

# Are You Ready for the 4<sup>th</sup> Industrial Revolution?

2020. 5. 28 (목)

**meritz** Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

2020년 하반기 채권시장 전망: The Hilling(해설판)

### 오늘의 차트

Main Street 이상 없다

### 칼럼의 재해석

화폐 관점에서 본 연준의 정책대응

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.

Strategy Idea



▲ 채권전략
Analyst 윤여삼
02. 6454-4894
yeosam.yoon@meritz.co.kr

2020년 하반기 채권시장 전망: The Hilling(해설판)

- ✓ COVID-19로 인한 역사적인 경제충격에도 불구하고 막대한 정책응대로 불안과 싸우고 있어
✓ 완화적 통화정책 기조로 인한 글로벌 채권 고평가 인식. 전염병의 공포를 통제하면 하반기 실물경제 안정을 입증할 수준의 금리상승 가능할 것으로 판단
✓ 국내 추가 기준금리 인하기대에도 금리바닥 확인 구간, 하반기 완만한 언덕 정도의 반등 예상

불확실성을 넘어 경기회복의 언덕이 될 완만한 금리상승

전염병이 만든 역사적 경제충격 금리 역사 사상 최저치 기록

올해 불거진 전염병 공포는 글로벌 경제와 금융시장을 혼란으로 몰아넣었다. 3월 중반까지 단기간 주가가 가장 가파른 속도로 하락했고, 주요국 국제금리는 역사적 저점까지 하락했다가 극단적 유동성 선호를 반영하여 급등하기도 했다.

실물경제 및 기업실적 개선까지 아직 확인이 필요하고 전염병이 재차 확산될 불안도 배제할 수 없다. 그렇지만 3월 말부터 역사적 규모의 통화&재정정책의 힘은 금융시장 불안심리를 잠재웠다.

하반기 실물경제 안정 확인되면 완만한 금리상승의 언덕 가능

아직 채권시장은 남아있는 불확실성과 풍부한 유동성 수혜를 보고 있지만 현 정책 기조가 유지된다면 역사적으로 가장 짧고 굵은 경기침체를 지날 것이다. 이후 실물경제 안정을 확인시켜줄 정도의 완만한 금리상승이 가능할 전망이다.

그림1 역사적인 전염병 충격, 사상 최저금리 확인 이후 하반기 완만한 금리정상화 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### COVID-19 Shock, 역사적 경제충격

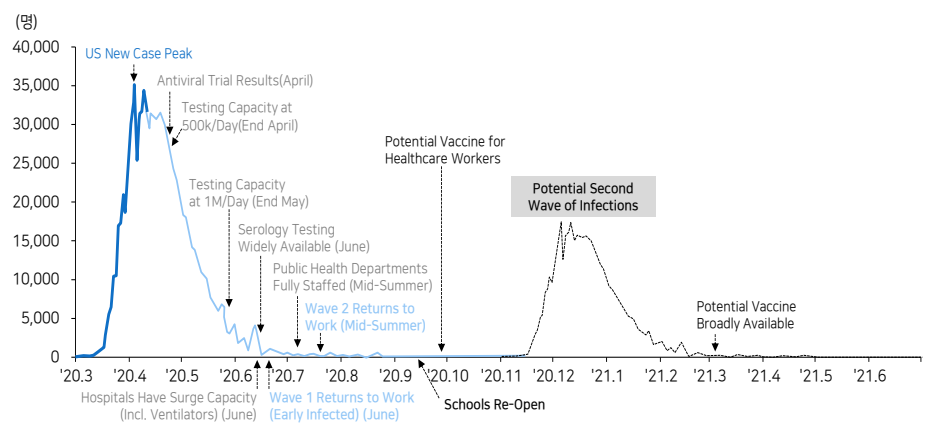
전염병의 공포는 아직 유효  
2차 충격의 불확실성도 염두

역사적으로 인류는 많은 도전과 문제에 직면했지만 잘 헤쳐나갔다. 2008년 금융 위기 이후 10년이 넘는 경기 확장기를 이어온 글로벌경제는 예상치 못한 질병으로 인해 뿌리가 흔들리고 있다. 2019년 12월 발생한 COVID-19는 불과 반년도 되지 않아 전세계로 확산되면서 실물경제 위축과 금융시장 불안을 야기했다.

발병 초기국가인 중국과 한국 등 동아시아 국가들이 일부 전염병을 통제했고 유럽과 미국이 경제재개에 나서고 있지만 하반기에 재차 전염병이 확산될 수 있다는 '2차 충격(second wave)'우려도 높다<그림 2>. 치료제와 백신개발이 가시화되기 전까지 질병에 대한 공포감은 소멸되기 어려울 것이다.

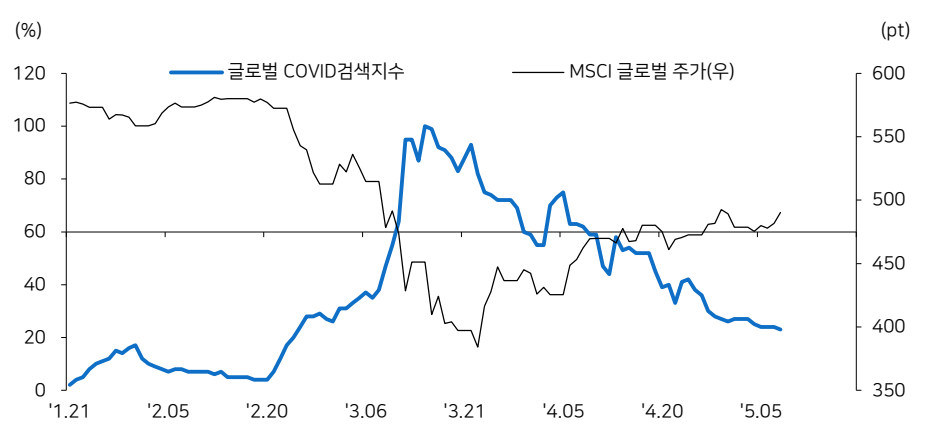
그렇지만 분명한 것은 2차 충격이 발생하더라도 올해 2~3월에 발생했던 불안 확산 국면보다 충격은 제한적일 것으로 본다. 아직 진행형인 질병의 공포 확산에도 4월 중 구글의 COVID 검색량은 줄어들고 있고 그와 반대로 주가 같은 위험자산은 반등을 이어가고 있다<그림 3>.

**그림2 전염병의 공포는 정점을 지나고 있으나 하반기 재차 확산될 위험에 대한 경계감 유지**



자료: Morgan Stanley 재인용, 메리츠증권 리서치센터

**그림3 4월 이후 전염병 확산에도 불안심리는 누그러지며 위험선호 회복**



자료: Google Trend, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**미국 성장률 공황과 전쟁 제외  
가장 큰 하락을 기록**

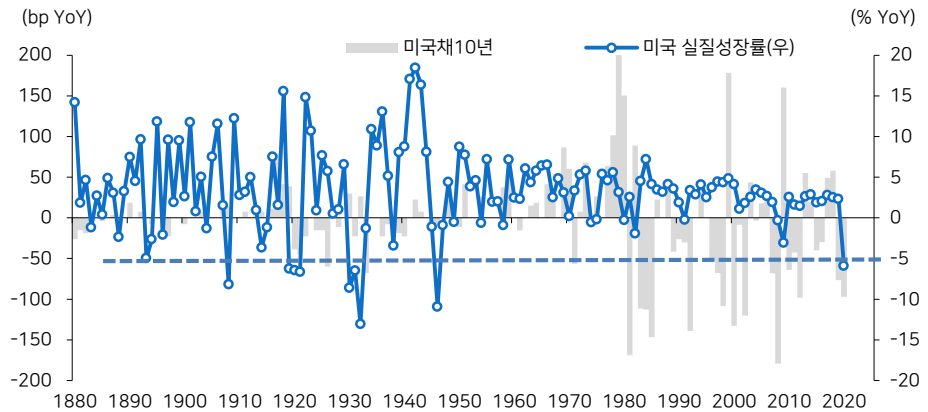
전염병에 대한 불확실성도 높지만 시장의 고민은 역사적인 '실물경제 충격 vs 정책대응' 중 어느 쪽이 이길지 여부도 중요하다. IMF 전망이긴 하지만 미국은 올해 연간으로 실질 성장률이 -6% 정도를 기록할 것으로 예상되고 있다. 이는 공황이나 전쟁을 제외하고 가장 낮은 수준이며 1950년대 이후 최저이다<그림 4>.

**경제충격에 걸맞은 정책시행  
하반기 금리반등 견인**

이러한 경제충격을 극복하기 위해서 미국을 중심으로 주요국은 금융위기 이후 상시 활용했던 통화정책에 역사적 규모의 재정정책을 동원하고 있다. 미국은 GDP의 12% 규모의 재정적자를 내어 경제충격을 막고 있다. 그 과정에서 정부부채는 GDP의 20%가 넘게 급증할 것이다<그림 5>.

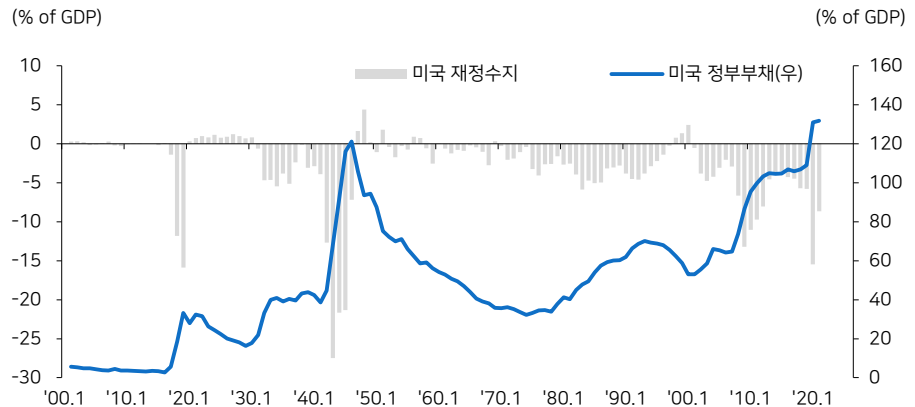
현재까지 금융시장 반응은 질병에 대한 공포가 남아있음에도 정책이 만든 유동성 환경을 지지하고 있다. 변수가 많지만 당사 하우스 뷰는 이번이 '역사상 가장 짧고 굵은 경기침체'로 판단하고 있다. 때문에 역사적 저점 수준까지 하락한 금리 역시 의심의 구간을 지나고 나면 경기회복의 증거(hilling) 정도는 될 것이다.

**그림4 공황과 전쟁을 제외하고는 가장 큰 경기충격을 야기한 COVID-19**



주: 1948년 이전 성장률은 GNP 값임  
자료: NBER, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림5 미국 재정적자는 전쟁 제외하고는 최대 수준, 더불어 정부부채 역시 큰 폭으로 급증**



자료: NBER, US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

### Gloom But Hope, 불확실성 줄이는 과정

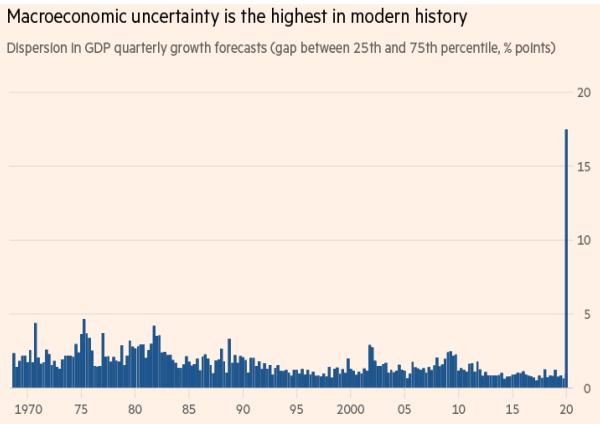
현재 글로벌 경제판단을 두고 전망은 크게 엇갈린다. 우리 같은 낙관론자도 있지만 이내 질병에 대한 공포나 다른 위험변수들이 확산되면서 서둘러 올라온 위험자산이 흔들릴 가능성도 거론된다.

높은 불확실성, 안전선호보다  
추세매매를 강화시킬 공산 커져

역사적인 경제충격이니 예측이 어려운 것은 당연하다. 필라델피아 연준 조사에 따르면 미국 경제학자 중 올해 2분기 미국성장률 전망 상위 25%(낙관론)와 하위 25%(비관론)의 괴리가 이렇게까지 벌어진 것은 처음이며 애널리스트들의 기업실적 역시 유사한 형태를 보인다<그림 6>. 데이터 집계 이후 미국의 정책불확실성 지수는 과거 경기침체기보다 더 높은 불확실성을 나타내고 있다<그림 7>.

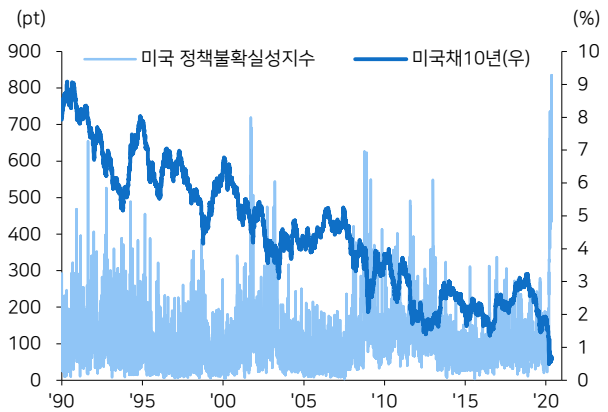
한마디로 이야기하자면 경제전망은 '잘 모르겠다'라는 의미이다. 이렇게 불확실성이 높으면 투자패턴은 안전선호가 우세할 듯 보이지만 실제 투자자들은 추세를 추종하는 경향을 나타낸다. 전염병의 공포가 남아있지만 3월 바닥 확인 이후 주가는 오르고 있고 금리는 사상 최저수준이나 위험선호 눈치보기가 진행 중이다.

그림6 미국 성장률 전망, 낙관 vs 비관 괴리 사상 최대



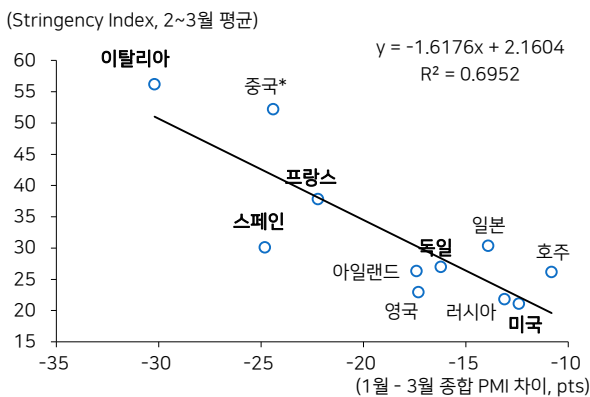
자료: FT 재인용, BofA, Philadelphia Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림7 높은 정책불확실성이 입증하는 혼란스러운 상황



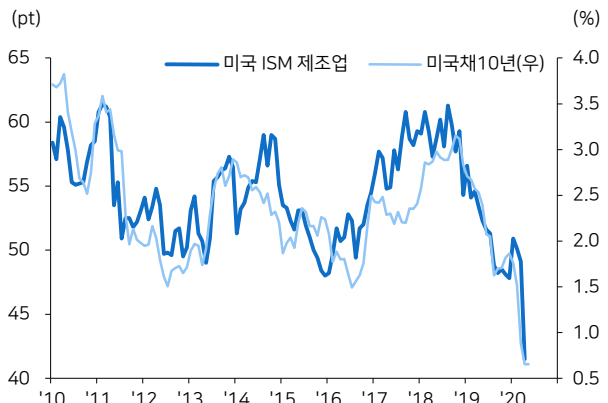
자료: Policyuncertainty.com, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 경제봉쇄 심화된 지역일수록 PMI 위축 큰 것 확인



자료: Oxford Economics, Markit, 메리츠증권 리서치센터

그림9 ISM 제조업 지수 위축만큼 미국채10년 금리하락



자료: ISM, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

7~8월까지 위축된 경제지표  
확인과정에서 금리상승 제한

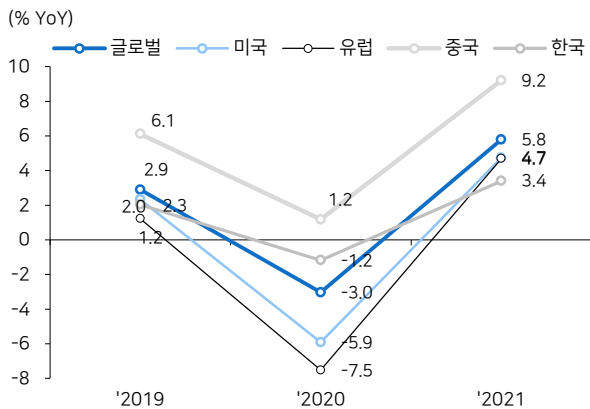
실제 실물경제는 경제봉쇄가 심화된 지역을 중심으로 충격이 크게 발생했다<그림 8>. 아주 단순하게 미국의 ISM 제조업 지수 위축 정도만 감안해도 미국채10년 금리가 0% 중반까지 사상 최저수준으로 낮아진 것이 이해된다<그림 9>. 일상생활 불가로 서비스업 타격이 컸으며, 교역량도 침체 수준이다. IMF는 4월에 올해 글로벌 성장률 전망을 -3%로 제시했는데 추가로 더 낮출 계획이다.

그렇지만 경제와 물가개선에 대한  
전망을 꺾을 정도 우려 아직 없어

올해는 이러한 경제충격을 불가피하나 올해 2분기를 바닥으로 하반기부터는 미약하게나마 경제의 회복기조 자체를 의심할 정도는 아니다. 'V'자 경기회복을 두고 논란이 많지만 현재 높은 불확실성은 내년까지 경기회복 기조자체 전망을 꺾을 정도는 아니다. 기업실적 역시 2분기 바닥으로 개선 전망이 우세하다.

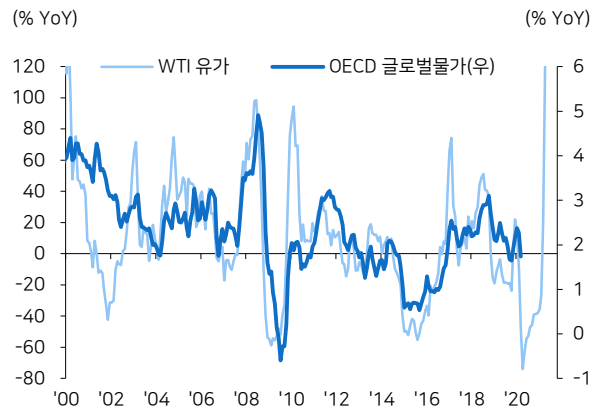
유가가 배럴당 10달러를 위협할 때 불거졌던 디플레이션 우려는 최근 30달러 중반까지 유가가 반등했고 풀어놓은 돈의 효과를 감안 내년에는 정상화 혹은 다소 위쪽을 향할 공산이 커졌다. 당장 어려운 여건이 부각되는 구간이나 일부 속보성 있는 데이터를 확인하며 대응해 나가야 할 것이다<그림 13>.

그림10 주요국 성장률 2020년 위축을 메울 2021년 반등



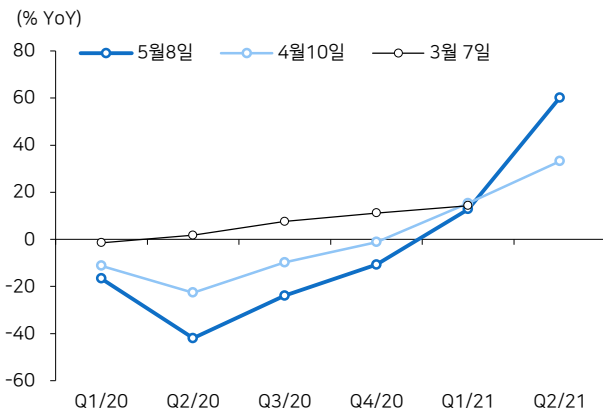
자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

그림11 하락한 유가의 공포가 내년에 물가상승 견인할 것



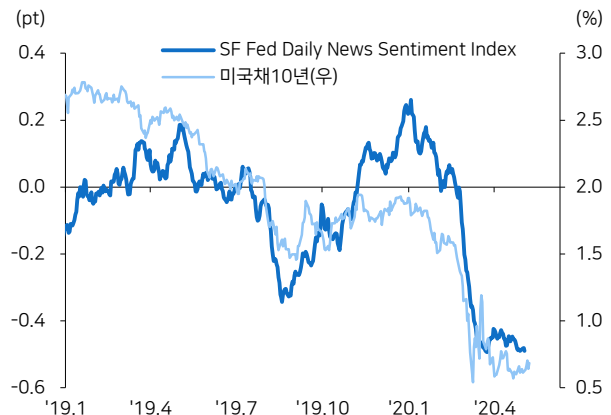
자료: Bloomberg, OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림12 S&P500 EPS 전망치, 2분기 바닥 이후 개선 예상



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 속보성 있는 경제지표 반등을 통해 불확실성 줄이기



자료: SF Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### Big Government, 정책이 만든 안전판

당장 발생된 경제충격만 해도 경기침체를 인정해야 하는 상황에서 향후 추가로 늘어날 수 있는 위험까지 감안할 때 민간 스스로 대응력은 한계가 크다. 때문에 3월부터 주요국 정책당국은 정책대응 역시나 역사적인 수준으로 내놓기 시작했다.

실물경제 안정을 위한 재정안전판  
부도위험 낮추며 위험선호 지지

금리를 사상 최저수준으로 낮추고 기존에 양적완화를 실시하지 않은 국가들조차도 가세하기 시작했다. 그리고 실물경제 충격은 금융경로를 거치는 통화정책보다 재정의 역할이 부각되면서 2008년 금융위기 당시보다 더 큰 규모의 재정정책을 쏟아냈다. 미국은 무려 2.2조 달러가 넘는 재정 패키지를 통해 기업들의 파산을 막고 위축된 경기에 활력을 넣을 수 있는 방안을 동원했다<그림 15>.

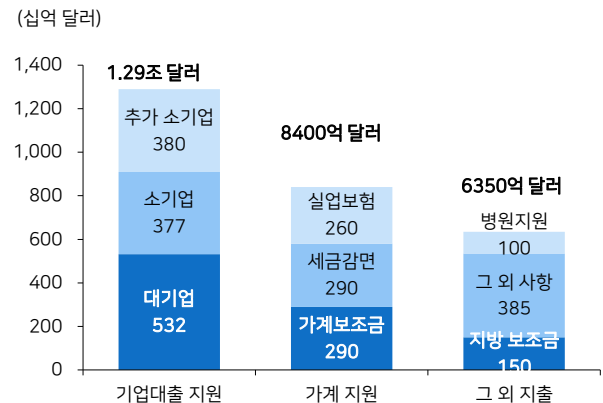
덕분에 글로벌 평균 정부부채는 GDP의 13%나 급증하면서 부채부담이 가중되었다<그림 16>. 4월에만 미국채는 발행이 1조 달러를 넘어서는 등 채권공급 물량 부담이 제기되었지만 연준이 양적완화를 통해 금리상승의 부담을 크게 덜어주었다<그림 17>. 남은 하반기도 추가적인 정책에 대한 기대감은 높다.

그림14 적극적 정책대응에 대한 엇갈린 평가, 그래도 한다



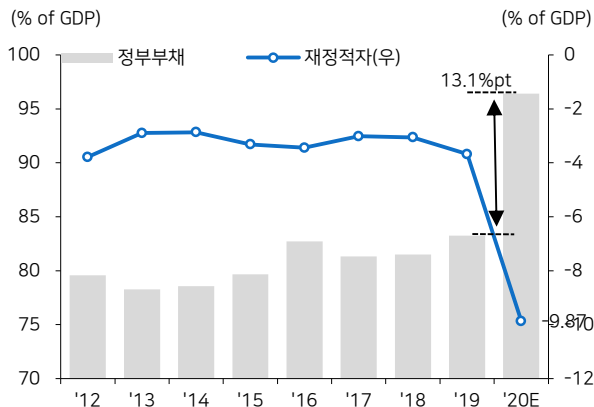
자료: FT 재인용, 메리츠증권 리서치센터

그림15 부도위험을 막아낸 미국 재정지출, 하반기도 안전판



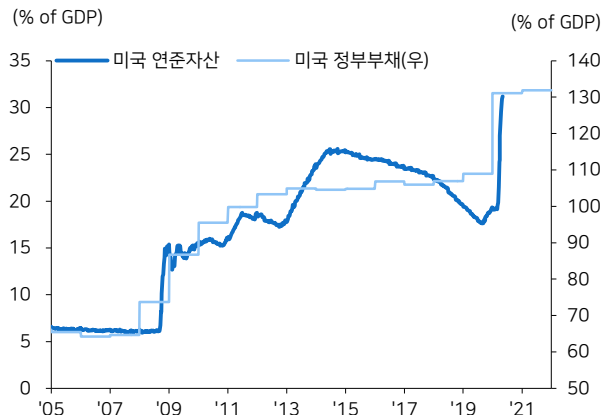
자료: US Treasury, FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림16 글로벌 평균 GDP의 13% 이상 정부부채 급증



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

그림17 연준 등 중앙은행 늘어나는 정부부채 부담 완화



자료: FRB, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

**중앙은행 금리보다 유동성 공급  
미국 마이너스 금리 가능성 낮음**

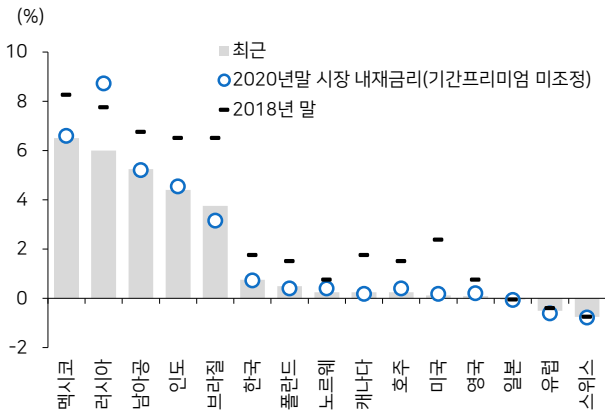
주요국들의 기준금리는 대부분 역사상 최저수준까지 낮아진 가운데 일부 추가인하 기대가 남아있지만 실제 기준금리를 더 낮추는 것에 대한 실효성 논란이 크다. 특히 미국 연방금리 마이너스 도입을 두고 현재 파월의장 등 연준 인사들은 원칙적으로 반대입장이나 트럼프 대통령을 포함 시장기대는 남아있다.

우리는 1)의회 허가가 필요할 수 있는 부분, 2)5조 달러가 넘는 미국 단기자금 시장 교란, 3)마이너스 금리를 실행해서 실패한 국가들의 사례, 4)미국 퇴직연금시장 구조 등을 근거로 마이너스 연방금리 실행 가능성은 낮다고 본다. 아주 단순하게 최근 반등한 미국주가가 다시 급락하거나 디플레이 압력이 높아져 미국 실질금리가 급격하게 상승할 가능성이 적다면 마이너스 금리 실효성은 낮을 것이다.

**결국 풀린 돈의 힘은 위험선호  
지시하며 채권고평가 인식 자극**

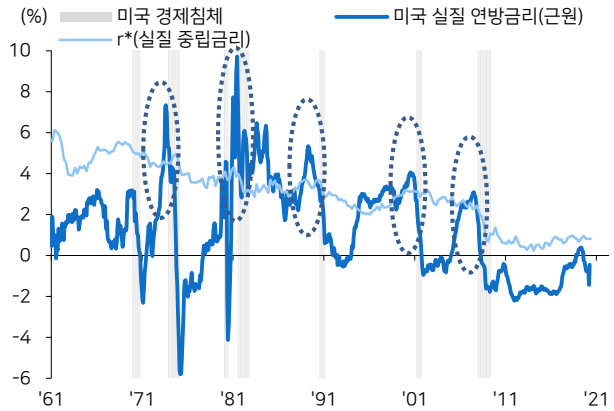
정책의 역할은 금융경로를 통해 시중의 유동성을 풍부하게 만들었고 결국 주식 같은 위험자산 상승을 견인하고 있다<그림 20>. 현재 채권시장도 완화된 유동성 환경의 수혜를 누리고 있지만 후행적으로 유가 같은 원자재 가격이 반등하는 국면에서는 채권시장 강세가 지속되기는 어려울 수 있다<그림 21>.

**그림18 주요국 기준금리 역사상 최저, 연말까지 완화 기대**



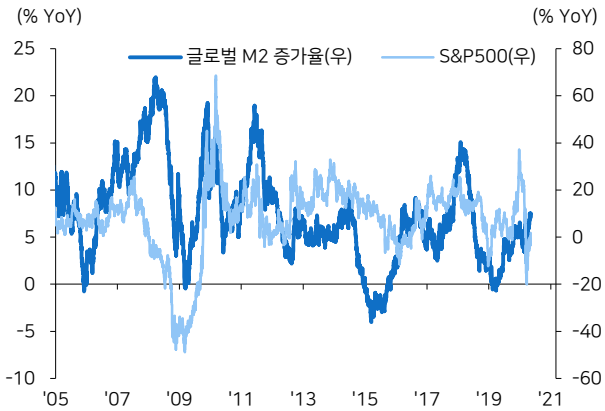
자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

**그림19 단, 미국 마이너스 연방금리 가능성 낮다는 판단**



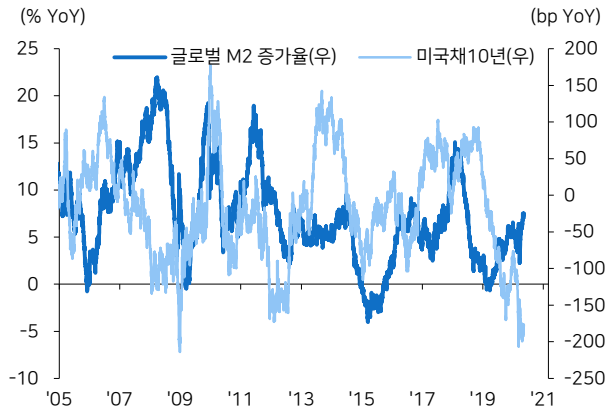
자료: NBER, FRB, US BLS, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

**그림20 풍부한 유동성 결국 위험선호 지속하는 연료 될 것**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림21 아직 채권도 유동성 수혜구간이나 결국 반등**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터



### Taking the Risks, 적정금리 찾기

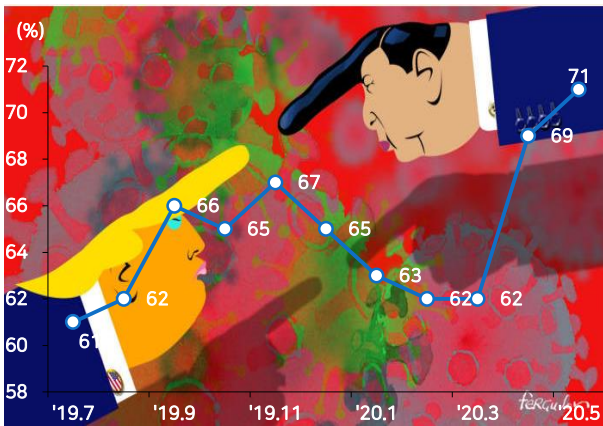
COVID-19 이외에 위협요인  
안심할 수 없는 금융시장

전염병에 대한 공포가 통제되고 정책효과가 하반기 경기반등을 견인하더라도 금융 시장의 우려는 쉽게 사라지지 않고 있다. COVID-19 이외에도 위협요인들이 산재해 있기 때문이다. 미국 대선을 앞두고 다시 불거진 미중 갈등, 기업들의 파산, 신흥국 위기, 돈의 가치 하락 등이 거론된다.

가장 먼저 시장의 긴장감이 높은 재료는 미중 무역갈등이다. 전염병 확산으로 지지율이 낮아진 트럼프 대통령은 자기 지지세력을 결집시키기 위해 중국과 무역마찰 위험을 높이고 있다. 그렇지만 우리는 지난해 무역분쟁 과정에서 트럼프 대통령이 주식시장까지 망가뜨리면서 지지율을 올릴 강단은 없다고 보고 있다.

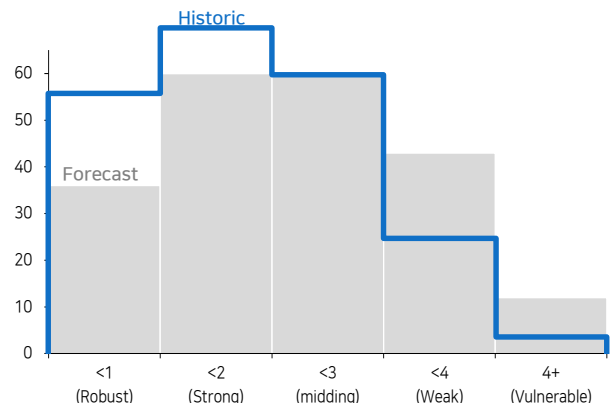
그리고 기업들의 파산 관련 늘고 있는 신용등급 강등 업체 중 에너지, 항공, 금융 산업에서 일부 기업의 옥석 가리기가 진행될 것이다. 현재 재정정책이 깔아놓은 소기업대출 규모가 유지되는 한 기업도산이 연쇄적으로 충격 발생 가능성은 낮을 것으로 본다. 올해 말까지 미국 하이일드 스프레드는 축소를 예상한다.

그림22 Risk(1) 미중 무역분쟁에 따른 불안심리 급증



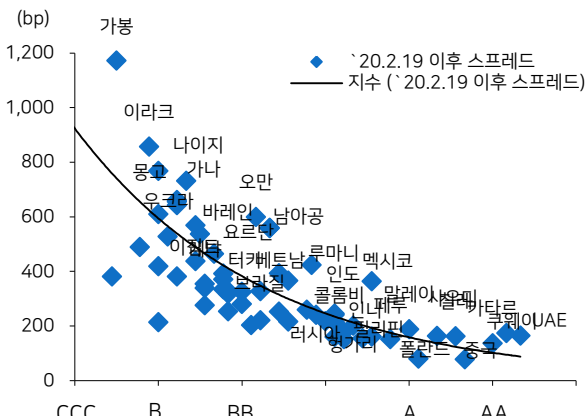
자료: CIVIC Science, 메리츠증권 리서치센터

그림23 Risk(2) 글로벌 신용등급 우량 감소, 비우량 증가



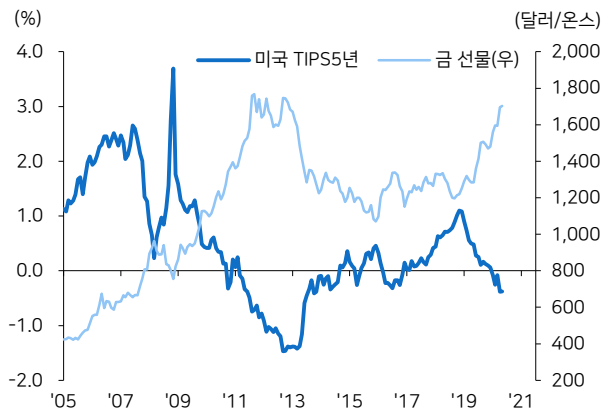
자료: FT Analysis, 메리츠증권 리서치센터

그림24 Risk(3) 신흥국 위기의 전염 가능성



자료: IMF GFSR(20.4), 메리츠증권 리서치센터

그림25 Risk(4) 떨어진 돈의 가치, 인플레이션 가능성



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**미중 갈등, 기업 파산, 신흥국 위기 등 알려진 위험 통제 예상**

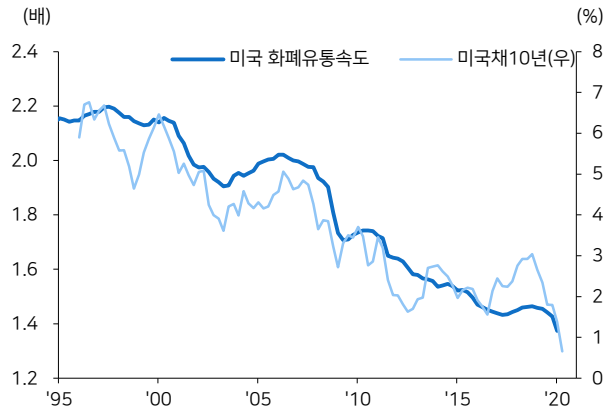
아르헨티나 디폴트 리스크로 신흥국 위험도 무시할 수 있는 재료는 아니지만 주요 선진국의 유동성이 공급되는 상황에서 신흥국 전염 가능성은 제한적일 것이다. 취약성이 높은 남미지역과 건전성이 높은 아시아 신흥국 간에 통화가치와 주가 등 금융시장 반응만 봐도 차간 속에 태풍일 공산이 크다. 막대하게 풀린 돈 때문에 발생할 수 있는 인플레이 위험은 금 가격이 잘 설명할 것이다.

상기한 위험을 간과하는 것이 아니라 '알려진 위험'이 현실화될 가능성에 대해서는 좀 더 낙관적인 시각을 제시하는 것이다. 이를 기반으로 우리는 현재 미국경제가 풀린 유동성 대비 반등이 미약해 금리가 하락하는 정도는 인정하나 4차 산업혁명으로 늘어난 돈을 버는 능력대비 금리가 낮은 것도 봐야 한다.

**미국채10년 고평가 하반기 1%대 반등할 것으로 전망**

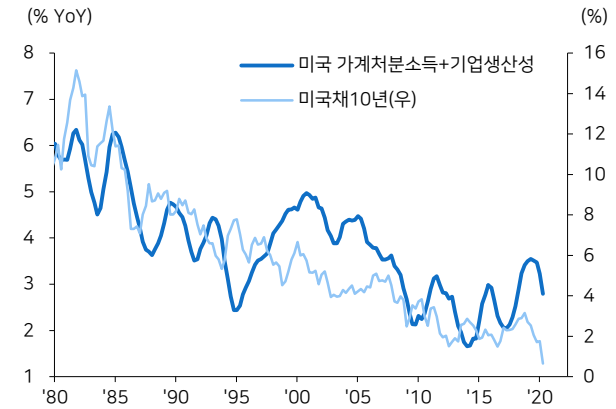
올해 미국경제가 침체 수준의 충격이 들어왔지만 잠재성장률이나 장기성장추세 기준으로 1% 중반은 성장할 능력을 가진 국가이다. 때문에 2008년 금융위기 당시에 급락했던 금리가 예상보다 빨리 2009년에 반등했었는데 이번에도 유사한 패턴을 예상한다. 하반기 실물경제 안정을 확인할 정도의 금리상승 말이다.

**그림26 돈이 풀린 정도 대비 경제회복 아직, 금리하락 근거**



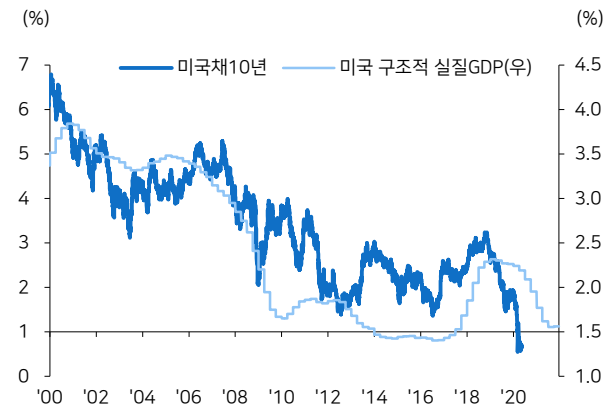
자료: US BEA, FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림27 민간이 돈을 벌 수 있는 능력대비 낮은 금리**



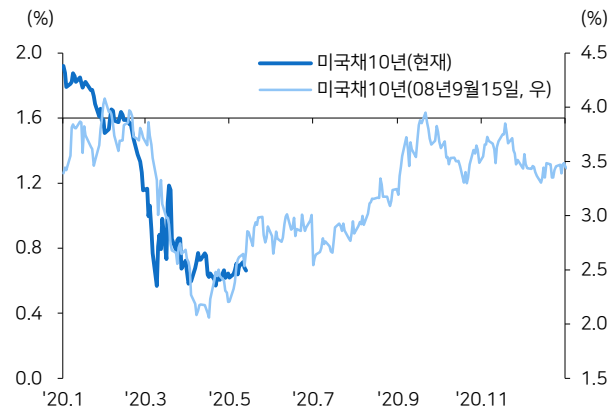
자료: US Census Bureau, FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림28 미국 장기성장추세, 1% 중반은 성장할 능력 있어**



자료: Bloomberg, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

**그림29 금융위기의 경험, 하반기 미국채10년 1%대 반등**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 한국금리 위기를 넘어 안정의 언덕으로

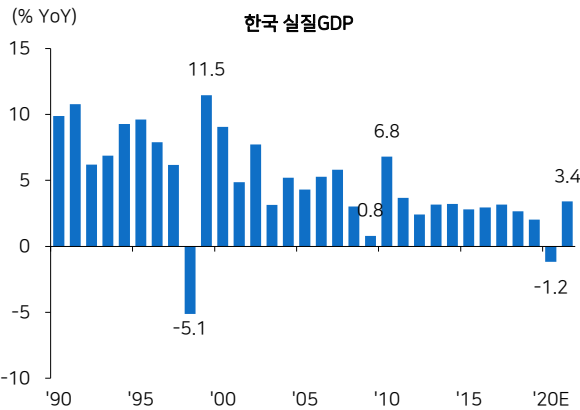
한국경제 충격, 글로벌대비 상대적 안정수준으로 판단

글로벌 경제위기 과정에서 한국경제 역시 충격이 크다. 그럼에도 전염병을 조기에 통제하고 정책효과들이 반영되면서 글로벌 경제충격대비 상대적으로 한국경제 위축 정도는 덜할 것으로 예상된다. 당사는 올해 한국 성장률을 0.4%, 물가는 0.3%를 예상하며 내년은 성장률 3.1%와 물가 0.9%를 예상 중이다.

당사가 보고 있는 올해 국내 경제는 IMF나 시장의 컨센서스보다는 낙관적인 숫자이다. 1997년 외환위기 이후 가장 부진한 성장률을 기록할 것이라는 전망이 우세하다<그림 30>. 특히 글로벌 교역위축으로 한국의 제조업과 수출경기는 아직 추가로 둔화될 위험성이 크다<그림 31>.

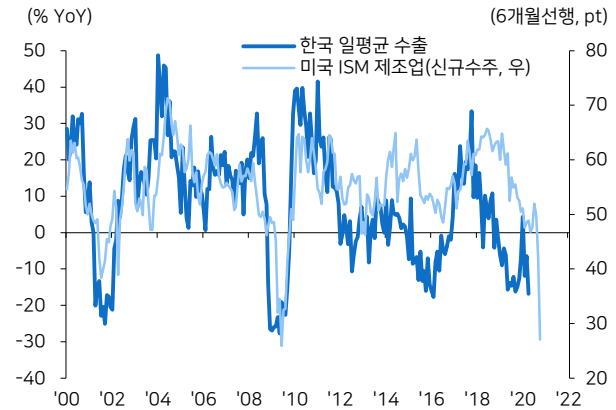
그렇지만 4월 이후 구글 mobility 지수가 전세계에서 가장 빨리 반등한데다 최근 신용매출 증가율은 5월 중 전년대비 플러스로 반전하는 등 한국경제는 내수를 기반으로 조금씩 개선될 조짐을 나타내고 있다<그림 32>. 5월 중 서베이 지표 중 소비심리와 기업심리도 미약하지만 반등하기도 했다.

그림30 IMF 1997년 외환위기 이후 가장 부진한 성장 전망



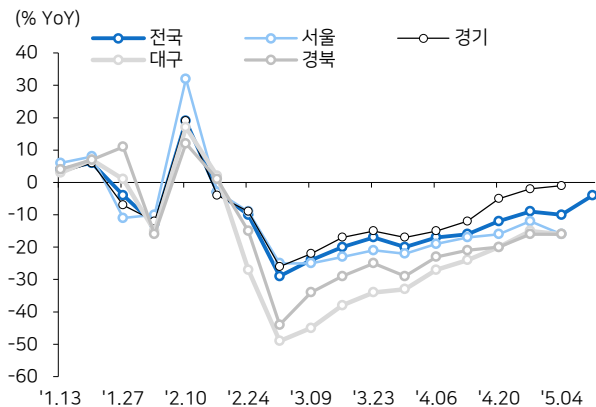
자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

그림31 글로벌 경제위축으로 한국 수출경기 우려 높아



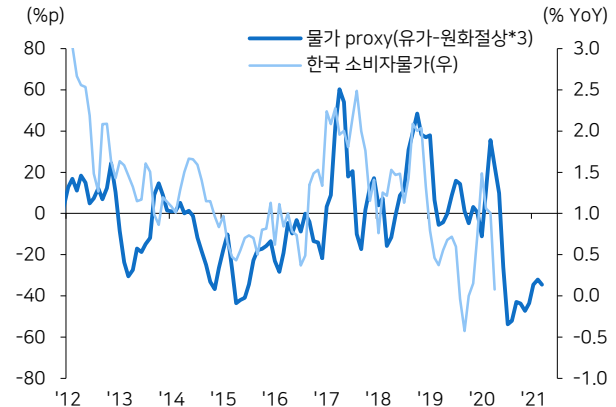
자료: 관세청, ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림32 국내 신용카드 매출 회복기조, 내수회복 기대



자료: 한국 신용카드데이터, 메리츠증권 리서치센터

그림33 국내 저물가 요인 우세는 통화완화의 근거



자료: Bloomberg, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

국내 대규모 재정 인한 구축효과 우려로 추가 통화정책 기대 유효

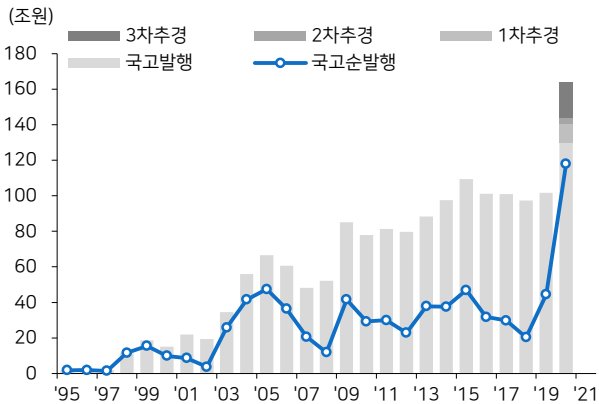
아직은 큰 틀의 경기위축을 확인해야 하지만 내부적으로 바닥을 통과하고 있다는 정도의 경기관에 비해 물가는 구조적인 문제와 원화절상 기대로 내년상반기까지 반등이 제한적일 전망이다<그림 33>. 유가가 최근 오르고 있지만 글로벌 물가반등 대비 한국의 저물가 기조는 상대적으로 금리반등 속도를 제한한 것이다.

국내도 어려운 정책을 지원하기 위해 막대한 재정정책이 동원되고 있는데 3차례에 걸쳐 추경이 실시되며 국고채 발행물량 부담이 크게 늘어날 전망이다. 특히 3차 추경은 30조원 내외에서 40조원까지 기존 1~2차에 비해 물량이 크게 늘어날 수 있어 확정될 6월 초까지 채권시장의 관심도가 높다. 실제 시장 예상보다 큰 공급물량이 결정될 경우 한은이 국고 단순매입에 나서야 할 것으로 보인다.

그럼에도 금융시장 안정 감안할 때 추가 완화 서두를 시점 아님

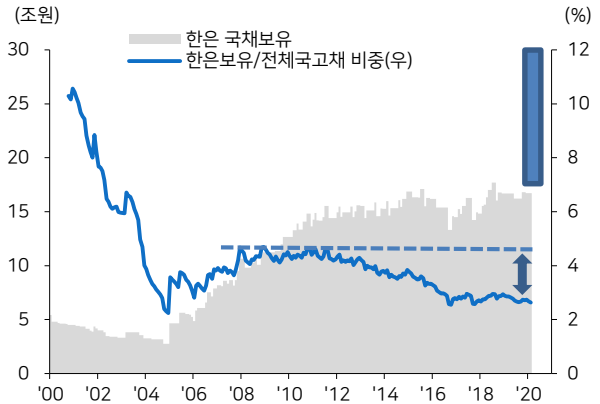
당장 경기충격과 불확실성, 국채 발행물량에 따른 구축효과를 감안하여 추가 1차례 기준금리 인하 전망이 우세하다. 실제 경제심리 위축만 봐도 금리를 인하하는 것이 당연한 듯 보인다. 그럼에도 정책효과 반영하여 주가가 오르고 한은 RP매입 입찰이 감소한 여건은 추가 완화정책을 서두를 이유가 줄었음을 반증한다.

그림34 역사적 추경, 3차 추경 물량부담 얼마나 늘지 주목



자료: 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림35 한은 단순매입 등 재정의 구축효과 부담 완화



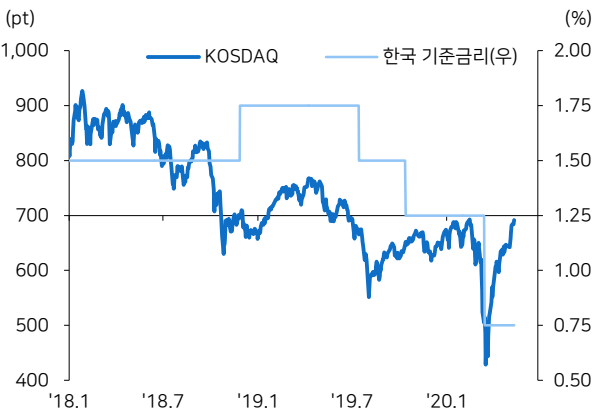
자료: 한국은행, 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림36 경제심리 위축만 보면 금리인하가 당연한 듯 보이나



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림37 위험자산 반등보면 금리인하 서두를 이유 줄어



자료: KRX, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

**연내 국내 기준금리 동결전망  
하반기 낙관적 시각 반영**

4월 금통위에서 한은 총재가 '금리인하 여력'과 '금리반등 시 시장개입'을 강조한 것은 위기국면에서 멘트였다. 5월 말 금통위를 하루 앞둔 현재 금융시장은 안정되었고 중장기 시장금리도 수급부담을 감내하고 하향 안정되었다. 올해 위축된 경제에 대한 긴급대응은 3~4월 정책실행 과정에서 녹아있다고 본다.

때문에 당사의 연내 기준금리 동결은 시장의 소수의견에 해당하나 우리가 현재 경제충격을 간과하는 것이 아닌 현재 금융시장 안정과 하반기 추가로 진행될 수 있는 낙관적인 관점에서 제시하는 의견이다. 그리고 현재 국고3년 0.8%와 국고10년 1.3% 금리레벨에는 기준금리 0.50%에 대한 기대를 충분히 녹인 수준이라는 점에서 정책기대 소멸 이후 대응을 고려한 의견이다.

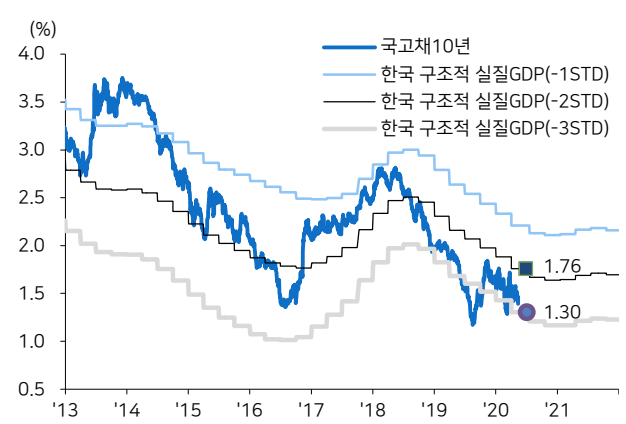
**7월까지 현재 통화완화 기대 활용  
금리바닥 탐색 과정 가능**

한국 실질성장률의 10년 이동평균값이 장기성장추세를 두고 올해 어려운 경기여건을 감안하여 하향기조가 이어지고 있지만 그렇게 성장레벨대비 보고 있는 금리하단은 국고10년 1.3% 내외 정도를 추정한다. 일시적인 풀림으로 10년 금리하단을 뚫고 내려가는 구간은 차익실현의 기회로 삼는 것이 유리하겠다. 이후 실물경제 안정을 확인하면 상단은 1.8% 정도로 추정된다.

**이후 정책기대 소멸 실물경기 안정  
확인되면 국고10년 1% 중반 반등**

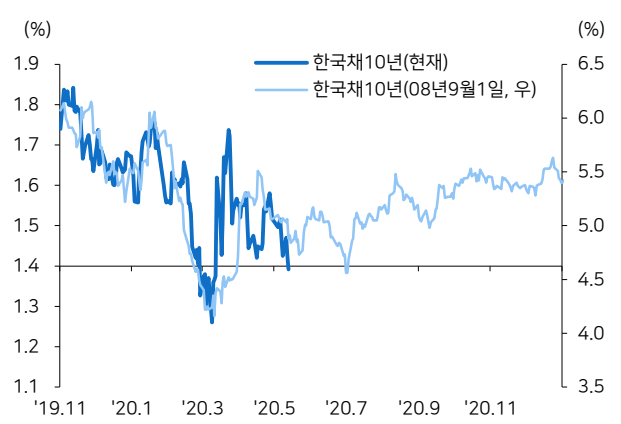
우리 예상과 달리 기준금리가 0.50%로 인하가 단행되어도 하반기 연말로 갈수록 국고10년 금리는 1% 중반 정도는 회복할 정도는 가능하다는 생각이다. 국내 채권 시장 역시 2008년 금융위기의 금리패턴은 유사할 것으로 본다. 아직 7월까지 추가로 바닥을 탐색할 여지가 있지만 이후 완만한 언덕 정도는 가능할 것이다.

**그림38 장기성장추세 기준 국고10년 1.3~1.8% 레인지**



자료: 금융투자협회, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

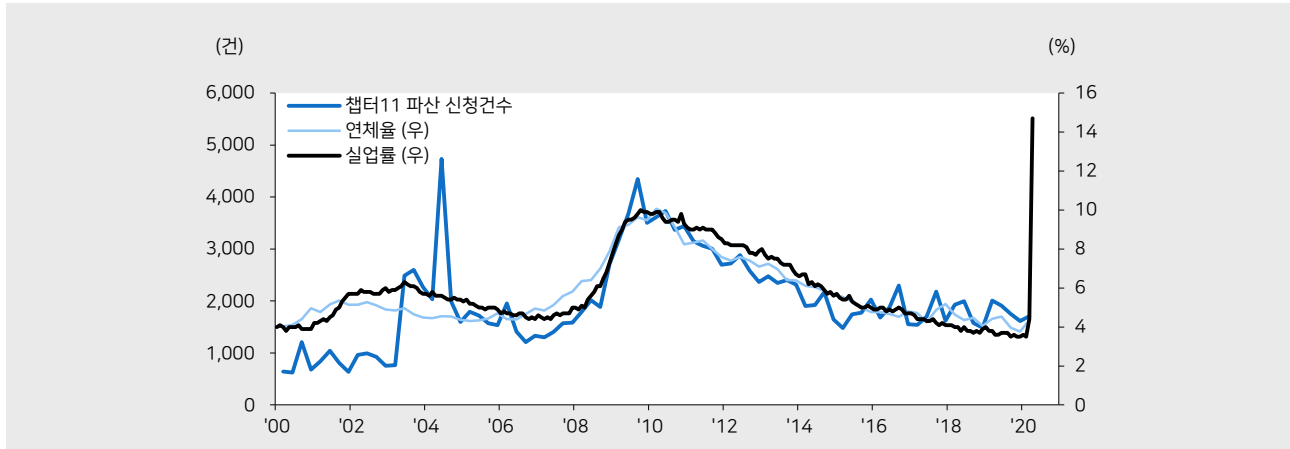
**그림39 하반기 실물경제 개선 시 국고10년 1.5% 이상 전망**



자료: 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

**오늘의 차트** 김태형 연구원

**Main Street 이상 없다**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**코로나19發 경기 둔화 우려 속 금융경제와 실물경제간의 괴리**

코로나19發 경기 둔화 우려에도 Wall Street(금융가)에는 훈풍이 불고 있다. 중앙은행의 완화적인 통화정책과 풍부한 유동성 정책, 코로나19 백신 개발 기대감 등 호재에 힘입어 증시는 연일 상승세를 나타내고 있다. S&P500의 경우 최근 저점(3/23) 대비 약 33% 상승하며 3,000pt선 돌파를 눈앞에 두고 있다. 한편, Wall Street(금융경제)에서 불고 있는 훈풍은 아직 Main Street(실물경제)에서는 불지 않고 있다. 실물경제에서의 회복징후가 뚜렷하게 나타나지 않고 있기 때문이다.

**높은 실업률과 동반된 연체율과 기업들의 파산신청건수, 이번에도 불가피할 것으로 예상**

미국의 4월 실업률은 14.7%를 기록하며 대공황 이후 최고치를 기록했다. 여기서 우려되는 것은 코로나19로 인한 고용시장의 불안뿐만이 아니라 이로 인한 파급효과다. 일반적으로 실업률이 증가하게 될 경우 기업과 개인의 채무상환능력이 떨어지게 된다. 그리고 상환능력이 떨어진 사업체들은 파산을 신청하게 된다. 2008년 금융위기 당시 실업률이 높게 치솟았을 때, 연체율과 파산신청건수(Chapter 11)가 크게 증가했었다. 장기간 낮은 수준을 유지했던 실업률이 단기간에 큰 폭으로 증가한 만큼 이번에도 연체율과 파산신청건수는 크게 증가할 가능성이 높다.

**실업률 증가로 인한 여파는 피할 수 없으나 이전과는 달라진 연준의 정책 기조가 충격을 완화할 것**

실업률 증가로 인한 충격은 불가피하지만 긍정적인 것은 연준의 정책 방향이다. 연준은 제로수준의 금리를 유지하겠다고 모든 수단을 동원하여 경기 하강을 방지하겠다고 했다. 한편, 연준은 메인스트리트대출프로그램(MSLP) 설립을 통해 중소기업 지원을 시사했다. 이는 2008년 금융위기 당시 연준의 정책 기조가 Wall Street(금융경제)에 집중되었던 것과는 달라진 모습이다. 여기에 이전과는 다르게 매우 빨라진 정책 속도는 실업률 증가로 인한 충격을 완화시켜줄 것이다.

**코로나19 이전 수준을 회복하려고 하는 증시, 추세적인 상승 지속을 위해선 실물경제의 회복이 중요**

실업률 증가로 인한 연체율과 파산신청의 증가가 증시에 미칠 영향은 단기적으로는 제한적일 것으로 보인다. 그러나 추세적 상승 흐름이 연장되기 위해서는 연준의 정책 효과가 Main Street에 반영이 되어야만 할 것이다. 코로나19가 나타나기 전의 금융시장은 강한 실물경제를 기반으로 유지되었기 때문이다.

**칼럼의 재해석** 황수욱 연구원

**화폐 관점에서 본 연준의 정책대응 (Financial Times)**

미국 연준은 현재 정책 효과를 판단할 때까지 새로운 대안 통화정책 논의를 미루려고 한다. 파월 의장을 비롯한 연준 관료들은 금리 인하, 자산 매입, 특별 대출 등 대규모 경기부양 정책을 통해 금융시장을 진작시킨 후, 필요할 경우 더 적극적인 준비가 되어 있다고 언급했다. 그러나 그들은 6월 FOMC에서 대안을 선보일 준비를 하고 있지 않다. 리처드 클라리다 연준 부의장은 3일 New York Association of Business Economics와의 웹캐스트에서 현재는 매우 이례적인 충격이며, “우리 경제가 어떤 모습일지, 반등이 어떤 모습일지 어느 정도 파악하려면 시간이 걸릴 것이고 잠재적인 회복에 대해 고려할 때 현재 상황에 대한 더 많은 데이터를 수집하는 것은 당연하다”라고 말했다. 연준 관계자들은 자신들이 가지고 있는 정책 도구에 만족하고 있으며, 금리가 0% 이하로 떨어지는 것의 효과에 회의적이라고 언급하며 마이너스 금리 이행에 대해 강하게 부인했다.

연준이 새로운 통화정책에 대한 합의를 서두르는 것 같지는 않다. 그 이유는 연준이 이미 발표된 정책들을 실행하는데 여전히 집중하고 있기 때문이다. Bank of America의 미셸 마이어 이코노미스트는 “그들은 유동성을 시스템에 유입시키는 데 매우 집중하고 있으며, 시장 지표를 보면 그들이 그것에 대해 어느 정도 실질적인 성공을 거뒀다고 믿고 있는 것 같다”라고 말했다. 연준 관계자들은 여전히 경기 전망이 불안하며 그 중 일부는 경기가 빠르면 내년에는 완전히 회복할 수 있다고 경고했다. 그러나 많은 지역에서 봉쇄 조치 완화를 시작하면서 몇 주전 그들의 예상과 비교해 전망이 급격히 악화되지는 않았다. 다만, 연준은 즉각적으로 행동할 계획이 없다 하더라도 장기적으로는 경기를 부양하겠다는 결의를 강화해야 한다는 것도 염두하고 있다.

**4월 FOMC 의사록에 드러난 연준의 의지**

4월 FOMC 의사록, 새로운 통화 정책 프레임보다는 현재 정책 효과 지켜볼 것 확인

5월 20일 공개된 4월 FOMC 의사록에는 새로운 통화정책 수단에 대해 논의하기 보다는 현재의 비상사태에 대해 집중하자는 취지의 내용이 있었다. 올해 초 FOMC에서 6월에 새로운 통화정책에 대한 논의가 있을 수 있다는 것과는 다른 내용이다. 연초 이후 시장은 AIT, MMT, YCC, NIRP 등 새로운 통화정책 프레임 을 통해 기존의 정책 수단 한계 인식에 연준이 대응하기를 기대하고 있었다. 정책 금리가 하한에 도달해 있는 상태에서 연준이 필요 시 추가적인 부양에 나설 수 있음을 거듭 강조하고 있지만, 최근 새로운 통화정책 프레임에 대한 기대가 있었던 것은 사실이다. 그럼에도 불구하고 연준이 경기가 회복할 때까지 금리 수준을 유지하며, 상황을 좀 더 지켜보겠다는 현재 스탠스가 충분한 지 판단해보고자 한다.

표1 4월 FOMC 의사록 중 주요 내용 발췌	
내용	
<p><b>Respondents to Desk surveys attached almost no probability to the FOMC implementing negative policy rates. Some survey respondents indicated that they expected modifications to the Committee's forward guidance, but not at the current meeting.</b></p> <p>Desk surveys의 응답자들은 FOMC가 마이너스 정책 금리를 시행할 가능성이 없다는 데 무게를 두었다. 일부 응답자들은 현재 회의에서는 아니더라도, forward guidance의 보완을 기대했다.</p>	<p>Participant also judged that it would be appropriate to maintain the target range for the federal funds rate at its present level until policy makers were confident that the economy had weathered recent events and was on track to achieve the Committee's maximum employment and price stability goals.</p> <p>(위원회) 참여자들은 또한 최근 경제 상황에 대해 정책 입안자들이 확신을 갖고, 경기가 위원회의 목표인 완전 고용과 물가 안정 목표에 도달하는 정상 궤도에 들어설 때까지 현재 연방기금금리 수준을 유지하는 것이 적절할 수 있다고 판단했다.</p>
<p><b>Some participants commented that the Committee could make its forward guidance for the path for the federal funds rate more explicit.</b></p> <p>일부 참여자들은 위원회가 연방기금금리 경로에 대한 forward guidance를 좀 더 명확하게 할 수 있음을 언급했다.</p>	

자료: Federal Reserve Board, 메리츠증권 리서치센터

### 화폐경제 핵심은 '은행'과 '신용'

현대 화폐경제를 이루고 있는 대부분의 화폐는 신용화폐

통화정책을 이해하기 위해 화폐경제를 이루는 근간부터 살펴보겠다. 현대 경제에서 유통 중인 거의 모든 화폐는 '신용'의 형태이다. 유통화폐의 기본 형태는 1) 중앙은행권과 주화, 그리고 2) 신용화폐이다. 여기서 신용화폐라는 것은 신용을 기반으로 창조된 요구불 예금 혹은 당좌 계정에 포함된 화폐를 말한다. 1)이 본원통화, 2)가 광의의 통화이며, 대부분의 화폐는 2)에 해당하고 본원통화를 제외한 거의 모든 화폐는 '신용'으로 이루어져 있다.

현대 화폐 시스템에서 신용을 창조하는 가장 중요한 주체는 '은행'

<그림 1>은 화폐가 생성되는 과정인 '신용 창조' 과정을 보여준다. 중앙은행이 100의 화폐를 발행하여 시중은행에 대출해주면, 일정부분을 제외한 나머지를 모두 다시 빌려줄 수 있게 되어 이 과정을 통해 시장 전체에서 유통되는 통화량은 본원통화 이상이 될 수 있다. 이 중 법정화폐를 제외한 나머지 모든 광의의 화폐는 신용 창조 과정을 통해 '은행'이 창조한다. 즉, 현대 화폐 시스템에서 '은행'은 전체 통화량을 공급하는데 중요한 역할을 한다.

통화량은 신용창조 과정을 거치며, 대출의 근거는 거래상대방에 대한 '신용'

새로운 화폐가 창조되는 것은 <그림 1>에서 보이는 것처럼 대출을 통해 나타난다. 대출은 상대방이 돈을 다시 갚을 수 있다는 믿음을 근간으로 한다. 이렇게 발생한 대출을 또 다른 말로 '신용'이라고 한다. 협의의 통화에서 광의의 통화로 갈수록 CP, 회사채 등이 통화량 범위에 포함되는 것은 이와 같은 이유 때문이다. 광의의 화폐는 거래 상대방에 대한 신용과 같다. 그렇기 때문에 '대출'이 화폐경제의 핵심이다.

그림1 신용창조 과정 예시, 화폐 = 거래 상대방에 대한 신뢰 기반의 '대출'

	중앙은행	은행 A	은행 B	은행 C	합계
화폐발행	100				100
예금		100	90	81	1,000
지급준비금 (10%)		10	9	8.1	100
대출		90	81	72.9	900

통화량(1,000) = 본원통화(100) + 대출(신용, 900)

자료: 메리츠증권 리서치센터



통화정책 전달경로에서 신용과 대출은 실물경기 활성화로 연결되는 중요한 요소

통화정책은 중앙은행이 잘 발달된 금융시장에 자극을 주고 실물 경제에 파급 효과를 내는 것을 목표로 한다. 이 과정을 통화정책 전달경로(Monetary policy transmission mechanism)라고 한다. 통화정책 전달경로를 통해 중앙은행의 통화정책 파급 효과가 실물 경제로 전파된다. 중앙은행이 직접 본원 통화량을 늘리거나 금리인하 효과로 실물경제를 자극하는 경로도 중요하지만, 현대 통화정책에서는 신용경로를 자극하여 은행의 대출 증대에 의한 소비·투자를 진작시키는 경로도 중요하게 여긴다.

표2 통화정책 전달경로

경로	내용
금리 경로	통화량 증가 - 단기시장금리 인하, 예대금리 인하 - 장기 금리 인하 - 투자 증가
자산가격 경로	통화량 증가 - 실질자산가치 상승 - 가계 부 증가 - 소비 증가
환율 경로	통화량 증가 - 금리 하락 - 외화자산 유출 - 환율 상승 - (마살-러너 조건 충족시) 순수출 증가
은행대출 경로	통화량 증가 - 은행의 대출 여력 증가 - 대출 증가
대차대조표 경로	통화량 증가 - 자금수요자 대차대조표 변화(명목자산 크기 증가) - 은행 대출태도 완화
기대경로	인플레이션 기대 변경 - 이자율, 금융자산 가격, 총수요 물가 등에 영향 미침
리스크 추구 경로	완화적 통화정책이 금융기관 위험/수익률 추구 촉진(금융기관의 대출 태도 완화)

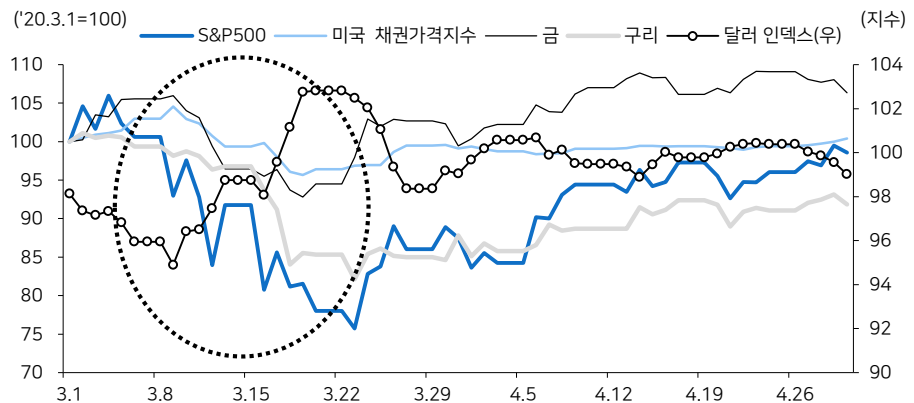
자료: 메리츠증권 리서치센터

### 경기충격은 신용 위축을 불러옴

지난 3월 중순에 나타난 모든 자산 가격 하락은 전례 없는 신용 위축 때문

<그림 2>에서처럼 2020년 3월 중순에 나타난 모든 자산가격의 동반 하락 현상은 외부 충격에 의해 거래 상대방에 대한 신뢰가 깨졌기 때문에 발생한 일이다. 강한 외부 충격은 불확실성을 키워 거래 상대방의 채무 상황에 대한 믿음을 떨어뜨린다. 이에 따라 상대에 대한 믿음, 즉 신용에 기반의 대출, 혹은 채무에 대한 즉각적인 상황 요구가 커지고, 그 과정에서 신용 기반으로 창출된 화폐 규모가 줄어든다. 전체 시장에 있던 화폐의 규모 자체가 줄었기 때문에 화폐로 표시되는 모든 자산의 가격이 떨어졌다. 한편, 시장에 남아 있는 화폐의 가치는 희소해질 수밖에 없고, 이 중 가장 믿을만한 달러화 가치만 치솟은 것이다.

그림2 3월 모든 자산가격의 하락은 신용 위축에 의한 '통화량'의 감소



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

은행 시스템의 훼손은 경기침체가 장기화되는데 일조:  
대공황과 금융위기 사례

코로나 충격 이전에 역사적으로 두 번 존재했던 장기 침체(대공황, 2008년 금융 위기)의 공통점은 바로 은행 시스템의 훼손이다. 은행은 앞 페이지 <그림 1>에서 나타나듯이 신용창조 과정을 만들어주는 화폐경제 시스템의 중요한 요소이다. 은행 시스템이 위축되면 대출에 의해 발생하는 신용 화폐에 의한 통화량이 감소하게 될 것이다. 대공황과 금융위기 때 해당 사례가 발생했다.

대공황 당시에는 금본위 제도 하에서 연방준비제도가 화폐를 찍어내는 데 제약을 받았기 때문에 유동성 문제에 직면한 은행의 최종 대부자로서 자금을 대어해 주는 것이 한정적이었다. 정책 입안자들이 쓸 수 있는 카드가 제한적이던 가운데, 경기 침체와 가뭄 피해로 일부 지방은행부터 도산하기 시작했다. 1930년 12월 이후 은행 불안감이 확산되며 뱅크런이 발생하기 시작했다. 1930년 12월 12일 예금고객이 40만 명에 달하는 당시 최대 규모였던 미합중국은행(Bank of the United States)이 파산한 이후 1932년부터 재정된 은행 구제 법안 등이 나올 때까지 은행 환경은 지속적으로 악화되었다. 그 결과, 예금 및 대출시스템 충격이 경기침체를 장기화시키는 데 일조했다.

금융위기 때에는 서브프라임 모기지 문제 원인을 은행의 탐욕으로 판단하여 은행에게 책임을 전가했고 이에 따라 은행의 디레버리징과 희생을 강요했다. 그 결과 베어스틴스 구제금융 요청 및 JP모건의 인수, 주요 은행들의 신용등급 하향 조정, 리먼브라더스 파산 등 은행 시스템의 훼손이 발생했다. 은행 시스템의 훼손은 전례없는 양적완화 정책을 펼쳤음에도 불구하고 경기 침체가 장기화된 원인 중 하나로 작용했다.

그림3 대공황 시기의 은행 파산



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 금융위기 시기의 은행 파산



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 신용 위축과 연준의 대응

코로나 위기에 대응한 연준의 신용시장 지원 정책에 주목

지난 3월 모든 자산 가격이 하락했던 것에서 확인되는 것처럼, 이번 코로나 사태가 가져온 가장 큰 경제적 충격은 '신용 위축'이다. 이 부분에서 가장 우려되는 것은 이미 건강하게 경제활동을 해왔던 시장구성원들이 예상치 못한 신용 위축에 의해 돈이 없어서 경제활동을 멈춰야 하는 것이다. 여기에 대응한 연준의 정책은 크게 1) 무제한적 양적 완화와 2) 전방위적 신용시장 지원정책을 펼쳐 경기를 부양했던 것인데 후자가 신용 화폐 통화량을 유지하는 핵심 역할을 했다고 본다.

신용창조 관점에서 '신용'이라는 연결고리와 '은행시스템'을 지지

신용창조 관점에서 신속한 전방위적 신용시장 지원 정책은 화폐경제에서 대부분의 통화량을 이루는 신용 화폐 규모를 유지할 수 있는 적절한 조치로 보인다. 시장참여자들의 신용이 지지되어야 경제활동이 유지된다. 이에 대해 경기충격으로 은행들이 받아주기 어려웠던 경제주체들의 신용에 대해 중앙은행이 직접 '최종 대부자' 역할을 해준 것이다. 가계와 기업은 이를 통해 경기 충격에 대한 피해를 최소화하여 다시 신용을 기반으로 대출을 받고 그 과정에서 통화량이 다시 늘어나며, 경제활동을 영위할 수 있는 힘을 얻는다.

또 한가지 눈에 띄는 점은 대출의 주체인 은행을 신용지원을 했다는 점이다. 4월 9일 이후 시행된 PPPLF는 금융기관의 신용을 직접 중앙은행이 지원함으로써 예금창조 과정을 보조했다.

표3 코로나 대응 통화정책 중 신용시장 지원 정책		
발표일	조치	내용
3월 17일	CPFF	■ SPV 통해 CP, ABCP 최대 1천억 달러 매입
3월 18일	MMLF	■ SPV 통해 MMMF 보유자산(CD, 은행채, CP 등) 매입자금 대출
3월 23일	TALF	■ SPV 통해 ABS 담보대출 최대 1천억 달러 실시(학자금대출 오토론, 신용카드론 등), 인정 담보범위 확대(4.9)
3월 23일	PMCCF	■ SPV 통해 투자등급 회사채를 발행시장에서 최대 1천억 달러 매입 ■ 적격담보(BBB-이상 → 강등된 BB-이상) 및 대출한도(1천억 달러 → 7.5천억 달러(SMCCF공동)) 확대(4.9)
3월 23일	SMCCF	■ SPV 통해 투자등급 회사채(ETF 포함)를 유통시장에서 최대 1천억 달러 매입 ■ 적격담보(BBB-이상 → 강등된 BB-이상) 및 대출한도(1천억 달러 → 7.5천억 달러(SMCCF공동)) 확대(4.9)
3월 23일	MSLF	■ 중소기업 지원 프로그램 도입 예고(3.23) ■ SPV 통해 중소기업 대출 채권 최대 6천억 달러 매입(4.9) ■ 지원대상 기업(근로자 1만 명 이하 → 1.5만 명 이하, 연매출 25억 달러 이하 → 50억 달러 이하) 확대, 최소대출금액 축소(1백만 달러 → 50만 달러) 등(4월 30일)
4월 9일	MLF	■ SPV 통해 지방정부(state 등) 채권을 발행시장에서 최대 5천억 달러 매입 ■ 지원 지방정부(county 인구 2백만 명 → 50만 명, 시 인구 1백만 명 → 25만 명), 채권(만기 24개월 이하 → 36개월 이하) 확대, 프로그램 종료일 연장(2020.9.30 → 2020.12.31)(4.27)
4월 9일	PPPLF	■ PPP 지원프로그램 예고 ■ SBA(small Business Association) 보증을 받아 소기업 앞 대출(PPP) 실시한 금융기관 신용 지원(4.9) ■ 지원 금융기관(예금 금융기관 → SBA 승인 모든 금융기관), 담보(대출 채권 → 대출 사실 서약서 포함) 확대(4.30)

자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

연준 대응은 과거와 다르게 효율적인 방법으로 통화량 유지 중

NBER 기준 최근 세 차례 침체 시기의 미국 상업은행 대출 및 리스와 본원통화 증가량 추이를 보면, 공통적으로 본원통화는 늘어나고 상업은행 대출은 줄어든다. 그 이유는 경기 침체가 오면 거래상대방에 대한 신용 상실로 대출 규모가 감소하는 반면, 경기를 부양하기 위해 중앙은행이 완화적 통화정책을 펼치기 때문이다. 특히 금융위기 시기에는 양적완화 정책을 펼치며 본원통화가 전년대비 100% 이상 증가하였으나, 은행 시스템 충격으로 신용 위축의 폭과 기간도 가장 컸다. 반면, 코로나 충격에 대응하는 현재에는 양적완화에 더해 신속하고 적극적으로 신용 시장 지원정책을 수반함으로써 과거 침체사례와 다르게 상업은행 대출도 빠르게 증가하고 있다.

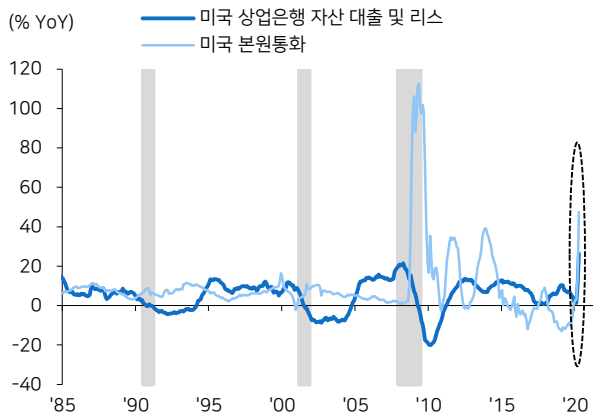
전체 통화량을 증가시킨다는 관점에서 신용시장 부양은 효과적

통화승수는 신용창조의 정도를 나타낸다. 본원통화 대비 광의통화 규모로 계산한 M2 통화승수는 충격 이전 4.5에서 3.6으로 하락했으나, 금융위기('07.11월 8.9 → '09.5월 5.0)에 비하면 승수의 감소 충격이 적었던 것은 무제한적 양적완화에 본원통화가 규모가 크게 증가했음에도 연준의 적극적인 신용시장 지원정책과 은행 시스템을 유지하고 있는 결과이다. 전체 통화량(본원통화+신용화폐)을 증가시킨다는 관점에서 과거와는 다르게 효율적인 완화적 통화정책을 펼치고 있는 것으로 보인다.

### 시사점

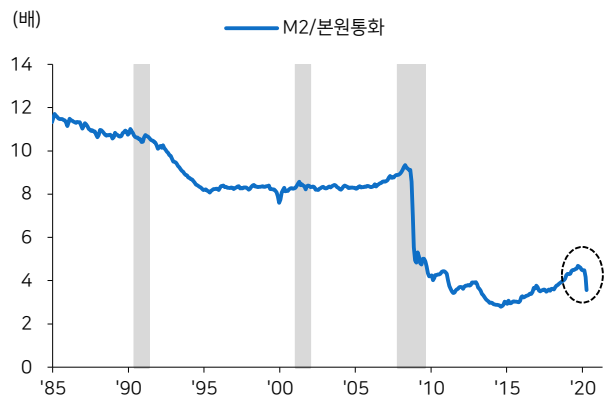
미국 연준은 과거 어떤 거대한 충격에 의한 경기침체보다 적절하게 대응하고 있다고 판단된다. 현재 정책 효과를 확인하며 추가적 대응 여력 6월 FOMC에서 새로운 통화정책 프레임에 대한 논의가 없더라도 연준의 경기대응 능력에 대해 실망할 이유는 없어 보인다. 한편, 과거 경기 침체 대응과는 다르게 신용 시장에 대한 신속하고 적절한 대응으로 효율적인 완화적 통화정책을 펼치고 있다는 점은 다른 충격이 없다면 미국 경기가 빠르게 회복할 수 있다는 기대를 갖게 한다.

그림5 미국 신용과 본원통화



자료: Federal Reserve Board, 메리츠증권 리서치센터  
 주: 음영 부분은 NBER 기준 미국 Recession 기간

그림6 미국 M2 통화승수



자료: Federal Reserve Board, 메리츠증권 리서치센터  
 주: 음영 부분은 NBER 기준 미국 Recession 기간

원문: Fed on hold to assess scale of pandemic trauma(2020.05.23)