

Strategy Idea



▲ 경제분석
Analyst 이승훈
02. 6454-4891
seunghoon.lee@meritz.co.kr

선진국 재정정책에 대한 두 가지 질문

- ✓ 지금이 MMT와 유사하다는 합리적 의심이 있으나, 현재 정책은 경기침체에서 빠르게 빠져 나오기 위한 재정-통화정책 공조로 충분히 설명 가능
- ✓ 지금은 MMT보다는 통화정책의 시차를 줄이고 유효성을 높이는 MP3가 진행 중
- ✓ 국가채무비율 안정화 방법은 실질금리를 낮게 유지하는 것. 과거는 인플레이션 주도였으나 지금은 고물가 유도 어렵기에 명목금리를 낮게 유지하는 정책이 반드시 병행될 필요

역대급 재정정책과 그 성격에 대한 의문들

- 선진국 재정정책 두 가지 질문
- 1) 지금은 MMT인가
 - 2) 국가채무비율 안정 가능한가

전세계는 CoVID-19를 통제하는 과정에서 채택된 "Great lockdown" 으로부터 발생한 경제적 충격에 대응하기 위해 막대한 경기부양에 나서고 있다. IMF는 4월 Fiscal Monitor를 통해 CoVID-19 충격이 극심했던 선진국의 GDP대비 재정적자는, 적게는 5%pt에서 많게는 10%pt까지 늘어날 것으로 추산되고 있다. 이와 동시에 전세계 중앙은행이 공격적 금리인하와 양적완화를 병행하고 있다는 점에서 사실상 발권력을 동원한 재정적자 확대가 용인되는 MMT가 본격화된 것이 아닌지에 대한 기대와 의심이 공존하고 있다.

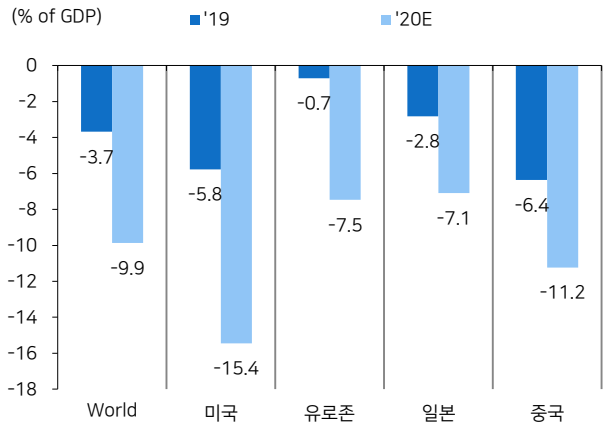
오늘 전략공감2.0에서는, 최근 필자가 선진국 재정정책을 논하며 가장 많이 받았던 두 가지 질문—1) "지금은 MMT인가?" 와 2) "국가채무비율의 안정 내지는 정상화는 가능한가?" 에 대한 견해를 제시하고자 한다.

1. 지금은 MMT인가?

MMT라는 합리적 의심: 정부 적자 재정과 중앙은행 자산규모의 동반 급증

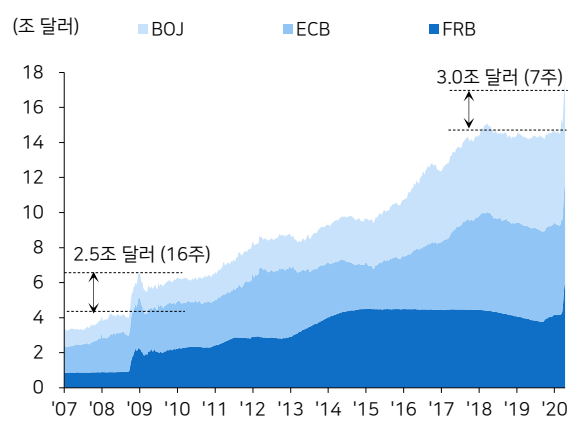
발권력을 이용하여 정부가 재정적자를 조달하고 있다는 합리적인 의심의 단적인 예는 다음과 같다. 단순하게 1) 2020년 명목 GDP규모가 2019년과 동일하고, 2) 작년 대비 올해 재정적자 비율 차이만큼의 부양이 이루어진다고 가정한다면, 재정을 통한 부양 규모는 미국, 유로존, 일본 3개국에서만 3.34조 달러에 달한다(미국 2.05조, 유로존 1.06조, 일본 0.23조). 흥미로운 점은 이 규모가 CoVID-19 충격에 따른 비상조치가 도입되기 시작한 3월 초 이후 7주 동안의 Fed, ECB, BOJ 자산 증가분(3조 달러)와 유사하다는 것이다. 정황적으로도 1) Fed가 "무제한" QE를 선언하고, 2) 영란은행이 한시적이지만 "발행시장" 에서 채권을 매입하겠다는 발표는 MMT를 방불케 하는 대목임은 분명하다.

그림1 전세계 및 주요국 GDP대비 재정적자



자료: IMF Fiscal Monitor (Apr 2020), 메리츠증권 리서치센터

그림2 FRB, ECB, BOJ 자산규모



자료: FRB, ECB, BOJ, 메리츠증권 리서치센터

MMT의 특징 복기

결론부터 말하자면, 현재의 상황은 MMT가 상정하는 몇 가지 환경과 유사점을 지니나, MMT의 전면적 도입과는 여전히 상당한 거리가 있다는 것이다. 유사점을 논하기에 앞서 MMT가 전제하고 있는 몇 가지 주요 논점을 아래와 같이 요약한다. MMT의 특징에 대한 자세한 기술은 2019년 5월 20일자 이승훈의 경제맥, “현대 화폐이론(MMT): 개요, 쟁점, 그리고 견해”를 참고하시기 바란다.

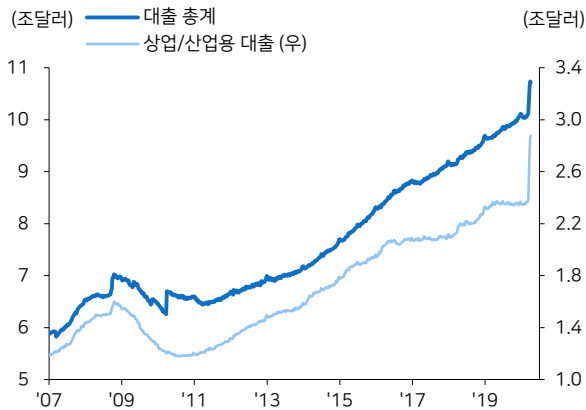
- 첫째, MMT는 “정부”가 발권력을 통해 재정지출을 늘려 (혹은 재정적자를 확대하여) 경제를 완전고용에 도달하도록 한다고 주장한다.
- 둘째, 화폐의 공급은 이자율의 관계없이 정부의 필요에 따라 임의적으로 조정되며, 금본위가 아닌 불태환 화폐의 이자율은 경직적으로 0%에서 통제된다고 본다.
- 셋째, 발권력에 의존한 적자재정을 편성하기에 예산제약이 없어 재정수입에 따른 재정지출을 결정할 필요가 없다. 이 과정에서 무한정 재정적자가 늘어나도, 국정화폐로 표시된 것이기에 상환에 문제가 없다.
- 넷째, 정부부문의 적자(deficit)는 민간부문의 흑자(surplus)로 보기에 적자가 클수록 민간부문의 후생이 증대된다고 주장한다.
- 다섯째, 경기과열/인플레이션은 세금인상/국채 발행을 통해 민간 유동성 흡수하여 해결한다고 본다.

MMT와 현재의 유사점 세 가지

유사점은 다음 세 가지로 요약 가능하다. 첫 번째는, MMT가 기반하고 있는 Lerner(1943)의 "기능적 재정(functional finance)" 이 채택되고 있다는 것이다. 기능적 재정이론은 정부가 완전고용과 성장, 그리고 물가안정(저물가)의 목표를 달성하기 위해 기능해야 한다는 것이다. 즉, 목표 달성을 위해서는 과감한 재정지출도 불사해야 한다는 것으로, 2차 세계대전 전후 정책에 일정부분 반영되었다.

두 번째는 MMT가 상정하는 제로금리 환경이 결과적으로 선진국에서 보편화되었다는 것이며, 세 번째는 발권력 동원과 더불어 시중은행 예금이 크게 증가하고, 이와 맞물려 대출이 확대되었다는 것이다. 2월 말 이후 7주간 연준 자산이 1.92조 달러 급증하는 사이, 예금과 대출은 각각 0.66조와 1.04조 달러 증가하였다. 민간 신용 공급이 유지되어야 리세션의 장기화를 막을 수 있다는 본래의 정책목표가 작동하고 있다는 긍정적 신호이지만, 결과만 보면 MMT와 유사하다고 볼 수 있다.

그림3 미국 상업은행 대출 총계 및 상업/산업용 대출



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 상업은행 예금 및 연준 차입



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그러나 이는 단편적인 결과들을 따온 것에 불과하며 전면적 MMT 도입과는 거리가 있음

그러나 상기한 사항은 MMT와 유사한 단면을 부분적으로 따온 것에 불과하다. 그리고 이러한 단면들 역시 경기침체의 골이 깊어지는 비상 상황에서 채택되어 나타나는 결과이기에 항구적인 MMT의 도입이라 단정지을 수 없다. 그 이유로는 다음 두 가지를 들 수 있다.

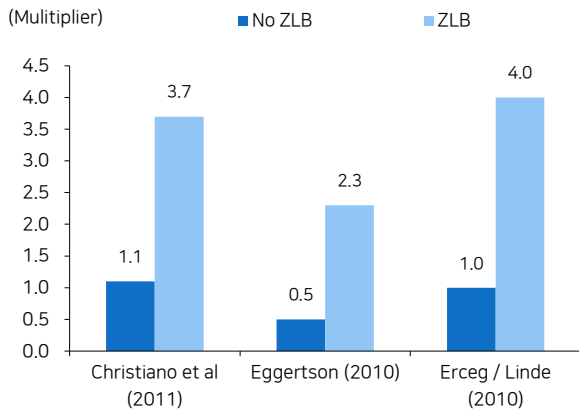
현재 정부와 중앙은행 대응은 전 통적 이론으로도 설명 가능

- 첫째, 현재 나타나고 있는 일련의 정책목적이 경제를 리세션에서 빨리 회복시키기 위한 것이라면, 재정정책과 통화정책의 적극적 공조라는 점을 통해서도 얼마든지 설명이 가능하기 때문이다. 단적인 예로 금리가 0%에 수렴해 있을 때(ZLB: Zero lower bound), 그렇지 않은 경우에 비해 정부지출승수가 적게는 3배, 많게는 5배 정도 크게 나타난다는 것이다. 주요국 중앙은행들이 금리를 크게 낮추어 만일에 발생할 수 있는 구축효과(실질이자율 상승에 따른 민간 투자 위축 여지)를 최소화시켜 정부 재정정책의 실효성을 크게 높인 것으로 볼 수 있다.

MMT에서 주장하는 바와 달리 중앙은행이 일정 규율을 가지고 통화정책을 운용 중

둘째, MMT에서 가정하는 대로 정부와 중앙은행이 동일한 주체라면 정부는 실업률이 10% 이상으로 급등하는 현 상황에서 본원통화의 공급을 훨씬 더 공격적으로 해야 한다. 그런데 정작 연준은 미 국채금리가 0.6% 내외에서 안정되자 일간 국채매입 규모를 줄이고 있다. 연준이 보유하고 있는 미 국채 잔고의 주간 증감을 기준으로 보면, 3월 마지막주와 4월 첫째주 각각 3,616억 달러와 3,360억 달러에서 4월 둘째주에는 2,063억 달러로 줄어 들었다. 이는 중앙은행이 스스로 정해진 일정한 규율 하에서 비전통적 통화정책 결정을 하고 있음을 의미한다.

그림5 금리가 ZLB와 No-ZLB일 때 정부지출승수



자료: IMF(2014), 메리츠증권 리서치센터

그림6 연준 미국채 주간잔고 증감과 미 국채 10년물 금리



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

현재는 Ray Dalio가 주장하는 MP3에 가까움

오히려 지금은, 필자가 수 차례 언급해 온대로 MMT의 본격화보다는 Ray Dalio가 주장하는 "Monetary Policy 3(MP1은 금리인하, MP2는 QE)"에 더욱 가깝다. 금융시장 참여자(자산가격)와 저축자를 지원했던 금리인하와 QE와 달리, 직접적으로 소비자를 겨냥한 정책을 펴서 시차를 줄이고 유효성을 높이는 MP3의 취지이다.

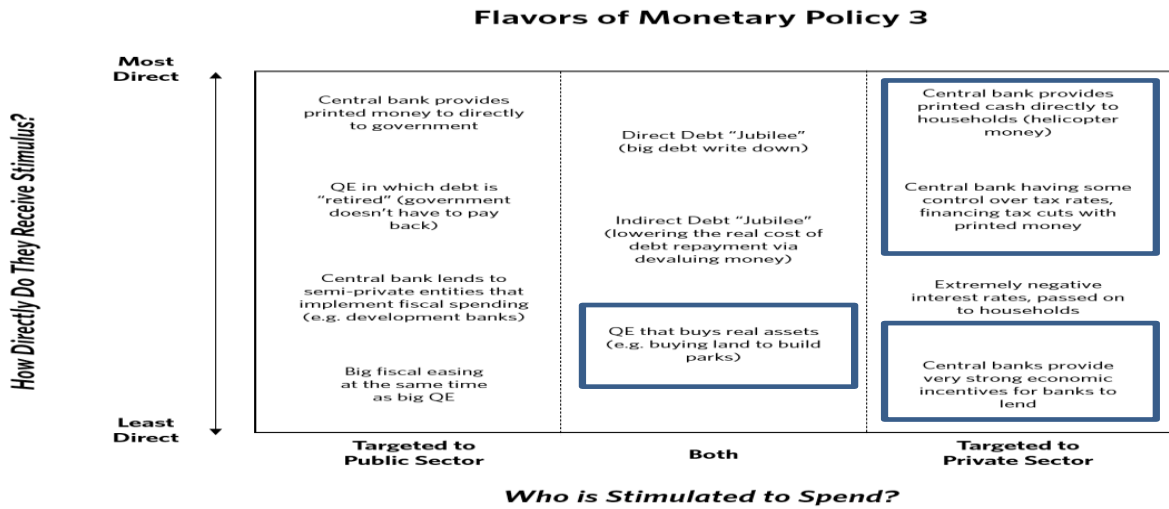
통화정책의 시차를 줄이고 창의적인 방법으로 유효성 제고

이는 다음 페이지 그림과 같으며, 오른쪽에 나와 있는 현재는 1) 재난기금의 형태를 띤 헬리콥터 머니의 공급 (정부부문이 하고 있음)과 2) 감세를 발권력으로 충당(다른 형태이기는 하나, Payroll Protection Program에 대한 financing; 결국 개인부문 가치분소득의 증가라는 취지는 동일), 3) 시중은행이 대출을 확대할 수 있는 강한 인센티브의 부여 (지운을 인하, 자본규제 완화) 등의 형태로 일부 가시화되고 있다.

MP3가 현재 생각할 수 있는 최선의 방법; MMT 전면 도입은 다수의 위험을 내재

그리고 이것이 현재 취할 수 있는 최선의 방법이라 판단한다. MMT가 전면적/영구적으로 도입될 경우 이를 채택하는 국가에는 1) "무제한적인" 정부재정정책에 대한 신뢰 문제, 2) 특정국이 MMT 채택했을 때 발생 가능한 고유의 통화가치 폭락 위험, 3) 이러한 통화가치 절하가 수입물가 급등-비용상승형 인플레이션을 유발하고 이를 억제하기 위한 세금인상 간의 상충 문제, 4) 기축통화 패권 등의 위험이 언제든지 발생할 가능성이 있기 때문이다.

그림7 What MP3 looks like?



자료: Ray Dalio, "It's Time To Look More Carefully At 'Monetary Policy 3 (MP3)' And 'Modern Monetary Theory (MMT)', Seeking Alpha (May 6, 2019)

2. 국가채무비율 안정 방법

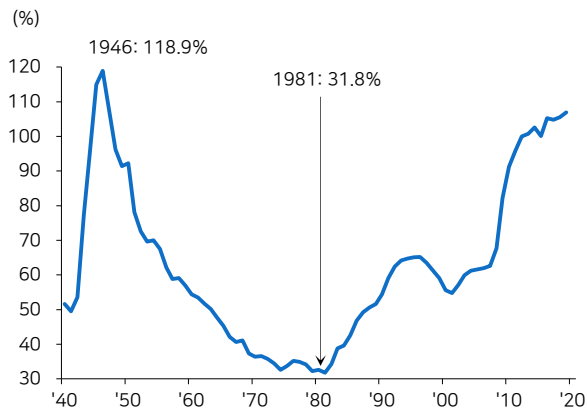
실질금리를 낮게 유지시키는 것이 안정적인 국가채무비율 관리방법

국가채무비율을 충격 없이 안정화시키는 유일한 방법은 실질금리를 장기간 낮게 유지시키는 것이 최선이며, 재정건축은 성장을 제약하기에 재정건전성 제고에는 크게 도움이 되지 못한다. 이상은 "4월 21일자 전략공감2.0, 칼럼의 재해석"에서 기술한 부분이다.

과거 미국 경험: 금리보다는 인플레이션에 의한 부채비율 하락

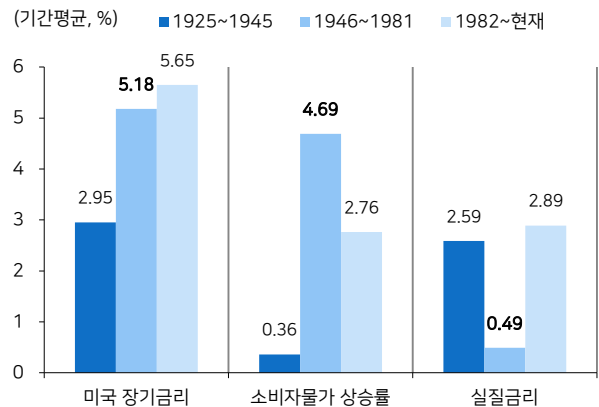
여기에서 언급한 미국의 1946~80년 경험을 좀 더 자세히 들여다 보도록 하자. 국가채무비율이 1946년 118.9%에서 1981년 31.8%로 떨어질 수 있었던, 다시 말해 실질금리가 낮게 유지될 수 있었던 배경은 다름 아닌 인플레이션이었다. 동기간 중 10년물 국채금리 평균은 5.18%로 1925~1945년 2.95%보다 높았지만, 인플레이션율이 4.69%로 직전 기간 0.4%를 크게 상회한 영향이 컸다.

그림8 미국 연방정부 채무비율



자료: Office of Management and Budget, 메리츠증권 리서치센터

그림9 구간별 장기금리, 인플레이션율, 실질금리



자료: Federal Reserve, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

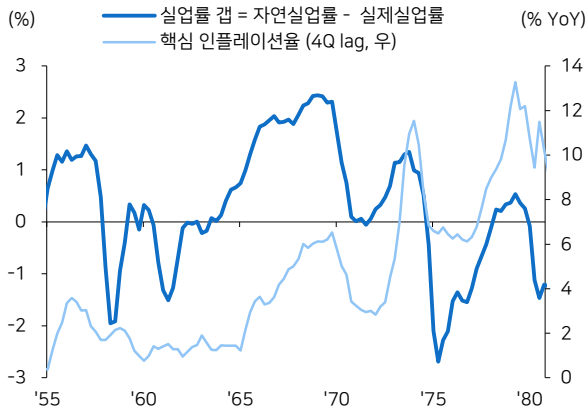
그 때는 필립스곡선이 잘 작동했
으나 지금은 그렇지 못함

여러 이유가 있겠지만, 경기호황이 실업률을 낮추고 뒤이어 수요측 인플레이션 압력을 자극하는 필립스곡선이 전형적으로 작동했던 구간이었기에 이러한 그림이 가능했다고 본다. 아래 그림 10이 이를 잘 보여 준다. 자연실업률을 밑도는 실업률에 1년 후행하여 핵심 인플레이션율(Core CPI)이 반등해 왔다. 1970년대 고물가가 석유파동에 따른 비용상승형 인플레이션으로 알려져 있으나 이 그림대로라면 파동 직전의 경기호황으로 유발된 물가압력도 작용한 것으로 해석할 수 있다.

인플레이션 유발하여 부채비율
하락시키는 데 한계가 존재

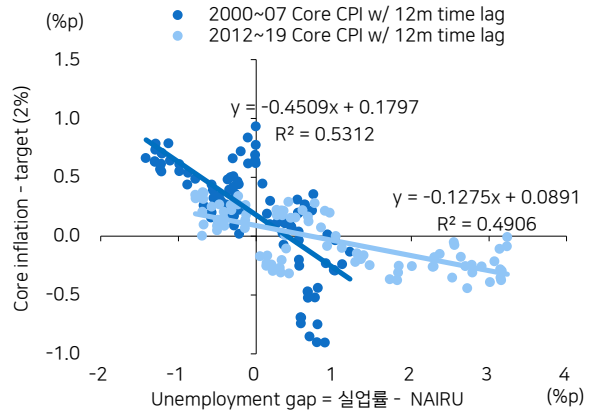
문제는, 그 당시 미국의 물가상승을 지금 기대하기 어렵다는 데에 있다. 통화정책 대응이 인플레이션을 자극하는 경로가 수요진작-노동시장 개선-물가상승에 있다는 점도 한계이다. 정책대응으로 노동시장 개선과 완전고용을 달성하더라도 물가압력 상승으로 쉽사리 연결되지 못하고 있다. 이를 실업률과 핵심물가(1년 시차)를 나타내는 필립스곡선의 기울기가 완만해진 탓이다. 금융위기 이후 주요 선진국에서 곡선의 평탄화가 더욱 진행되었다(위기 전 파란색, 위기 이후 하늘색, 그림 11~13).

그림10 미국 실업률 갭과 핵심인플레이션 (1955~80)



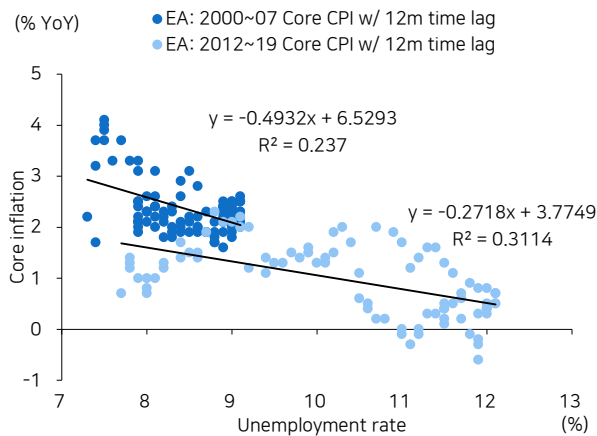
자료: CBO, US BLS, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림11 미국 필립스 곡선: 실업률 갭 vs 인플레이션-2%



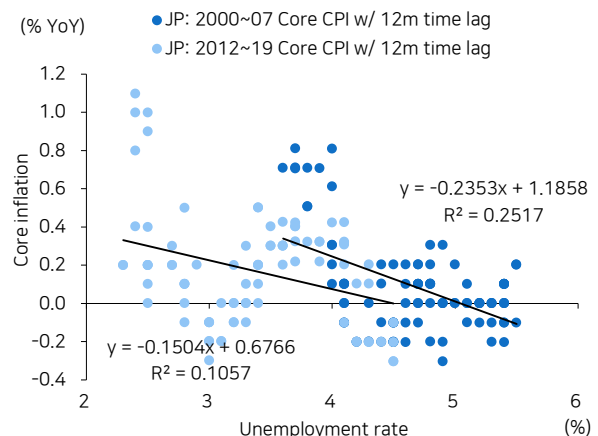
자료: CBO, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림12 유로존 필립스 곡선: 실업률 vs 핵심물가 상승률



자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림13 일본 필립스 곡선: 실업률 vs 핵심물가 상승률



자료: 일본 통계청, 메리츠증권 리서치센터

결국 명목금리를 낮게 유지시킬 필요; 향후 정상화시 금리정점도 과거 정점을 하회할 것

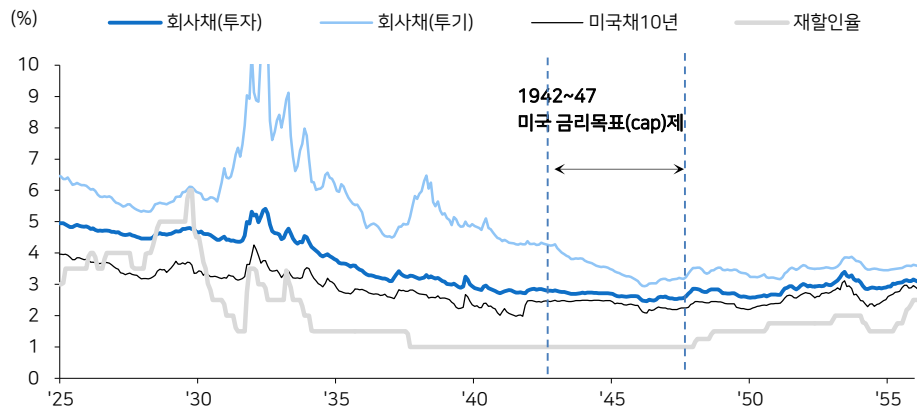
결국 완전고용을 유발하여 완만한 인플레이션이라도 유도하는 가운데, 과거와 같은 고물가가 유발되기 어려운 구조에서 명목금리를 낮게 유지시키는 방식이 병행되어야 한다. 이는 CoVID-19 충격이 수 개월 내에 진정되고 소멸되더라도 주요국 중앙은행들의 저금리 정책이 상당기간 지속되어야 하며, 설령 금리정상화를 도모하더라도 이전 수준의 정점(예: FFR 2.5%)을 하회할 가능성에 무게를 뒀야 할 것으로 보인다.

필요시 Yield targeting 채택 / NIRP 유지

특히, 일정기간 동안 국가채무비율을 빠르게 끌어내려야 할 유인이 커질 경우에는, 현재 일본이 채택하고 있으며(Yield curve control (단기금리 -0.1%, 10년물 국채 0% 내외 범위 유지) 미국이 1940년대 2차 세계대전 전후 사용했던 단기물에 대한 Yield targeting(당시 재할인율 1.00% 유지, 3개월물 T-bill은 0.375%에서 peg)을 한시적으로 부활시킬 가능성도 있다.

재정건전성의 측면에서만 생각해 보면, 유로존과 일본에서 마이너스 금리정책을 일정 기간 지속하는 것도 방법이다. 예를 들어 독일 10년물 국채금리 발행조건을 보면, 1) 쿠폰(이표) 0%, 2) 발행금리 -0.25%가 적용되면서 발행가격이 102.57로 액면가 100에 비해 할증되었다. 기술적으로 본다면 국채가 발행되는 시점에 2.57%에 해당되는 부분이 정부의 소득으로 잡히는 것이기 때문이다.

그림14 1925~1955년 미국 재할인율과 시중금리 추이



자료: NBER, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.