

**Strategy Idea**



▲ 주식시황  
Analyst 하인환  
02. 6454-4893  
inhwan.ha@meritz.co.kr

## 술 권하는 사회

- ✓ FRB에 이은 BOJ의 무제한 양적완화. 이는 통화정책이라는 알코올에 중독되고 있음을 의미
- ✓ 좋은 효과 : 단기적으로 금융시장 부양(신흥국은 외국인 자금 유입 기대감)
- ✓ 나쁜 효과 : 장기적으로 과잉 발행이 초래하는 문제 나타날 가능성

### 술 권하는 사회, '금리 인하'라는 알코올을 원하는 사회

현진건의 『술 권하는 사회』, 한번쯤은 읽어봤을 것이다. 물론 오늘 전략공감에서 소설이 전하고자 하는 식민지 시대에 대한 얘기를 하는 것은 아니다. 최근 주요국 중앙은행의 유동성 공급을 보며, 마치 지금이 술 권하는 사회(소설과는 다른 의미로)가 아닐까 생각됐기 때문에 전략공감의 제목을 '술 권하는 사회'로 작성했다. 왜 술 권하는 사회인지, 밀턴 프리드먼에 대한 얘기로 넘어가보도록 하자.

밀턴 프리드먼은 헬리콥터 머니라는 용어를 처음 사용했다. 2008년 금융위기를 극복할 수 있었던 방법이며, 지금 다시 한번 전세계 경제를 구하고 있는 방법이다.

그런데 밀턴 프리드먼의 헬리콥터 머니를 얘기할 때 많은 사람들이 그 효과에 대해서는 많이 다루지만, 부작용에 대해서는 밀턴 프리드먼이 어떻게 얘기하는지 알지 못하는 듯하다. 밀턴 프리드먼은 분명 부작용에 대해서도 지적했기 때문에, 그의 저서인 『화폐경제학』을 참고해보았다.

- ① 과도한 화폐발행=알코올 중독
  - 단기적으로 좋은 효과
  - 뒤이어 나쁜 효과
- ② 문제는 '금주'에 실패하는 것
- ③ 단기적으로 무제한 양적완화에 기댄 '좋은 효과'를 누리지만,
- ④ 그 뒤 찾아올 부작용에 대한 고민 필요

밀턴 프리드먼은 『화폐경제학』에서 과도한 화폐발행이 인플레이션을 유발하고, 인플레이션은 '알코올 중독'과 비교하는 것이 좋다고 설명했다. 그는 화폐를 증가시키는 것이 단기적으로 분명 '좋은 효과'를 가져오지만, 적절하게 '금주(화폐증가율 감소)'를 하지 않으면 '나쁜 효과'가 뒤이어 나타나게 된다고 지적했다.

하지만 문제는 '금주(화폐증가율 감소)'로 인해 나쁜 효과가 나타나는 것을 두려워한 나머지 적절한 시기에 적절한 수준으로 '금주'하는 것에 실패하는 것이다. 그리고 또다시 찾아오는 불황기에 여기저기서 '금리 인하'를 요청하게 되고, 점점 더 많은 알코올에 중독돼간다.

알코올 중독 비교 사례는 무제한적인 유동성 공급 덕분에 지금의 위기를 극복해내고 있지만, 그 뒤에 찾아올 부작용에 대해서도 고민해 볼 필요가 있음을 시사한다.

### Fact Check : FRB에 이어 BOJ도 무제한 양적완화 돌입

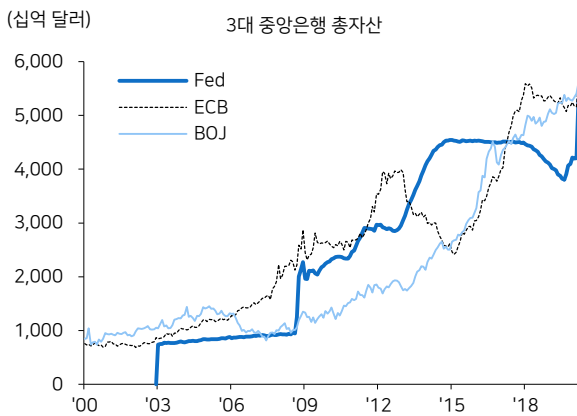
- 3/23일 FRB의 무제한 양적완화
- 증시 반등의 시작
- 증시 뿐 아니라 금도 반등 시작
- 4/27일 BOJ의 무제한 양적완화
- 아시아 증시 강세

논의에 앞서 Fact Check부터 하자. 미국 연준은 3월 국채 및 MBS의 무제한 매입을 발표했다. '무제한'이 의미하는 것은 2008년 금융위기 때의 대응에 비해 훨씬 강도가 높아졌음을 의미한다. 그 전주까지만 해도 하루 -10% 가량의 급락세를 이어가던 미국 및 글로벌 증시는 이때부터 V자 형태의 반등을 이어오고 있다.

연준의 국채 및 MBS 무제한 매입이 주식시장만 반등시킨 것은 아니다. 금(Gold) 가격 또한 이때부터 반등하기 시작했다. 특히 증시가 이전 고점을 회복하지 못한 것과 달리 금 가격은 이전 고점보다 높아졌다. 이는 유동성 공급이 효과적으로 금융시장에 반영됐음을 의미한다.

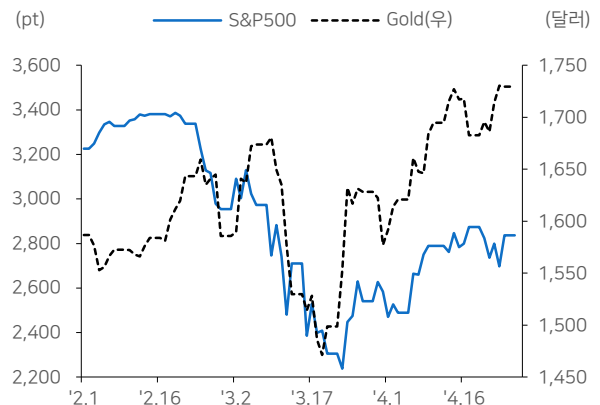
4/27일에는 BOJ도 무제한 국채 매입을 발표했다. 일본 증시는 2.7% 급등했으며, 코스피 또한 1.79% 급등했다. 다시 한번 유동성 효과가 시장에 반영된 것이다.

그림1 3대 중앙은행 총자산



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 금 가격 : S&P500에 선행 또는 동행



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 연준과 일본은행의 통화정책 비교

	연준	일본은행
금융기관 유동성 공급	무제한 QE (국채/MBS 무제한 매입)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 국채 매입 상한선 폐지 (기존 연간 80조엔 규모)</li> <li>▪ 연간 ETF 12조엔 매입, 부동산신탁(J-REITS) 1,800억엔 매입 유지</li> </ul>
신용시장 지원	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ SPV 설립을 통해 회사채 시장 유동성 공급</li> <li>▪ PMCCF를 통해 발행시장에서 투자등급 회사채 매입/대출 제공</li> <li>▪ SMCCF를 통해 유동시장에서 투자등급 회사채 매입</li> <li>▪ TALF를 통해 대출을 담보로 한 ABS, CMBS 매입 (대상: 오토론, 학자금 대출, 신용카드론 등)</li> <li>▪ MMLF를 통해 지방정부가 발행한 만기 12개월 미만 채권과 은행 CD(NCD)를 담보물로 인정</li> <li>▪ CPFF를 통해 기업 CP, ABCP 매입자금 대출</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ CP/회사채 매입한도 확대 (7.5조엔 → 20조엔) (매입 대상: 잔존 기간 1~3년에서 5년까지 연장)</li> <li>▪ 코로나19 관련 대출기구의 담보요건 완화, 발행사별 CP/회사채 매입 제한 완화 (CP 1천억엔 → 5천억엔/회사채 1천억엔 → 3천억엔)</li> </ul>
부실자산 취급	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ TLAC 규제완화를 통해 은행자본 확충, 자동차 산업/주택시장 지원, 부실자산 매입</li> <li>▪ 예금보험 대상인 은행/소형금융기관 발행 선순위채 보증(모든 국내 무이자 금융거래 보증 (CP, 중기채 등 포함))</li> </ul>	

자료: FRB, BOJ, 메리츠증권 리서치센터

### 좋은 효과 : 외국인 자금은 신흥국(한국)으로 돌아올까?

#### 1) 외국인 자금은 돌아올까?

#### 외국인 자금유출 지속

한국 증시 또는 신흥국 증시 관점에서는 일반적으로 유동성 공급을 확대하면 외국인 자금이 유입될 가능성이 높다. 달러화가 약세를 보임에 따라 외국인 자금의 환차익 기대감이 높아지기 때문이다.

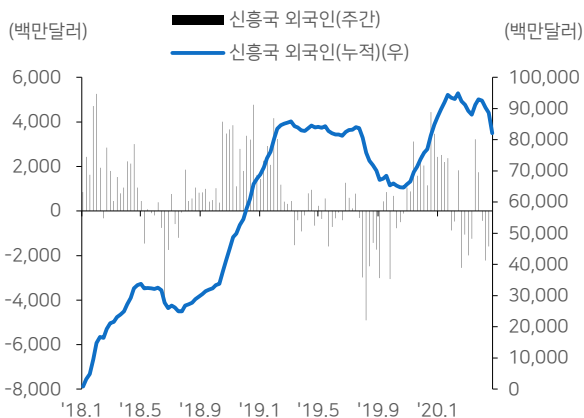
하지만 외국인 자금은 한국 증시, 그리고 신흥국 증시에서 계속해서 이탈하고 있다. 거의 전적으로 개인 자금이 지금까지의 반등을 만들어냈지만, 추가적인 상승을 위해서는 외국인 자금이 유입되어야 한다고 생각하는 투자자들이 많을 것이다. 그리고 이들 중 외국인 자금의 순매수 전환 시기가 가까워졌다고 기대하는 투자자들도 있을 것이다.

과연 외국인은 언제 돌아올 것인지 또는 언제까지 매도할 것인지, 단기적인 관점과 장기적인 관점에서 살펴보았다. 먼저, 단기적인 관점에서는 펀더멘털에 대한 의심이 남아있을 가능성을 고려해볼 수 있다. 강력한 정책 대응에 힘입어 글로벌 증시가 반등하고 있지만, 세계 경제의 펀더멘털은 여전히 불안정한 상황이다. COVID-19는 종식되지 않았고, 일부 신흥국들에서는 여전히 신규확진자가 증가하고 있다. 또한, 경제지표와 기업이익은 2분기에 더 악화될 가능성이 높다.

하지만 긍정적으로 보면, 중국과 한국 등은 이미 COVID-19가 안정화 단계에 접어들었다. 방심은 금물이지만, 신규 확진자가 10명 내외로 줄어든 상황은 다른 국가들에 비해 매우 양호한 상황이다. 펀더멘털에 조금만 개선된다면, 유동성 확대에 기댄 자금이 유입될 시점이 얼마 안 남았다고 볼 수도 있는 근거다.

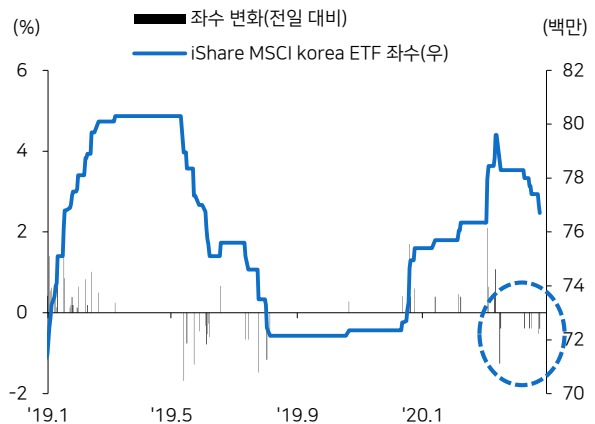
장기적인 관점에서는 단기적인 펀더멘털과 유동성과는 무관하게, 지금은 확인되지 않는 구조적 문제로 인해 계속해서 자금이 유출될 가능성도 고려해야 한다. 또한, 문제가 없더라도 자국 내 달러화 수요와 같은 문제로 인해 신흥국에 대한 투자비중을 점진적으로 줄여나가려는 변화가 시작되는 것일 수도 있다.

그림3 외국인의 패시브 자금 : 신흥국



자료: EPFR, 메리츠증권 리서치센터

그림4 iShares MSCI South Korea ETF



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 2) 외국인 자금이 돌아올 가능성 : 단기 vs 장기

### ① 단기 : 펀더멘탈에 대한 확신이 서면 바로 돌아올 가능성

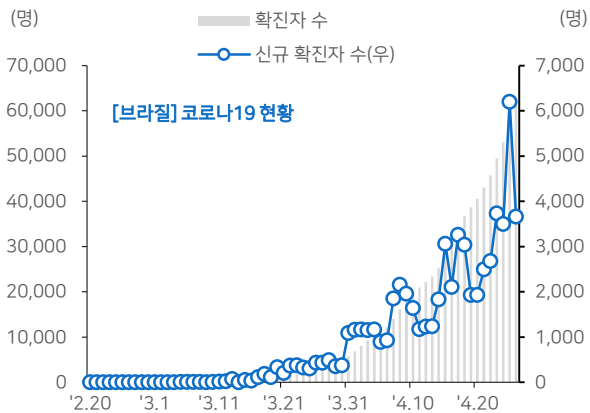
'08~'09년과는 달리 증시 반등과 함께 하지 않는 외국인 수급

지금의 외국인 수급은 '08~'09년과는 다르다. 2009년에는 증시가 저점에서 반등할 때부터 외국인이 순매수 전환하며 그 추이를 함께 했다<그림7>. 그런데 지금은 증시가 반등하고 있음에도 불구하고 외국인은 한 달 간 매도우위를 지속하고 있다<그림8>. 둘 중 하나일 것이다. 장기적으로 한국 증시에서 이탈할 가능성, 또는 단기적으로는 미심쩍은 부분들이 있기 때문일 것이다.

외국인 자금이 유입되지 않는 이유  
- 유동성 효과에도 불구하고, 펀더멘탈에 대한 의구심이 남아 있을 가능성

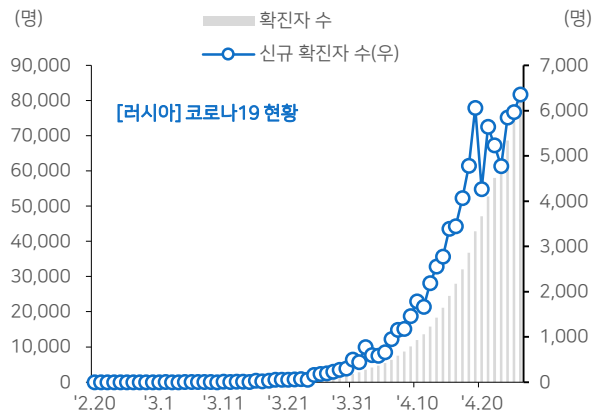
단기적인 관점에서는 펀더멘탈이 개선되지 않은 상황에서 유동성 효과로만 증시가 상승하고 있기 때문일 수 있다. 유동성 공급 효과가 아무리 신흥국 증시 투자에 유리한 환경을 만들어 줄 수 있지만, 펀더멘탈이 개선되지 않는다면 2차 충격이 나타날 수 있기 때문이다. 브라질과 러시아 등 일부 신흥국들에서는 COVID-19 신규 확진자가 계속해서 증가하고 있는 것과 같은 문제들이 경계 대상이 될 수 있다. 이러한 문제들에 대한 우려가 불식될 경우, 외국인 자금은 유동성 공급 효과에 힘입어 강한 매수세로 돌아설 가능성을 고려할 수 있다.

그림5 COVID-19 현황 : 브라질



자료: Worldometer, 메리츠증권 리서치센터

그림6 COVID-19 현황 : 러시아



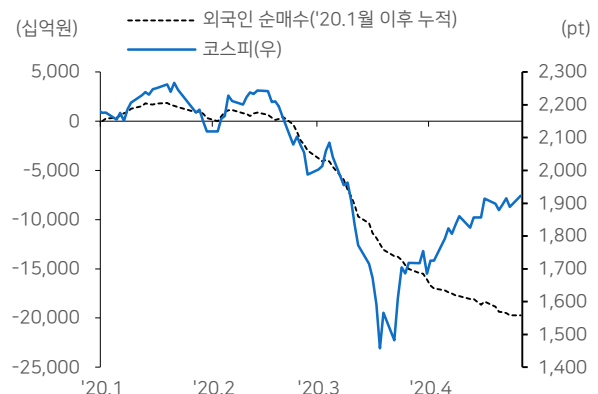
자료: Worldometer, 메리츠증권 리서치센터

그림7 증시 반등과 함께한 외국인 순매수 전환(2009년)



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림8 증시 반등에도 외국인 매도세는 지속(2020년)



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

② 장기 : 어떤 이유가 될진 아직 모르겠지만, 장기적으로 유출될 가능성

1920년대의 기억

- 외국인 자금의 장기적인 유출
- 유동성 수요 및 유럽투자 확대

특정 국가의 주식시장이 상승하면 외국인 자금이 유입될까? 또는 그 국가의 주식시장이 계속해서 상승할 것으로 기대되면 외국인 자금이 유입될까? 주식시장의 상승과는 달리 외국인 자금이 유입되지 않을 가능성도 생각해야 한다. 대공황 전의 미국 사례를 참고할 수 있다.

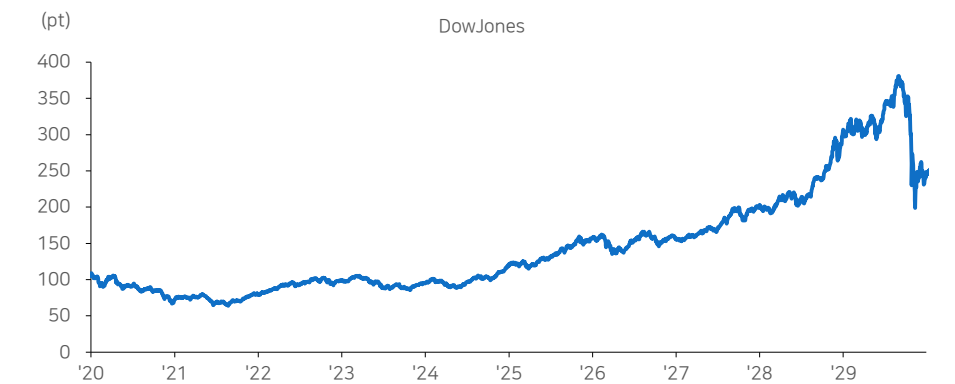
대공황 전인 1920년대 미국 증시는 말 그대로 강세장이었다<그림9>. 하지만 당시 세계 금융시장을 주도했던 영국계 자금(투자신탁)은 1차 세계대전 이후부터 대공황 때까지 줄곧 미국 금융시장(주식, 채권)에 대한 투자 비중을 축소했다. 이유는 미국 증시가 상승하지 않았기 때문이 아니라, 1) 1차 세계대전을 겪으면서 유동성(금)이 필요해졌기 때문이며, 2) 유럽 국가에 대한 투자를 확대하는 과정에서 자연스럽게 미국에 대한 투자비중이 축소됐기 때문이다.

1920년대 영국 자금 유출 시사점

- 외국인 자금과 무관하게 증시가 상승할 수도 있으며, 외국인 자금 유출이 반드시 하락을 의미하지는 않음
- 구조적 문제 또는 달러화 수요 급증 등으로 외국인 자금 유출 장기화될 가능성

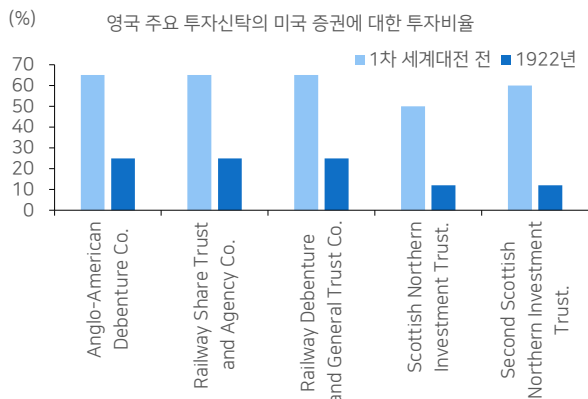
이는 2가지 시사점을 준다. 첫째, 외국인 자금과 무관하게 증시가 상승할 수 있으며, 반대로 '외국인 자금 유출=하락'은 아니라는 것이다. 둘째, 구조적인 문제 또는 달러화 수요 급증 등으로 인해 외국인 자금 유출이 장기화될 가능성이 있다.

그림9 1920년대 미국 증시(다우존스산업평균지수)



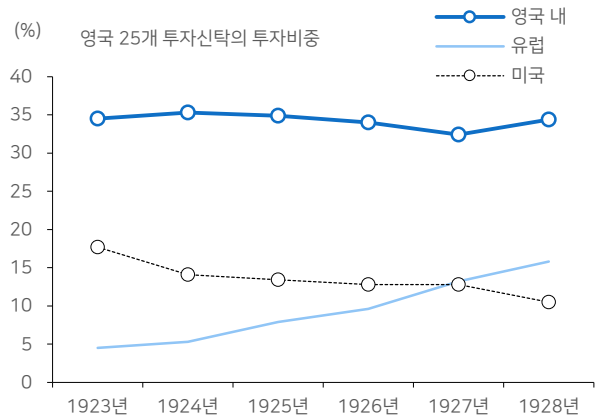
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 영국 주요 투자신탁의 미국 증권에 대한 투자 비율



자료: The Economist(1929), 메리츠증권 리서치센터

그림11 영국 대표 투자신탁의 미국 투자 비중(대공황 직전)



자료: The Economist(1929), 메리츠증권 리서치센터

### 나쁜 효과 : 거부할 수 없는 유혹, 과잉발행

'가보지 않은 길'이라는 말은 통화제도에도 적용된다. 브레튼우즈 체제까지는 금본위제였다. 중요한 것은 브레튼우즈 체제가 끝난 이후부터 역사상 처음으로 전세계의 주요 화폐가 '불환지폐'가 되었다. 불환지폐는 금본위제와는 달리 무제한적인 발행이 가능하다. 지금 우리가 직면한 상황이며, 가보지 않은 길이기 때문에 역사는 그 결과를 말해주지 않는다.

중국 과잉발행의 역사적 사례  
- <초기의 안정기 → 약간의 과잉 발행 → 상당한 과잉발행 → 폐기>라는 주기(Cycle)

과잉 발행에 대해 살펴보자. 양 린생의 『중국의 화폐와 신용』에 따르면, 11세기 초에 등장한 역사상 최초의 진정한 화폐는 100년 가량 통용됐으나 과잉 발행의 유혹에 빠졌다. 그리고 그 후 5세기 동안 여러 지폐들이 발행되었으나, <초기의 안정기 → 약간의 과잉 발행 → 상당한 과잉 발행 → 폐기>라는 주기를 밟았다.

만약 위의 주기를 현대에 적용해보면, 2008년이 '약간의 과잉 발행'이고 지금이 '상당한 과잉 발행'이지 않을까? 그렇다면 다음 단계는 '폐기'일까?

미국은 이미 과잉발행의 유혹에서 벗어나지 못하고 있다. 앞서 불황기에 '여기저기'서 '금리 인하를' 요청한다고 언급했는데, 트럼프 대통령이 연준에 금리인하를 공개적으로 요구한 것이 대표적인 사례다.

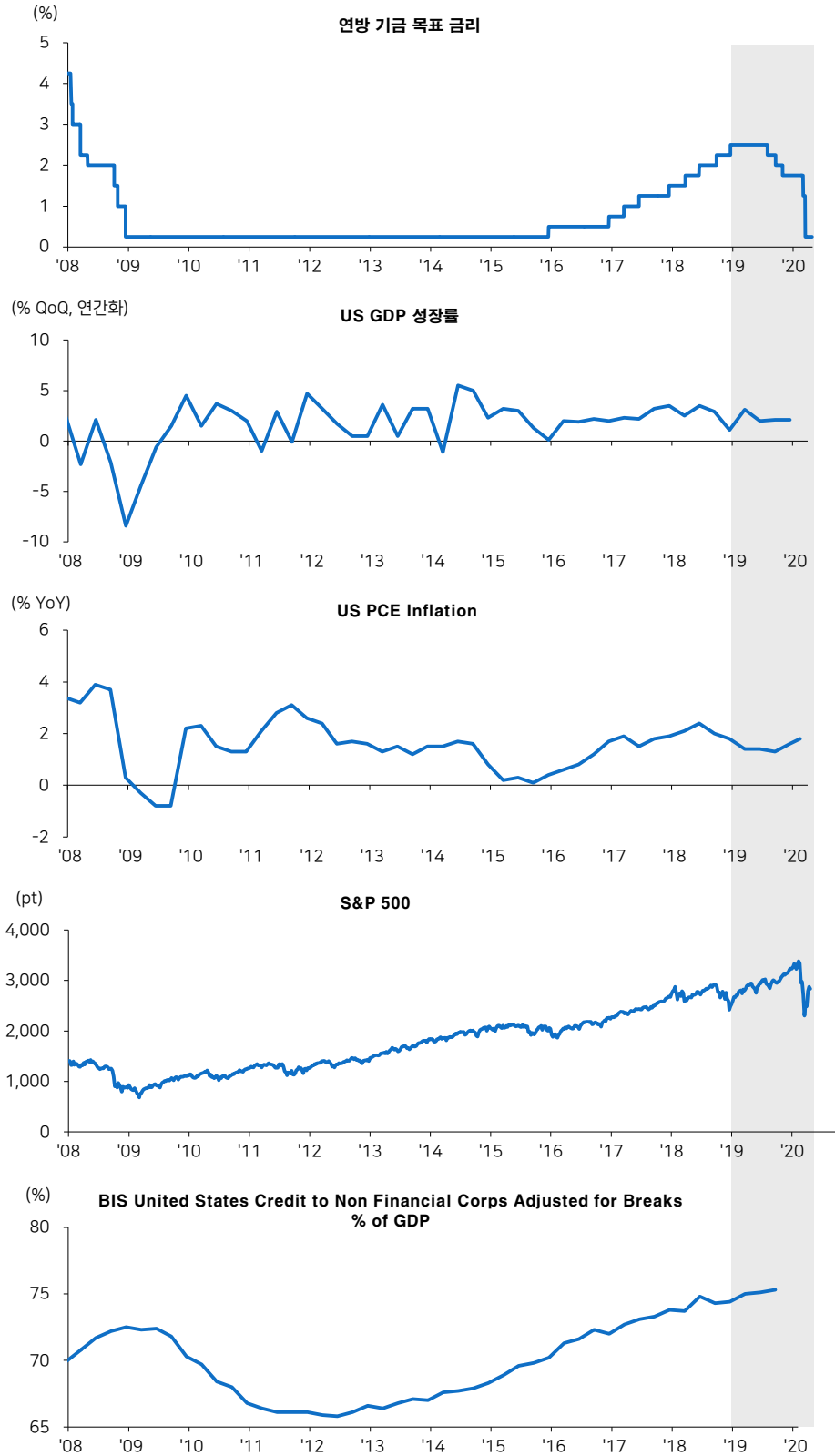
요청이 없더라도, 이미 연준은 과잉발행의 늪에서 빠져나오지 못하고 있다. 다음장의 <그림12>를 위에서부터 보자. 연준의 통화정책 결정 근거는 Dual Mandate라고 알려진 고용확대와 물가안정이다. 그런데 미국 가계의 자산 중 주식이 30% 이상을 차지함에 따라 주식시장의 하락은 Negative Wealth Effect로 이어지는 문제가 발생한다. 이는 연준이 주식시장에도 개입해야 함을 의미한다. 이러한 이유로 연준의 개입이 늘어나게 되고, 불가피하게 부채는 증가하게 된다. 그리고 연준가 인플레이션이 발생할 위험성을 내재하고 있다.

극단적으로 얘기했다고 느낄 수도 있지만, 이번 침체에 대응한 통화정책은 그만큼 매우 강력했고 이례적이었다. 강력했고 이례적이었던 만큼, 제때에 정상화를 하지 않을 경우 더 큰 문제를 초래할 가능성이 있다. 지금의 유동성 공급을 보며 단기적으로는 증시 상승 요인으로 보고 대응하는 것이 맞겠지만(좋은 효과), 만약 그 효과가 굉장히 오래 지속된다면 투자자들은 좋은 효과 뒤에 나쁜 효과가 반드시 뒤따른다는 점을 분명히 잊게 될 것이다. 그 가능성을 미리 경계해야 할 것이다.

일단 연준이 자산매입 속도를 점진적으로 줄여가고 있는 것은 매우 긍정적이다. 자산매입의 속도 조절을 하고 있지만 다행히 증시가 악재로 인식하지 않고 있는 점 역시 투자자 입장에서 긍정적이다. 첫 번째로 지적했던 문제인 '상당한 과잉 발행' 문제는 연준의 정상화로 인해 해소될 가능성을 기대해보자.

- ① 중앙은행의 통화정책 결정
  - 고용 확대 + 물가 안정
  - '자산가격 안정'이라는 조건 추가
- ② '자산가격 안정'이라는 조건
  - 대공황 때 통화정책 실패 사례
  - 높아지는 화폐증가율 조정보다 낮아지는 화폐증가율에 더 민감한 반응보이는 경향 발생
  - 통화정책에 의존하는 경향 확대
- ③ 통화정책에 의존
  - 부채 증가

그림12 연준의 금리 인하 : GDP 성장률 - 인플레이션 - 주식시장 - 부채 증가율



자료: Bloomberg, BIS, 메리츠증권증권 리서치센터

## 결론

FRB에 이어 BOJ도 무제한 양적완화를 발표했다. 물론 무제한 양적완화를 발표했다고 해서 끊임없이 국채를 매입하는 것은 아니다. 상황이 악화될 경우 좀더 유연하게 대응할 수 있는 카드 정도로 보는 것이 합리적이다.

하지만 어쨌든 유동성은 빠르게 공급되고 있고, 이는 단기와 장기적인 측면에서 다른 결과를 초래할 수 있다.

첫째, 단기적으로는 유동성 공급 효과로 인해 금융시장에 긍정적이다. 특히 지금처럼 실질금리가 마이너스라면, 주식시장이 가장 큰 수혜를 보는 환경이다. 유동성 공급 효과가 주식시장에 효과적으로 반영되고 있는지를 확인하기 위해서는 금 가격 흐름을 보는 것을 추천한다. 금은 3월 중순 글로벌 증시가 반등하기에 앞서 먼저 반등했다.

둘째, 장기적으로는 유동성 공급의 부작용에 대해 고민해봐야 할 것입니다. 밀턴 프리드먼은 헬리콥터 머니를 통해 경기침체를 극복할 수 있지만, 화폐의 과잉발행에 대해서도 경계했다. 적절한 시점에 정상화를 하지 않는다면, 더 큰 문제에 직면하게 될 수 있기 때문이다.

## 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.