

독자행보 日 YCC(Yield Curve Control), 언제까지 지속될까?

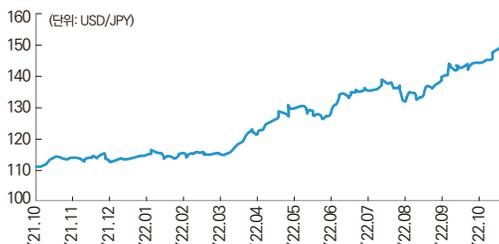
유 선 영 (주택금융연구원 연구원)

- ❶ 최근 엔화 약세, 일본 국채금리 상승 등으로 일본 정부가 시장개입에 나서면서 일본중앙은행(BOJ)의 YCC 정책 전환 가능성에 대한 의견이 제기되고 있는 상황
- ❷ YCC란, 중앙은행이 특정 국채금리를 목표로 설정한 후 일정 수준이 유지되도록 국채를 무제한 매입, 매도하는 강력한 통화정책으로 현재 일본만이 YCC 정책을 운영 중임
- ❸ 현재 일본 YCC 정책 전환 기대감 감소로 금융시장 영향은 제한적이나, 내년 4월 이후 일본중앙은행(BOJ)의 피벗(Pivot, 정책 전환)이 예상되어 금융시장 모니터링을 지속할 필요

최근 엔화 약세, 日 국채금리 상승 등으로 일본 정부가 시장개입에 나서면서 일본의 YCC 정책 전환 가능성이 부상 중임

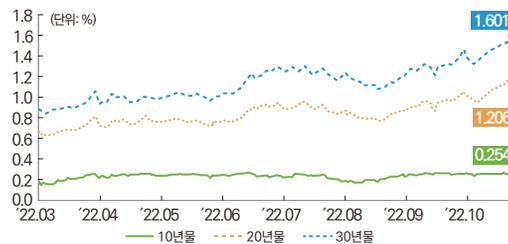
- ▶ 올해 3월 1달러당 110엔이었던 일본 엔화 환율이 10월 20일 장중 150엔을 돌파하며 1990년 8월 이후 32년 만에 최고치 기록
- ▶ 동시각 일본 10년물 국채금리도 0.255%를 기록하며, 일본 정부가 정한 기준금리 상한선인 0.25%를 돌파
 - 장기채인 日 20년물 및 30년물 국채금리도 각각 1.15%, 1.525%를 기록하며, 2015년 9월(20년물)·7월(30년물) 이후 약 7년 만에 최고치 기록
- ▶ 이에 일본중앙은행은 10년물 국채를 무제한 매입하는 등의 긴급 계획을 발표
 - 블룸버그 통신에 따르면, 일본중앙은행(Bank of Japan, 이하 BOJ)은 5년물 이상 국채를 2,500억엔(한화 약 2.39조원)어치 매입하고, 10년물 국채는 금리 0.25% 수준에서 무제한 매입한다는 계획을 발표

〈최근 1년간 달러-엔 환율 추이〉



※ 자료: 본드웹(BONDWEB)

〈최근 日 장기물 국채금리 추이〉



※ 자료: 본드웹(BONDWEB)

▶ 11월 2일 日 하원 재정금융위원회에서 구로다 BOJ 총재는 “미래 2% 물가 안정 목표 실현을 전망할 수 있는 상황이 됐을 때, 그 직전 단계에서 YCC를 유연화해 나가는 것은 하나의 옵션으로서 있을 수 있다”고 표명

- 일본 외환시장 전문가들은 2일 금융위원회에서의 구로다 BOJ 총재 발언을 금융완화 정책 ‘수정’에 대한 견해로 받아들임
- 실제로 2일 닛케이 신문에서 일본 한 국내은행 외환 담당자는 “BOJ의 금융정책 수정에 대한 생각을 바탕으로 시장은 엔화 매입, 달러 매도에 돌입했다”고 발언

▶ YCC는 중앙은행이 특정 국채금리를 목표치에서 벗어나지 않도록 금리를 직접 조절하는 강력한 통화정책

▶ 금리 조절은 중앙은행이 해당 국채를 무제한으로 매입 또는 매도하는 방식으로 이루어지며, 이는 일정한 규모로 국채 등 자산을 매입 또는 매도하는 양적완화(QE)보다 강도 높은 정책

▶ 과거 호주, 미국 등에서 YCC 정책을 도입하여 운영한 사례가 있음

▶ (호주) 코로나19로 인한 경기침체 대응으로 3년물 국채금리를 기준으로 2020년 3월에 도입한 후 물가 목표치 달성으로 2021년 11월에 철회

- 2020년 3월 호주중앙은행(Reserve Bank of Australia, 이하 RBA)이 코로나19로 인해 훼손된* 자국 경기를 회복하고자 YCC 정책을 도입
 - * 2020년 1·2분기 호주 GDP 성장률이 각각 -0.3%, -7.0%를 기록
- 국고채 3년물 금리를 목표로 초기에 0.25% 수준으로 낮춘 후 제로 하한선(ZLB)인 0.1% 수준까지 다시 낮춰 0.1%를 유지하는 방식으로 정책을 운영
 - 국채 3년물 금리를 표적화한 이유는 해당 금리가 호주 금융시장 벤치마크이자, 호주 경제에서 자금 조달 시 중요한 역할을 수행하기 때문
- 정책 도입 이후 2021년 11월 RBA 총재 필립 로우가 “경기회복 조짐*이 보이고 물가 목표치(2~3%)가 예상보다 빠르게 달성되었다”며 YCC 철회를 공식 선언
 - * 호주 일부 도시 봉쇄 해제, 호주 근원인플레이션 2.1% 상승(6년 만에 목표치 진입)

▶ (미국) 1940년대 2차 세계대전 비용을 조달하고자 정책을 도입했으며, 호주, 일본과 달리 초단기물과 장기물 국채금리를 동시에 조절하는 방식으로 운영

- 1942년 美 재무부는 3개월물 국채금리를 0.375%로 고정하고, 장·단기(3개월) 국채금리 간의 차이를 일정하게 유지하는 방식으로 YCC를 도입하여 실행
 - 그 결과, 시장에서 만기별 국채금리는 각각 1년물 0.875%, 10년물 2%, 16년물 2.25%, 25년물 이상 2.5%로 일관된 패턴을 형성

◆ **현재는 일본만이 세계 유일하게 YCC 정책을 고수하는 것이며, 아직 가시적인 정책효과는 보여주지 못하고 있는 상황**

- ▶ 2001년 일본중앙은행은 1991년 버블 붕괴 이후 발생한 디플레이션을 해결하기 위해 콜금리를 0.1% 이하로 유지하는 등 양적완화 시행
 - 그 결과, 2006년 일본경제가 골디락스를 맞이하며 확장적 통화정책을 철회
- ▶ 그러나 2008년 글로벌 금융위기 발생으로 세계경기가 침체하자 2012년 말 아베 정부 출범과 함께 대규모 양적완화(일명 아베노믹스 양적완화)를 실시

〈아베노믹스 양적완화 주요내용〉

구분	제1차 양적완화(2013년 4월 도입)	제2차 양적완화(2014년 10월 도입)
본원통화	•본원통화 약 2배 확대 (‘12년) 138조엔 → (‘14년) 270조엔	•매년 80조엔 확대
장기국채 매입 확대	•장기국채 보유액 (‘12년) 89조엔 → (‘14년)190조엔 •보유국채 평균 잔존 기간: 3~7년	•장기국채 보유액 매년 80조엔 확대 •보유국채 평균 잔존 기간: 7~10년
상장자산 매입 확대	•일본중앙은행 ETF 보유액 확대 (‘12년) 1.5조엔 → (‘14년) 3.5조엔 •J-REIT 매입 규모 확대 매년 100억엔 → 매년 300억엔	•일본중앙은행 ETF 보유액 확대 매년 3조엔 확대 •J-REIT 매년 100억엔 매입 등

※ 자료: 홍범교 외 (2016) 재인용

- ▶ 이후 경기회복 양상이 보이자 일본 당국은 재정 건전화를 위해 2014년 소비세율을 인상했지만, 중국 경제성장률 둔화 등으로 일본 경기침체 우려 확대
 - 2013년 10월 일본 정부는 경기가 개선*되면서 디플레이션 문제도 곧 해결되겠다고 판단하여 2014년 4월 1일 소비세율을 5%에서 8%로 인상하겠다고 발표
 - * 2014년 일본 명목 GDP 성장률은 -0.2%에서 3.3%(E)로 증가하고, 동기간 소비자물가상승률도 -0.3%에서 3.2%로 상승
 - 중국은 2010년 연간 GDP 성장률을 10.4% 기록했으나 이후 계속 감소하며 2015년에는 6.9%에 그쳤고, 일본의 對중국 무역수지도 2012년 이후 4년 연속 적자를 기록
- ▶ 2016년 일본중앙은행(BOJ)은 정책목표 달성을 위해 기존의 양적완화(QE) 정책의 완성도를 높일 수 있는 수단으로 YCC를 도입
 - 일본 정부는 기존의 양적완화 정책만으로는 경제회복 및 정책목표 달성이 불가능하다고 판단하여 마이너스 금리정책*을 2016년 1월부터 실시
 - * 일본 금융기관의 중앙은행 당좌예금에 대하여 -0.1% 금리를 적용하는 정책

- 그러나 정책 도입 이후 장기 국채금리도 마이너스로 전환되면서 해당 국채를 운용하거나 관련 상품을 운용하는 은행 등 금융기관의 재무 건전성이 악화될 우려가 발생
- 당해 9월 일본은 장기채인 10년물 금리를 0%(±0.25% 허용)로 유지하는 YCC를 도입

▶ 정책을 실행한 4년간(2016~2020년)* 인플레이션 2%를 상회한 적이 없음

* 2020년 이후의 물가상승은 코로나19로 인한 글로벌 공급망 병목현상, 러시아-우크라이나 전쟁 등의 영향이 클 것으로 사료되어 본 논고에서는 해당 기간의 정책효과를 언급하지 않음

▶ 그럼에도 불구하고 일본 당국은 현재 YCC 정책 수정 가능성을 일축하여 금융 시장에 미치는 영향이 제한적일 것으로 예상

- ▶ 정책의 실효성이 낮음에도 불구하고 글로벌 금리인상 기조 등으로 지금 당장 일본중앙은행(BOJ)이 YCC 정책을 수정할 가능성은 낮은 것으로 보임
 - 국채 발행 규모 등을 고려하면 금리인상에 따른 이자 부담과 일본중앙은행(BOJ)이 보유한 국채의 평가손 발생이 우려되기 때문
- ▶ 따라서 금융시장에 미치는 영향은 제한적이며, 미국이 통화긴축 기조를 유지하고 있는 현시점에서 달러-엔 환율 상승세도 유지될 것으로 전망

▶ 다만, 전문가들은 BOJ의 피벗(Pivot, 정책 전환) 시기를 2023년 4월 이후로 전망하고 있어 금융시장 모니터링을 지속할 필요

- ▶ YCC 정책 수정(전환 또는 전면 폐지)은 엔화 환율은 물론 해외 주요국 국채 및 MBS 시장까지 막대한 영향을 주기 때문
 - UBS는 YCC 정책이 전면 수정될 경우 엔화 하락에 베팅한 투기 세력들이 포지션을 청산할 것으로 평가하며, 향후 엔화 환율이 달러당 130엔까지 하락할 것으로 전망
 - 또한, 일본 투자자들이 미국 국채와 MBS는 물론 프랑스 및 호주 국채도 대량으로 보유하고 있어 YCC 정책 수정에 따른 시장의 타격은 피하기 어려울 것이라고 언급
- ▶ 산·학계 전문가들은 BOJ 정책 수정 여부와 그 시기를 주시하고 있으며, 예상 시기는 구로다 BOJ 총재 임기가 종료되는 내년 4월 이후라는 의견이 다수
 - 올해 8월 블룸버그 통신이 경제학자들을 대상으로 설문조사를 실시한 결과, 전체 19명 중 16명이 일본의 물가상승률이 3%를 넘기더라도 구로다 BOJ 총재 임기가 종료되는 내년 4월까지 기존 통화정책 기조를 유지할 것이라고 응답
 - 국내 리서치센터에서도 미국 금리인상 사이클이 종료되고 구로다 BOJ 총재 임기가 종료되는 내년 4월 이후에 YCC 정책이 수정될 것으로 전망

HF 한국주택금융공사



참고문헌

- 김양평. “일본 소비세 인상의 배경과 영향”. 월간 KIET 산업경제. 2014.5
- 엄정원 외. “중국경제의 성장구조 변화가 국내 주요산업에 미치는 영향 분석”. 한국기업평가 Issue Report. 2016.3.30
- 이다은 외. “일본 정부 개입이 달러-엔 환율에 미치는 영향과 시사점”. Daishin Macro. 2022.10.24
- 홍범교 외. “글로벌 금융위기 이후 통화·재정정책의 변화와 향후 정책 방향”. 2016.
- Bloomberg News. “BOJ’s Kuroda would hold policy even if inflation hits 3%, survey shows”. 2022.8.25
- Matthew Higgins et al. “Japan’s Experience with Yield Curve Control”. FRB of New York column. 2020.6.22
- 호주 중앙은행(RBA) 홈페이지. <http://www.rba.gov.au>