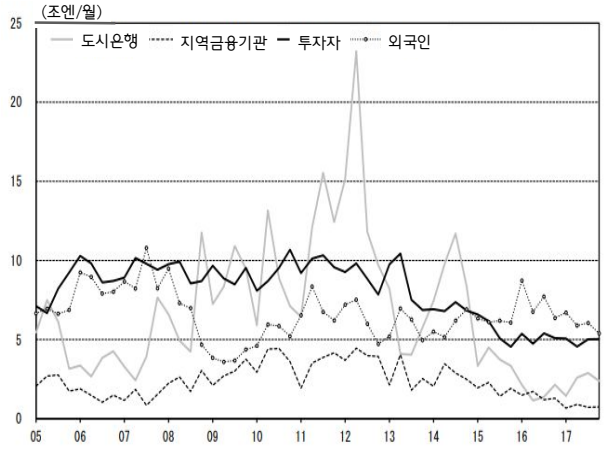
- '16.7월 BOJ가 9월 금융정책결정회의에서 금융완화 총괄 검증을 예고하면서 초장기물 주도로 금리가 상승기조로 전환

● 기업자금 수요가 위축되면 은행들은 신흥국 채권 매입 등 위험상품 운용비율을 높일 수밖에 없고, 이로 인해 금융기관들의 건전한 운용의 장이라는 국채시장의 고유기능이 퇴색. 즉 국채시장이 민간의 자금유통이 아니라 금융기관과 BOJ의 거래로 변질

● 또한 BOJ의 국채 대량매입은 시장금리를 마이너스로 패킹하는 결과를 가져오며, 국채시장의 주요 기능인 '재정에 대한 신호효과'가 BOJ의 국채 가격변동 억제로 인해 제대로 작동하지 않는 문제가 발생

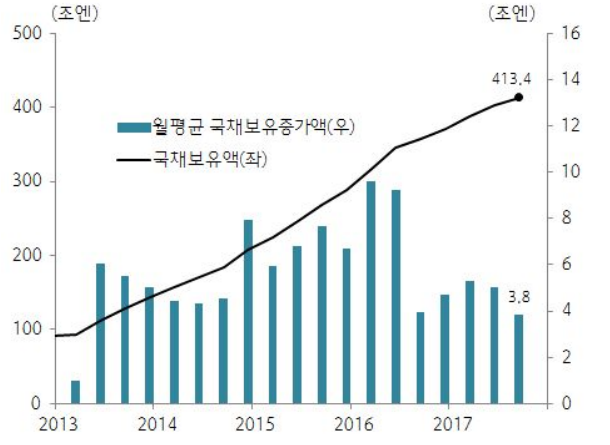
- 마이너스 금리 하에서는 국채시장의 재정 감시 기능이 훼손

그림29 | 주체별 국채거래 규모



자료 : 일본은행, "채권시장 서베이"에서 전제

그림30 | 일본은행 국채보유 규모



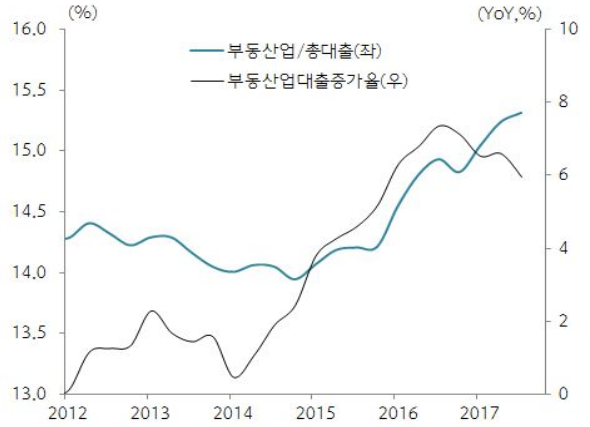
자료 : 일본은행

다. 부동산시장: 마이너스 금리로 회복세

■ **마이너스 금리 정책 실시 이후 부동산으로 자금 이동이 증가. 개인주택 대출과 부동산업 대출을 중심으로 증가한 자금이 다시 임대주택 시장에 몰리면서 부동산경기 회복으로 연결**

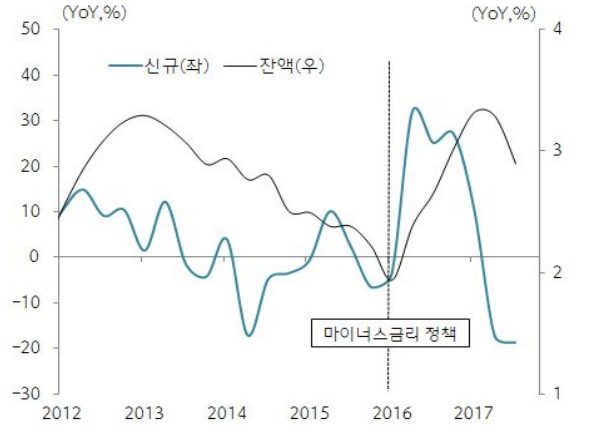
- 마이너스 금리 정책 실시 이후 은행대출 가운데 개인주택대출과 부동산업대출이 고공행진을 하였고, 이 재원이 부동산경기를 부양하는 등 마이너스 금리가 부동산경기에 큰 영향을 미치는 것으로 판단
  - 부동산업대출/총대출 비율은 '15.12월말 14.2%에서 '17.9월말 15.3%로 1%p 이상 상승
  - '16.4~'17.3월간 신규 개인주택대출도 전년동기대비 22.9% 증가한 17.1조엔을 기록
- 부동산 대출자금은 주로 임대주택시장에 투입되고 있으며, 부동산거래를 위한 자금조달도 증가 추세
  - '17.4~9월 상장기업과 부동산투자신탁(REIT)의 일본 내 부동산 거래금액은 전년동기비 19% 증가한 1조 8,213억엔에 달하는 등 2반기 연속 두 자리 증가율 기록
- 결과적으로 부동산 가격 상승 등 부동산 경기 회복이 실현. 공시지가가 2016년중 8년만에 플러스로 반전하여 2017년에는 2년 연속 상승 실현
  - '17년 1월 시점 공시지가 상승률: 상업지 1.4%, 3대도시 주택지 0.5%
- 그러나 대도시와 달리 지방권은 물론 일부 수도권까지 임대주택의 공실률이 상승하는 등 마이너스 금리의 부동산경기 회복효과도 일부지역에 집중되고, 인구감소와 저성장의 지속 등이 전체 부동산 경기의 회복세를 제한
  - 임대주택에 투자자금이 집중되면서 수급이 악화돼 공실률 상승, 집세 하락 사례도 등장

그림31 | 마이너스 금리 정책과 부동산시장



자료 : 일본은행

그림32 | 마이너스 금리 직후 신규 개인주택대출 급증



자료 : 일본은행

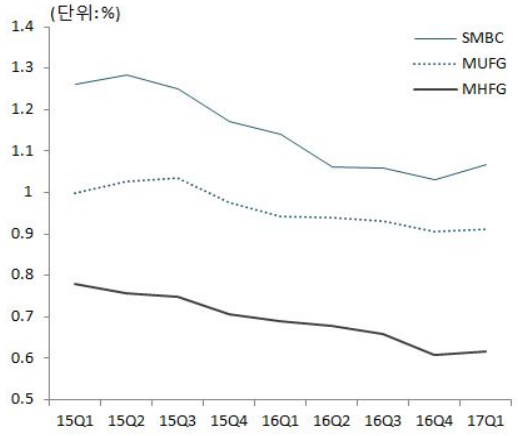
3. 금융기관 경영에 미친 영향

가. 은행: 수익성 악화로 금융시스템의 불안정성 확대

■ **마이너스 금리는 은행 NIM 저하, 보험사 자금운용수익 축소 등 금융기관 수익성을 크게 압박**

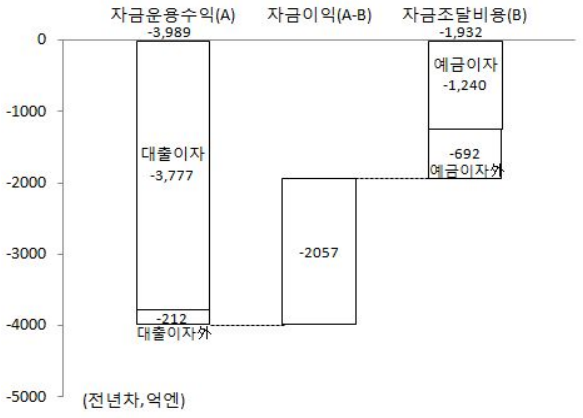
- 마이너스 금리 실시로 예대금리차가 한단계 더 축소. 특히, 2016년중 주요 은행들의 NIM(순이자마진)이 빠르게 하락함으로써 은행 수익성 큰 폭 저하
  - 예대금리차(장기대출약정평균-정기예금,%): .997('16.1)→.900('16.9)→.842('17.12)
  - 마이너스 금리 정책을 완화한 '16.9월 조치로 수익악화 추세는 진정. '17년 1/4분기 중 일부 대형은행 NIM이 상승 반전: MUFG 0.92%, SMFG 1.07%, MHFG 0.62%
- 일본 전국은행협회 통계를 이용해 마이너스 금리 정책에 따른 은행 수익성 변동 내역을 살펴보면, 금리하락에 따라 2016년도(16.4~17.3월) 전국 116개 은행 자금이익은 전년비 2,719억엔 감소(-3.5%)한 7조 5,371억엔이었고, 국내부문만 2,057억엔 감소
  - '16년도 국내업무 대출이자 4조 7,879억 엔(전년비 -7.3%), 자금운용수익 6조 6,717억엔(-5.6%)으로 부진, 자금이익은 전년비 2,059억엔 감소(-3.2%)한 6조 2,230억엔
  - 해외업무 부분의 자금이익도 1조 3,141억엔(-4.8%)으로 감소
- 한편, 마이너스 금리 정책 실시 이후 대출금리가 빠르게 하락하면서 개인 모기지 중심으로 대출이 크게 증가했으며, 예상외로 예금 증가폭도 확대
  - 모기지대출 증가와 부동산업 대출이 크게 증가하면서 대도시권 부동산 경기도 회복
  - 기업금융은 주요 산업에서 증가폭이 크지 않았으나 부동산업 등은 큰 폭 증가

그림33 | 일본은행 3대 대형은행 NIM 추이



자료 : Bloomberg

그림34 | 전국은행 국내부문 수익변동 요인분해('17.3결산)



자료 : 일본 전국은행협회

■ 마이너스 금리의 영향은 은행의 규모별·특성별로 달랐으며, 은행들도 적극적으로 대응

- 은행의 규모와 업무구성에 따라 마이너스 금리의 영향에 편차가 발생. 이자이익 비중이 높고, 대출금과 유가증권의 수익성이 낮을수록 마이너스 금리 이후 수익성 악화가 빨랐던 반면, 국내예대업무 외에 다양한 업무를 수행하는 은행일수록 마이너스 금리의 수익 영향이 적었음
  - 대형은행들은 해외업무 및 증권업무 비중이 높아 마이너스 금리의 영향을 완충
- 예대업무 중심인 지방은행 등 중소금융기관들의 수익성이 더 악화. 지방은행들은 중소기업대출 비중이 높아 마이너스 금리 이후 리스크가 확대되고, 수익다변화 대응 수단도 제한적이어서 '지방은행 재편' 압력에 직면
- 은행들은 수익성 악화에 대응하여 이자수익 비중을 줄이고, 자산운용과 M&A 등 수수료 비즈니스의 비중을 높이려는 노력을 경주

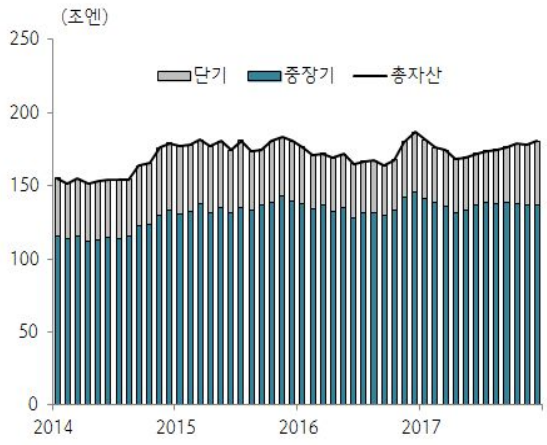
■ 마이너스 금리 정책 이후 은행들이 해외·투자 상품비중 확대 등 포트폴리오를 조정하고, 채널정비와 AI도입 등 비용감축을 본격화

- 마이너스 금리 하에서 은행들은 해외부문 비중과 펀드투자 확대 등을 통해 수익성 다변화를 기하는 등 적극적으로 리스크를 수용하는 방향으로 포트폴리오를 조정
  - 은행 등 금융기관들은 '12년부터 국채보유를 줄이고, 투자신탁 잔고를 '14년말 6조엔 수준에서 '16년말 19조엔으로 확대
- 수익성이 악화된 국내부문을 대신하여 해외진출도 확대. 해외은행 M&A, 은행 현지법인 및 지점의 자산확충은 물론 해외증권 투자도 증가 추세
  - 해외지점 자산·부채 규모는 '12년 말부터 증가. '16년 중 정체한 후 '17년부터 재상승 추세

그림35 | 일본 은행 해외지점 외형은 2012년 말부터 증가

주 : 굵은 선은 본지점계정 부채, 가는 선은 예금
자료 : 일본은행

그림36 | 일본 은행부문의 대외자산



자료 : 일본 재무성

– 다만 '16년에는 미국금리 상승의 영향으로 해외채권 잔고가 48조엔 수준으로 감소

- 대형은행들은 수익성 악화에 대응하기 위해, 채널정비 등 조직 변경을 중심으로 비용 절감에도 적극 노력 중이나 아직 인원감축 등의 움직임은 크지 않은 상황

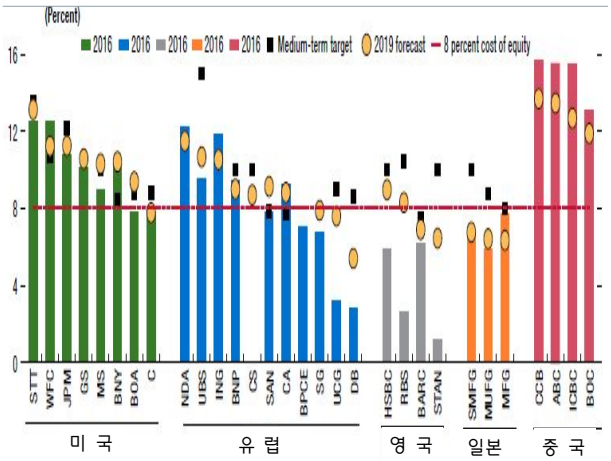
■ 대형은행은 마이너스 금리의 장기화를 전제로 경영계획을 수립, 지방은행은 개인 부동산대출 특화 등으로 대응

- 마이너스 금리 실시 이후 규모별로 은행 수익성 차별화가 심화. 예대업무 비중이 높은 지방은행 등의 수익성 악화가 부각
  - 대형은행은 포트폴리오와 채널을 조정하는 동시에 digital transformation 등 다각도 대응
  - 지방은행은 특화전략 중심으로 대응중이나 한계가 있으며 '지방은행 재편' 압력 직면
- 은행들은 마이너스 금리 지속을 常數로 인식. SMFG는 2017년에 마이너스 금리를 전제로 중기경영계획을 수립하였고, 금년에는 3대 대형은행을 중심으로 저금리 대응의 방안으로써 계좌유지수수료 도입 여부도 결정될 계획
  - 은행 수익성도 '18년 상반기, 주식 등 증권가격 상승으로 일시적 개선이 기대되나 AI 도입, 점포통합 등 업무 효율성 제고를 통해 장기적인 수익성 회복 노력 필요
  - MUFG Union Bank는 미국에서 월 2천엔 수준의 계좌유지수수료를 부과 중이고, SMBC신탁은행도 미국에서 '15년부터 잔고가 일정액을 미달하는 계좌에 대해 월 2천엔을 부과

■ IMF는 일본 은행들이 수익성 정체가 금융시스템의 불안정성 확대로 전파될 가능성을 우려

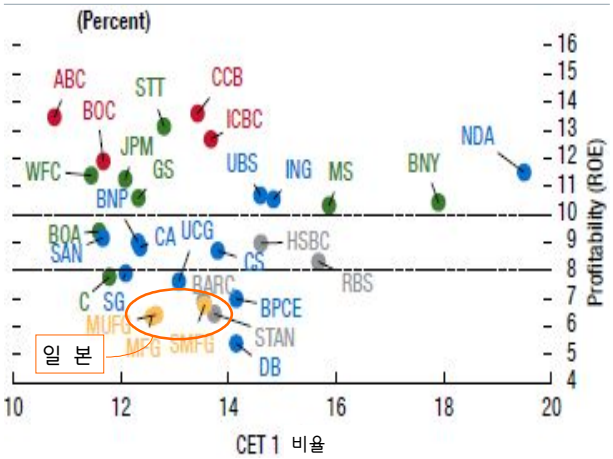
- IMF는 일본의 저금리 환경이 은행 수익성 악화의 원인이며, 특히 3대 대형은행의 수

그림37 | GSIBs의 ROE



자료 : IMF, GFSR(2017.10)에서 전제

그림38 | GSIBs의 수익성과 Capital Position('19년 예상)



자료 : IMF, GFSR(2017.10)에서 전제

익성 악화가 일본은 물론 글로벌 금융시스템의 잠재적인 위협요인이라고 지적하고 해외진출, 비용감축 등을 통한 수익성 개선이 필요하다고 제언

- IMF는 글로벌 30대 은행 가운데 ROE 8%에 미달하는 미국의 시티, 유럽의 도이치뱅크, 바클레이즈 등 5행, 그리고 일본 3대 은행 등 총 9개 은행을 금융시스템 위협 요인으로 지적

● 더불어 IMF는 글로벌 차원의 금융완화정책이 은행들의 자본확충 및 ROE 저하를 초래해 지속가능성을 위협하고 있다고 지적

- IMF 추정에 따르면 일본 3대 대형은행들은 ROE 8%는 물론 CET-1비율 14%에 미달

● 한편, BOJ는 은행들의 저수익성이 일본 금융시스템의 잠재적인 취약성에서 기인한다는 점에 동의하고 있으나 수익악화 원인을 금융기관간 과당경쟁이라는 구조적인 문제에서 비롯되는 것으로 파악

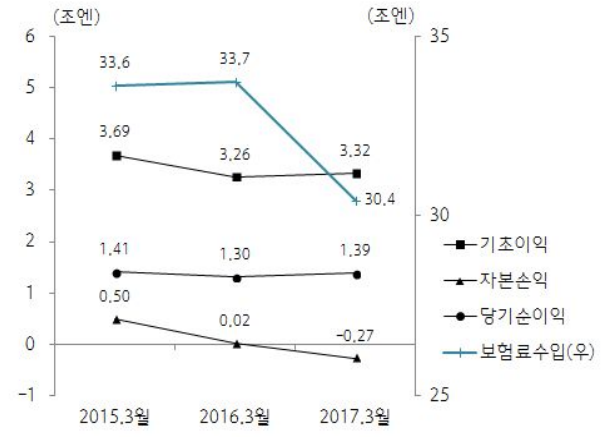
- 일본 은행들은 구미 선진국 은행에 비해 인원 및 점포수 과다로 생산성이 낮으며, 비금리 이익의 구성비가 낮아 마이너스 금리에 취약

나. 보험: 자산운용에 어려움 가중, 보험료 인상으로 대응

■ 마이너스 금리가 보험사의 자산운용 수익성 저하를 초래하였으나 해외보험사업 수익 증가로 상당 부분을 상쇄

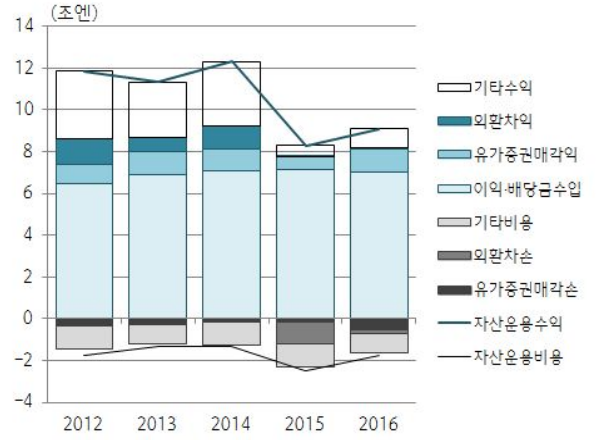
● 생보 예정이자율과 국채 10년물 수익률로 대표되는 시장이자율은 이미 상당기간 역전된 상태로써 생보사들의 자산운용 및 수익성을 압박. 특히 마이너스 금리 정책으로 역마진이 급속히 확대되면서 보험료수입 등이 급감

그림39 | 생보 결산 내용



자료 : 일본 금융청

그림40 | 생보사 자산운용 수익·비용



주 : 기타수익은 금전신탁운용이익, 금융파생상품수익, 특별계정자산운용이익, 기타비용은 금전신탁운용손, 금융파생상품비용, 특별계정자산운용손
자료 : 일본 생명보험협회

- 국채10년-예정이율(bp): -48.3bp('15.12.29) → -64.6bp('16.1.29) → -104.7bp ('16.7.27) → -61.5bp('18.1.31)

● 일본 생보 표준이율은 주요 선진국보다 시장금리 하락에 대한 반영도가 낮고 보수적으로 설정되어 있어 마이너스 금리로 인해 부채비용이 증가하기 쉬운 구조

- 다만 '16년에는 금리하락에도 불구하고 주가가 상승해 자산운용 수익이 증가하고, 외환차손과 기타비용이 감소함으로써 자산운용이익은 전년대비 소폭 회복

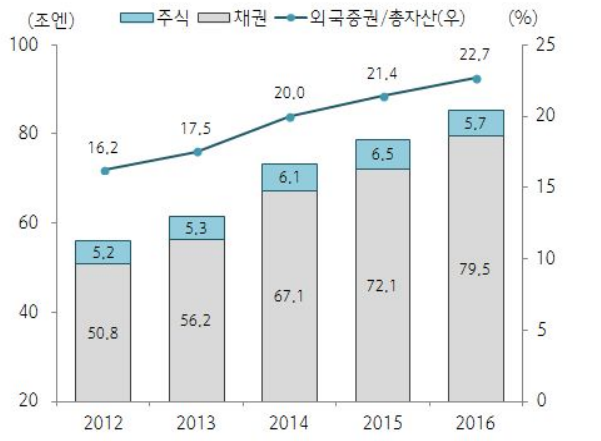
● 2016년도 생보사 당기순이익은 마이너스 금리 정책의 영향 및 유가증권 매각손 등으로 자본손익이 적자로 전환했지만 원금보증비용 등의 감소로 기초이익이 증가함으로써 2015년 대비 소폭 회복을 시현

- 당기순이익(10억엔): 1,411.7('15.3월) → 1,304.8('16.3) → 1,386.6('17.3)
- 기초이익(10억엔): 3,693.2('15.3월) → 3,264.2('16.3) → 3,324.9('17.3)
- 자본손익(10억엔): 498.1('15.3월) → 20.8('16.3) → -275.1('17.3)

● 한편, 손보사의 경우 2016.4~2017.3월 경상이익은 일본 내의 자연재해 감소에 따라 보험금 지급액이 줄어듦으로써 전년대비 증가. 또한 장기계약이 많은 생보와 달리 1년 계약이 기본인 손보는 역마진 가능성이 낮아 마이너스 금리의 영향이 한정적

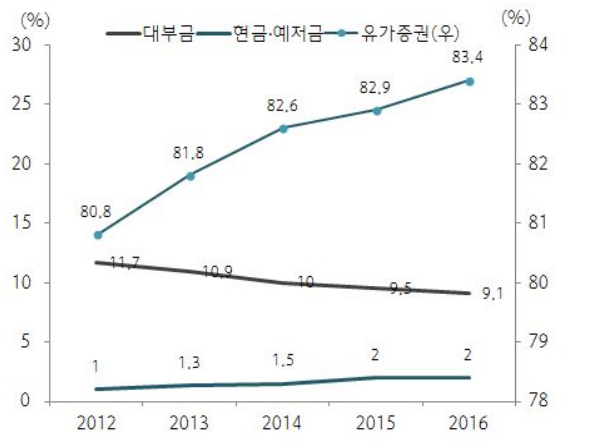
- 순수입보험료(10억엔): 8,574.7('15.3월) → 8,896.5('16.3) → 9,438.2('17.3)
- 경상이익(10억엔): 853.5('15.3월) → 894.2('16.3) → 981.9('17.3)
- 당기순이익(10억엔): 437.9('15.3월) → 595.6('16.3) → 650.7('17.3)
- 자동차 보험료 참고치인 참고순율이 기존 5.7%에서 '14년에 6.4%로 인상

그림41 | 생보 외국증권 잔고



자료 : 일본 생명보험협회

그림42 | 생보사 자산구성비 추이

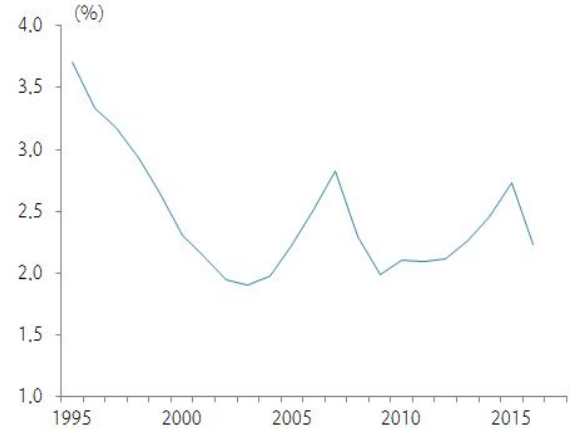


자료 : 일본 생명보험협회

■ 보험사들도 포트폴리오 리밸런싱과 보험료 인상으로 마이너스 금리에 대응

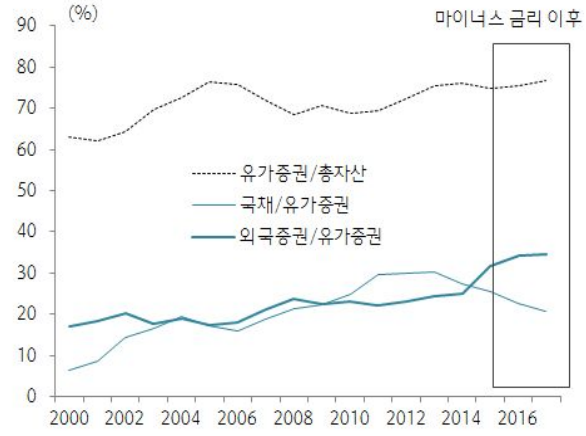
- 마이너스 금리, 인구감소, IT기술발전 등 경쟁환경의 급속한 변화에 대해 대형 생보사들은 M&A를 통한 해외업무 확대, 유가증권 비중의 증대 등으로 대응
- 생보사 유가증권 비중은 2012년말 자산대비 80.8%에서 2016년말 83.4%로 증가한 반면, 같은 기간 대출금 비율은 11.7%에서 9.1%로 축소
- 해외증권/총자산 비중도 양적·질적 완화정책 실시 이후 빠른 증가 추세를 유지하고 있으며, 마이너스 금리 이후에는 2016년 한해에만 해외채권 보유규모가 7.4조엔 증가
  - '16년 중 주식 잔고는 0.8조엔 정도 감소
- 손보사는 자금운용 면에서 마이너스 금리 정책 이후 외국증권 비중을 크게 늘린 반면 양적·질적 완화정책 실시 이후 유지해왔던 국채 비중 축소를 계속. 2017년 12월말 기준 26개 손보사의 총자산 32.8조엔 중 국채로 5.2조엔, 외국증권으로 8.7조엔 보유
  - 국채/유가증권 비중(%): 30.2('13) → 27.5('14) → 25.5('15) → 22.6('16) → 20.7('17.9)
  - 외국증권/유가증권 비중(%): 24.2('13) → 25.0('14) → 31.6('15) → 34.1('16) → 34.7('17.12)
- 또한, 보험사들에게 보험료 인상도 가능한 선택지. 생보는 예정이율 조정이 후행적으로 이루어지고, 마이너스 금리로 자금운용 수익 축소가 불가피하기 때문에 보험료율 인상이 손쉬운 대응 수단

그림43 | 손보 자산운용 수익률 추이



자료 : 일본 손해보험협회

그림44 | 손보사 자산구성비 추이



자료 : 일본 손해보험협회

III. 종합 및 시사점

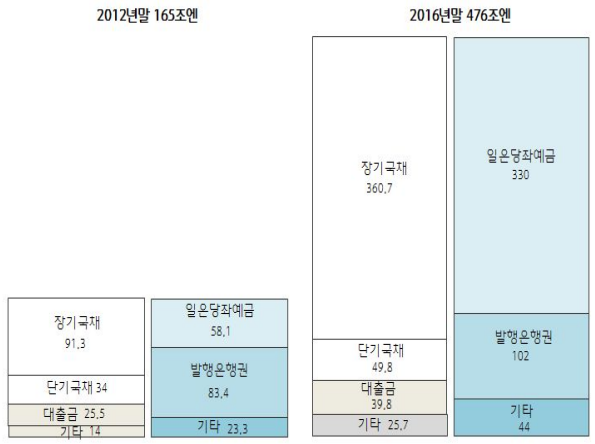
1. 일본은행의 정책 방향

가. 통화정책의 정합성, 일본은행의 재무상태 악화 등 문제 발생

■ BOJ의 정책기조와 미국·EU 통화정책과의 정합성 문제 제기

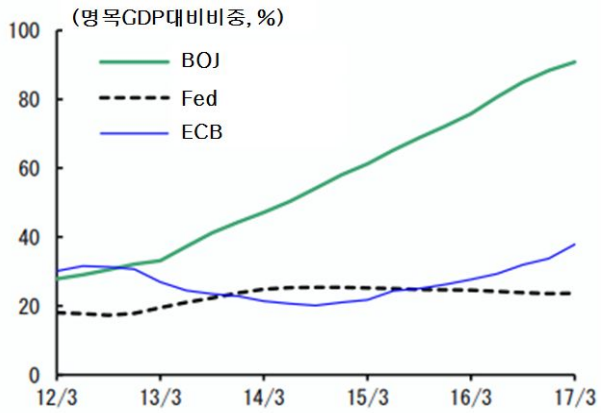
- Fed가 미국 경기회복을 배경으로 예상보다 빠르게 금리를 인상하는 등 정책 전환 국면을 맞이한 상황에서 BOJ만 마이너스 금리 정책을 장기간 유지하면 BOJ의 기능 위축, 금융기관 수익성 악화, 물가 불안정성 확대 등 부작용이 구조화될 가능성 증가
- 반면, BOJ는 일본 국내의 정책목표를 달성해야 정책전환에 나설 수 있기 때문에 실물경제의 회복 여부, 물가와 환율의 동향 등이 중요한 판단기준이나 이 변수들이 충분한 기조변화를 보여주지 못해 정책변경 가능성은 아직 낮은 상태
  - 최근 일본 경기 및 물가는 수준면에서 큰 변화가 없지만 추세 면에서 회복 가능성 시현중
- 일본경제는 기업수익 및 고용 개선 효과가 임금과 가계소득으로까지 파급되기 어려운 구조적 제약이 있어 선진국 중 통화정책 전환이 가장 늦어질 것으로 판단
  - ECB는 '18.1월부터 월간 국채매입액을 기존의 절반인 300억 유로로 조정함으로써 완만한 테이퍼링에 착수
- 다만 은행 등 금융기관 수익성 악화가 방치하기 어려운 수준에 접근해 부분적 통화정책 변경은 필요. IMF의 경고처럼 금융기관의 수익성 악화를 장기간 방치할 경우 금융시스템의 불안정성이 금융은 물론 실물경제의 회복까지 억제할 우려

그림45 | 일본은행 B/S



자료 : 일본은행

그림46 | 주요 중앙은행의 자산규모



주 : 해당 분기 자산규모를 분기별 명목GDP로 나누어 산출
자료 : 일본은행, "2016년도 금융시장 조절"에서 전제

– BOJ도 명시적으로 정책을 변경하지 않았지만 국채매입 축소 등 암묵적 정책 완화에 착수

■ 마이너스 금리 도입으로 일본은행의 재무상태가 한층 더 악화되는 부작용 발생

- 질적·양적 완화정책에 이어 마이너스 금리까지 실시되면서 BOJ에는 국채 over par[4)] 와 이에 따른 손실이 발생. 더욱이 엔고로 인해 외화자산평가손이 증가해 금리수입을 초과할 경우 BOJ는 적자로 전환하고, BOJ의 국고납부금이 크게 감소할 위험
  - BOJ 국고납부금(10억엔): 579.3('13) → 756.7('14) → 390.5('15) → 481.3('16)
- BOJ의 손실 확대는 정책 정상화를 지연시킬 수 있는 요인. 또한, BOJ가 ETF 등 리스크자산도 보유하고 있어 주가변동 등에 따른 추가 손실 가능성도 상존
- 정책 정상화 방안은 미국처럼 만기국채를 상환하는 방식이 유력하며, 정상적인 보유규모를 얼마로 설정하는가에 따라 소요기간은 다양
  - '17.1월 기준 국채 잔존기간 7.4년, 잔액 350조엔으로서 당장 만기상환에 착수해도 국채보유를 현재의 반으로 줄이는 데만 7.4년, 소진까지는 20년 이상 소요 예상
  - Fed의 경우 자산보유수준이 4.5조 달러인데 2.3~3.3조 달러 수준으로 줄이면 정상화로 간주할 것이라는 견해가 지배적이며 이 수준은 '20~'23년 중 달성 가능 예상
- 한편, BOJ 손실이 다년간 누적될 경우 재정지원이 필요하고, 이때 BOJ가 손실 축소를 위해 기초잔고(중 초과지준)에도 제로금리(현행 +0.1%)를 적용한다면 금융기관들의 수익성이 악화되며, 이를 초저금리나 계좌유지수수료를 통해 고객에 전가할 가능성

그림1 | 주요국의 마이너스 금리의 전달 메커니즘(2018.3.13일 기준)

	1년	2년	3년	4년	5년	6년	7년	8년	9년	10년	15년	20년	30년
스위스	-0.9	-0.87	-0.71	-0.55	-0.44	-0.27	-0.16	-0.07	0.04	0.1	0.39	0.5	0.63
일본	-0.15	-0.14	-0.13	-0.11	-0.1	-0.07	-0.03	-0.03	0.01	0.05	0.26	0.54	0.89
핀란드	-0.54	-0.57	-0.37	-0.25	-0.02	0.2	0.29	0.48		0.73	0.99		1.38
네덜란드		-0.64	-0.49	-0.3	-0.17	0.09	0.27	0.42	0.54	0.66			1.26
독일	-0.67	-0.58	-0.4	-0.2	-0.01	0.12	0.25	0.49	0.5	0.76	1.02	1.03	1.26
스웨덴		-0.43	-0.34	-0.11	0.19	0.33	0.41			0.8	1.15	1.45	
오스트리아	-0.55	-0.4	-0.2	-0.08	0.17	0.35	0.49	0.47	0.73	0.82	1.19		1.52
프랑스	-0.58	-0.47	-0.22	-0.04	0.14	0.29	0.45	0.6	0.74	0.86	1.26	1.37	1.71
아일랜드	-0.56	-0.44		-0.05	0.13	0.37	0.57	0.77		1.05	1.18		1.74
덴마크		-0.38			0.16			0.41		0.67		1.12	
이탈리아	-0.39	-0.24	0.06	0.34	0.66	1.02	1.36	1.61	1.76	1.99	2.49	2.77	3.03
노르웨이		0.72		1.23		1.58	1.67	1.78	1.86	1.93			
영국	0.74	0.84	0.88	1.03	1.17	1.229	1.29	1.39		1.49	1.74	1.89	1.89
캐나다	1.59	1.79	1.9	1.98	2.03	1.28	2.1				2.21	2.37	2.38
미국	2.03	2.25	2.41		2.62		2.77			2.84			3.1

자료 : Bloomberg

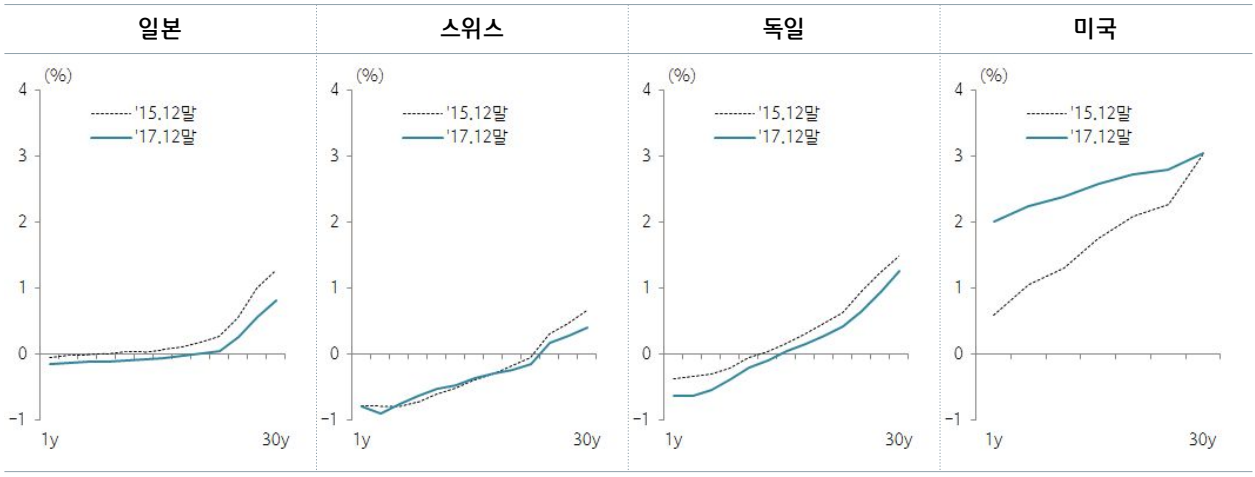
4) 채권가격이 액면가를 웃도는 상태. 만기 보유시 액면을 받게 되므로 상환차손이 발생하지만 보유 이자가 상환차손을 초과하는 경우 투자자들은 오버파로도 채권을 매입할 수 있음.

나. 장기간에 걸친 출구전략의 실행 가능성

■ 금융정책 정상화는 장기간 소요 예상. 장단금리조작을 통한 금리조정이 유력 정상화 방안

- 최근(2018.1월) 금융정책회의에서도 BOJ는 '출구전략'이 시기상조라는 견해를 밝히는 등 명시적인 정책변경은 없었지만 정책 부작용, 미국의 금리인상 가속화 등으로 BOJ의 정책 정상화 압력은 가중
- 이미 2016.9월 장단금리조작 정책 도입 이후 국채매입정책은 사실상 수정된 상태. 매년 80조엔 정도의 국채매입 속도를 유지한다는 방침을 변경한 적은 없으나 실제로는 연 50~60조엔 매입으로 규모가 축소된 상태
  - 정책변화가 없음에도 불구하고 실제 국채매입이 감소하여 '스텔스 테이퍼링'으로 불림
- 향후 정상화 방안으로는 2017.12월 금융정책회의에서 금리수준 조정에 대한 언급이 있었고, 미국금리가 급상승하는 추세를 감안해 장단금리조작을 통해 금리수준을 높여가는 방안이 유력
  - '17.11월 BOJ총재가 통화완화 효과가 반전되는 reversal rate[5] 수준이 있다고 언급, 금리조정 가능성을 시사했으며, 그 수단으로 장단금리조작을 채택할 가능성
- 반면, 금리조정방식은 시장금리가 과도하게 반응할 위험성을 내포. BOJ가 ETF매입을 기술적으로 줄이는 '스텔스 ETF매입 감축'을 먼저 시행할 것이라는 신중론도 제기
  - BOJ가 ETF 매입기준을 강화하면 자동적으로 매입액을 감축하는 효과

그림47 | 주요국의 수익률 곡선



자료 : Bloomberg

5) 금리를 지나치게 인하하면 예대마진 축소를 통해 금융기관의 자기자본제약이 심화됨으로써 금융중개기능이 저하되기 때문에 금융완화 효과가 반전(reverse)될 수 있다는 이론. 따라서 BOJ의 정책금리 수준이 과도하게 낮다고 판단되면 금리인상 조치를 취해야 한다는 의미로 해석 가능

2. 은행들의 마이너스 금리 대응

가. 대형은행: SMFG 대응 사례, 마이너스 금리 지속을 전제로 경영계획 수립

■ **마이너스 금리가 수익성 악화로 직결, 은행은 지속가능성 확보를 위한 비즈니스 모델 재설정**

- 고령화로 은행 수익성 저하가 구조화되는 과정에서 마이너스 금리 정책이 도입되자 일본계 은행들의 국내 사업기반 축소와 이로 인한 본업 수익의 뚜렷한 약화가 진행
  - 예금금리의 하방경직성에 따른 예대업무의 수익성 저하가 불가피
- 마이너스 금리 정책 이후 대형은행들은 대출증대를 위한 금리경쟁을 가속화하고, 지방은행 등의 영업대상이었던 중소기업 등 상대적으로 리스크가 큰 부문에도 대출을 확대하기 위해 노력
  - 마이너스 금리 기조 하에서는 금리경쟁이 아니라 사업모델 재구축 등 근본적 대응이 필요
- 글로벌 금융위기 이후 미국 및 유럽계 은행들은 건전성 강화가 최우선 목표였지만 일본 대형은행들은 건전성보다 저수익성 개선이 더 시급한 과제로 부상
  - 일본계 은행들의 저수익성이 장기적으로 건전성 및 금융시스템 안정성 문제로 확대 가능성
- 마이너스 금리를 포함한 저금리 환경이 계속될 수밖에 없는 상황에서 은행들은 현체

표2 | **SMFG 중기경영전략**

부 문	내 용	사 례
리테일	- 일본 최고의 리테일금융 비즈니스 실현을 목표로 컨설팅 능력과 디지털 부문의 수월성 등 그룹 시너지를 최대 활용 - 은행과 증권을 종합한 자산관리형 운용비즈니스, 디지털 활용 비즈니스모델 개혁, 차세대점포 도입 등 비용구조의 전환 추진	- RPA도입과 차세대점포 전략으로 '19년까지 4,000명의 인력 재배치 계획
기업금융	- 기업금융은 중견기업 부문의 우위 확보를 위한 전략을 채택. 중견기업 시장에서 고객기업의 성장단계에 맞춘 다양한 솔루션을 제공하고 스타트업 지원 체제도 정비	
글로벌	- 정체된 국내시장을 대신 글로벌 시장 확대에 주력하기 위해 미국·아시아·인프라 중심으로 글로벌 진출 전략 수립	
S&T 자산관리	- 예대업무 비중 축소를 위해 Sales & Trading 업무 수익력 강화 - SMFG 독자의 부가가치 높은 신탁·자산관리 비즈니스의 구축하는 등 업무의 다양화 추구	
디지털 전략	- 디지털뱅킹을 담당하는 CDIO(Chief Digital Innovation Officer)의 지휘로 ①손님의 편리성 향상, ②신규 비즈니스 창출, ③생산성 및 효율성 향상, ④경영인프라 고도화 등 4가지 측면에 주력	- Debit Card(iD·Visa payWave), CLO(Card Linked Offer)기법을 탑재한 '코코이코' 출시 - 생체인증플랫폼 구축위해 NTT데이터, 아일랜드의 Daon과 신규회사를 설립 - RPA도입해 업무효율화와 차세대 워크플레이스 구축, Public Cloud를 활용

자료 : SMFG 중기경영계획

제를 지속가능한 비즈니스모델로 개혁해야 하는 당위성에 직면해 고도의 금융중개 기능을 담당할 수 있는 체제로 전환하기 위해 노력

■ **SMFG의 대응사례, 2017년중 마이너스 금리 지속을 대전제로 3년 중기경영계획을 수립하여 지속가능한 비즈니스 모델을 설정**

- SMFG는 2017년 중기경영전략계획 수립 시, 마이너스 금리 환경을 전제로 수익성 악화에 대응하기 위하여 기존의 규모 확대 전략을 질적 향상 중심으로 대체
  - 마이너스 금리 이후 예대마진 축소는 물론 외화 조달비용 상승 등 경영환경 악화가 뚜렷
- 부문별로 보면 리테일부문은 저축에서 자산형성으로 중심 이동, 법인부문은 업계재편과 해외진출을 가속, 해외부문은 미국과 아시아 그리고 인프라 투자에 집중하는 방향성 추진. 이를 종합해 은행의 지속가능성을 제고하는 종합적인 비즈니스모델을 모색
- 또한, 은행 digital transformation, 채널전략 재설정, 비용절감대책 등을 본격화함으로써 수익성 개선에 전념
  - digitalization에 대응하기 위해 CDIO(Chief Digital Innovation Officer)의 임명과 전담조직의 설치, AI 등을 활용한 자동화와 이를 통한 인력소요 절감 및 채널정비 등을 진행

나. 지방은행: 스루가(スルガ)은행 대응 사례, 본업 집중으로 마이너스 금리 극복

■ **스루가은행은 지방은행 가운데 모기지대출에 집중해 압도적 수익력을 과시하고 있으며, 마이너스 금리가 진행될수록 타행과 격차가 확대**

- 스루가은행은 금리하락이 진행될수록 타행 대비 우수한 수익력이 부각되고, 심지어 마이너스 금리 하에서 수익성이 개선되는 시즈오카 기반의 지방은행. 마이너스 금리 하에서 다양한 사업전략을 구사하는 대형은행과 달리 지방은행은 선택과 집중을 통해 전문성으로 승부하는 전략이 유효
- 스루가은행은 개인부동산대출에 집중하는 대신에 유가증권 운용 등을 최소화하는 전략으로 마이너스 금리 하에서도 높은 예대마진을 확보함으로써 수익이 계속 확대
  - '17.9월말 현재, 대출잔고 3조 2,860억엔 중 개인대출 2조 9,634조엔, 주택대출 2조 551억엔으로 개인주택대출 비중이 매우 높은 은행
  - '17.9월 중간결산, 예대마진 2.31%로 타행대비 2배 이상이며, 은행업무순익/업무조이익 비율이 높은 것이 특징
- 스루가 은행의 수익률을 지방은행 중 대표적으로 지역기반이 견실한 우량은행인 주고쿠은행과 비교하면 양행간의 수익력 격차가 확대되고 있는데 이는 대출방향과 자산내

용 차이에 기인

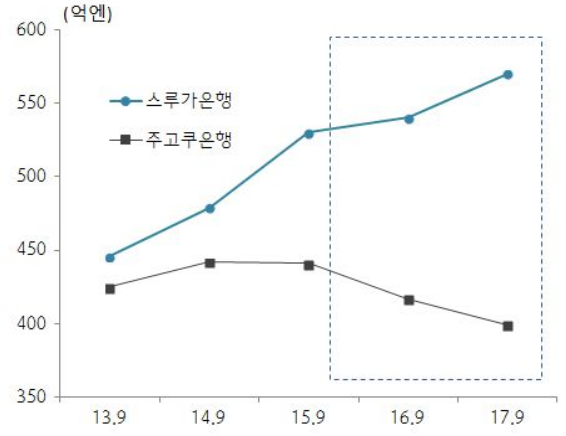
- 스루가은행은 타행대비 대출금리를 높게 책정하고도 대출을 확대할 수 있는 능력을 보유하고 있어 모기지대출에서 고수익을 올리는 비즈니스모델이 유효. 다만 점차 리스크 높은 부문의 여신 비중이 높아지고 있어 향후 건전성 관리가 관건
  - 대출 결정과 실행을 타행보다 압도적인 스피드로 진행하고, 타행이 거부하는 중소물건에도 적극 대출하며, 시즈오카 기반이나 지역 특화하는 타행들과 달리 전국으로 영업망을 확대

다. 은행권: 계좌유지수수료 부과 모색

■ **대형은행들을 중심으로 마이너스 금리에 따른 급격한 수익성 악화를 상쇄하기 위해 계좌유지수수료 부과가 불가피한 국면이라는 주장**

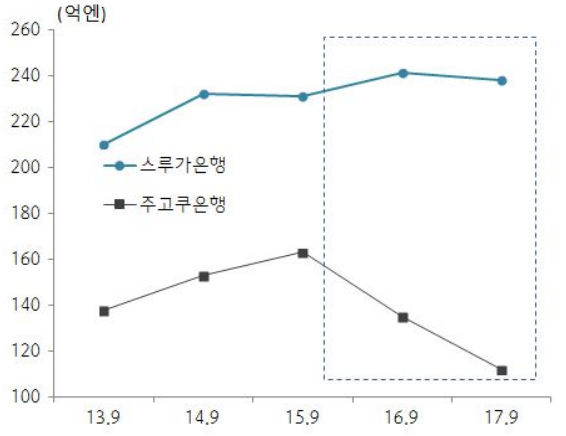
- MUFG, SMBC, 미즈호 등 대형은행들이 리테일 손님들에 대한 계좌유지수수료 도입을 검토하고 있으며, 2018년 중에 도입여부를 결정한다는 계획
  - 마이너스 금리 정책이 장기간 지속될 경우 계좌유지수수료 도입 가능성 큰 것으로 관측
- 2017년 10월 BOJ의 '금융시스템레포트'가 일본 금융기관의 非자금이익이 낮으며, "일본에서는 계좌 유지와 관리 등의 금융서비스를 무료로 제공하는 비중이 높다"고 지적한 것을 계기로 은행계가 계좌유지 수수료 도입을 검토하기 시작
  - '17.11월말 BOJ부총재가 이를 인용하고, 전국은행협회장이 계좌유지 수수료 도입 필요성을 언급하면서 도입 검토가 본격화
- 계좌유지 수수료가 도입되면 개인손님의 통장 정리 필요성이 커지며, 손님들은 대형은행에 대해서는 은행지점 및 ATM 접근성을, 인터넷은행에 대해서는 어플리케이션

그림48 | 업무이익: 스루가은행 vs 주고쿠은행



자료 : 일본은행

그림49 | 순이익: 스루가은행 vs 주고쿠은행



자료 : 일본은행

등 편리성을 가장 먼저 고려할 것으로 예측

- 계좌유지수수료 도입시 일본 대형은행들은 40% 이상의 계좌가 해약될 것으로 추정

- 반면 은행들은 계좌유지수수료 도입과 계좌 해약의 득실을 따져야 하는데 1)수수료가 없거나 저렴한 인터넷은행 등으로 손님 이동 가능성, 2)지점, ATM 등 채널유지 비용 등을 우선 고려할 것으로 예상

<참고문헌>

하나금융경영연구소(2016), "마이너스 금리 현상에 따른 영향," 하나금융정보 2016-26호, 2016.5

하나금융경영연구소(2017), "일본 금융그룹의 중기경영전략," 하나CEO경영이슈 2017-7호, 2017.9

IMF(2017), "Global Financial Stability Report October 2017: Is Growth at Risk?," 2017.10.17

SMFG(2017), "中期経営計画," 2017.5

市川(2017), "最近の不動産市場について," みずほインサイト, みずほ総合研究所, 2017.7.19

河村小百合(2017),"中央銀行のB/S政策と課題," JRIレビュー 2017 Vol.7,No.46, 日本総合研究所, 2017.7

久保田博幸(2017), "日銀は効果の見えないマイナス金利政策を見直すべき," Yahoo Japan, 2017.12.20

櫻川昌哉(2015), "金融が支える日本経済", 東洋経済新報社

斉藤壽彦(2016), "日本銀行のマイナス金利政策とその影響," 千葉商大論叢 54-1号, 2016.9

全国銀行協会, "全国銀行財務諸表分析," 各號

日本銀行(2017), "金融システムレポート;2017年10月号," 2017.10.23

日本銀行(2017), "SCレポ市場からみた国債の希少性," 2017.6

日本銀行(2017), "生命保険会社の国際比較," 日銀レビュー 2017-J-4, 2017.4

日本銀行(2017), "わが国家計の金融資産選択における行動特性," 日銀レビュー 2017-J-7, 2017.5

日本銀行, "わが国短期金融市場の動向," 各號

日本銀行, "債券市場参加者会合 議事要旨," 各號

日本銀行, "金融政策に関する決定事項," 各號

野村総合研究所(2016), "マイナス金利の導入と金融政策の転換," 金融資産関連216, 2016.11

三宅(2017), "国際金融規制改革と銀行経営の行方," みずほ総合研究所, 2017.4

みずほ総合研究所(2017), "アベノミクス5年と今後の政策課題,", 緊急レポート, 2017.12

代田純(2016), "マイナス金利と国債市場," 日本証券経済研究所, 2016.9

<웹사이트>

일본은행: www.boj.or.jp

재무성: www.mof.go.jp, 금융청: www.fsa.go.jp, 경제산업성: www.meti.go.jp, 내각부: www.cao.go.jp

일본전국은행협회: www.zengingkyo.or.jp, 일본신탁협회: www.shintaku-kyokai.or.jp

일본생명보험협회: www.seiho.or.jp, 일본손해보험협회: www.sonpo.or.jp

일본거래소그룹(JPX): www.jpx.co.jp 등

하나 금융정보
Hana Finance Info.

150-705 서울특별시 영등포구 여의도동 27-3
TEL 02-2002-2200
FAX 02-2002-2610
http://www.hanaif.re.kr