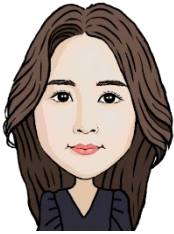


Strategy Idea



▲ 주식 시황
Analyst 이수정
sj_lee@meritz.co.kr

금본위제 폐지 이후의 투자

- ✓ 금본위제 폐지에 따른 통화량 팽창: 돈의 가치가 통화량에 따라 변동하며 인플레이션 발생
- ✓ 물건의 가치와 돈의 가치는 반비례: 상품 가격뿐 아니라 자산 가격도 돈의 가치에 좌우
- ✓ 화폐 가치 하락 + 글로벌 잉여자금 유입 = 자산 인플레이션의 공식

금본위제 폐지와 화폐 인플레이션

금본위제(고정환율)

→ 브레튼우즈 체제의 금본위제 (고정환율)

→ 현재의 달러본위제(변동환율)

우리는 현재 역사상 전례가 없는 세계통화제도에서 살고있다. 세계의 모든 주요 화폐들이 직접적 혹은 간접적으로 하나의 불환지폐본위에 연결되어 있는 제도다.

1944년에 만들어진 브레튼우즈(Bretton Woods) 체제는 미국의 달러화를 기축통화로 했지만 금태환(금 1온스 - 35달러)을 보장하고 있다는 점에서 금본위제의 전통을 유지하고는 있었다. 그러나 1971년 8월 15일 닉슨 쇼크(Nixon shock)라 불리는 달러와 금의 교환 정지로 인해 금본위제는 공식적으로 폐지된다.

인플레이션과

경제적 불안정성의 시대 개막

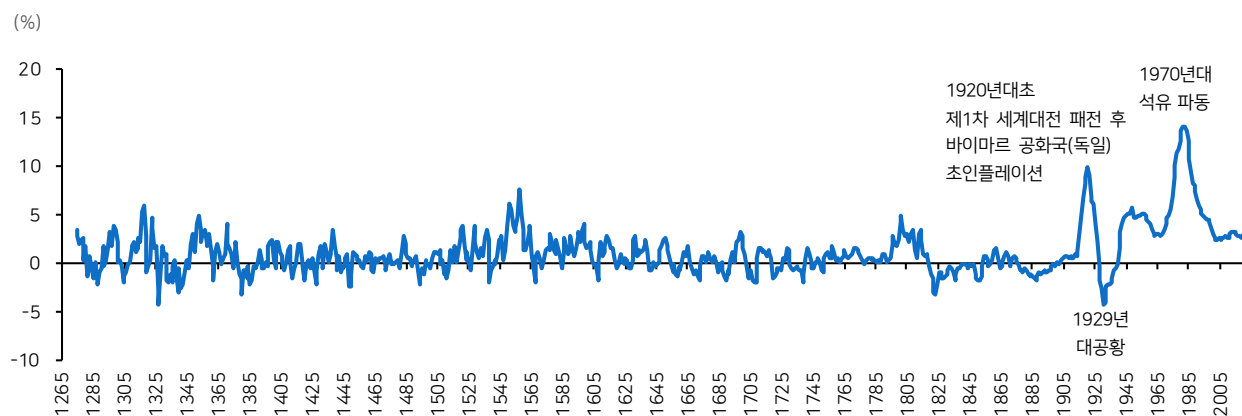
달러는 오직 미국 정부의 신용에 기반한 기축통화로 인정받으며 국제무역에서의 주요 결제 수단이 되었다. 인류가 현대적 의미의 인플레이션과 경제적 불안정성의 시대를 살게 된 것은 이때부터다. 국제 화폐인 달러가 금 등 귀금속의 보장 없이 자유롭게 발행되고 있기 때문이다.

물론 19세기 금본위제 아래에서도 정부와 은행들은 화폐 공급을 탄력적으로 늘리기 위해 다양한 방법을 동원했다. 하지만 금의 공급량이 제한돼 있어 통화량을 늘리는 데 근본적인 한계가 있었다. 화폐 공급의 증가가 경제성장을 가져온다고 믿었던 사람들은 이러한 금 공급의 비탄력성을 금의 족쇄(Golden fetters)라며 공격했다. 하지만 바로 이 족쇄가 화폐를 정치적 필요에 따라 조작하려는 시도를 억제했다. 금본위제 시대에는 세계적으로 교역이 증대한 것은 물론이고 장기적인 국제수지 불균형 문제도 생기지 않았다.

20세기 이후 인플레이션 추세 형성

인플레이션은 20세기 이후의 현상이다. 인플레이션 자체는 그 이전에도 있었지만 금의 채산량 증가에 따라 연동되는 자연스러운 것이었다. 제1차 세계대전 이전까지 인플레이션은 제로이거나 혹은 제로에 가까웠다. 물가는 수년간, 길면 수십 년간 이따금 급등하거나 급락하기도 했지만 이러한 간헐적 물가 변동은 결국 안정을 되찾았다.

그림1 영국 물가상승률(10년 이동평균)

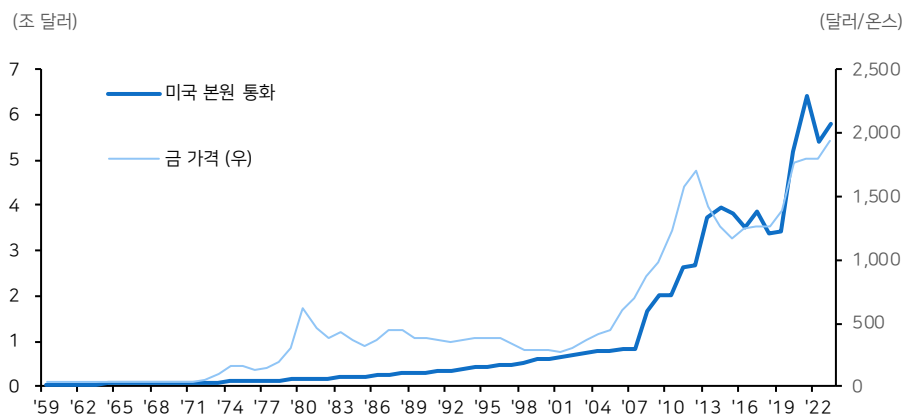


자료: Samuel H. Williamson "Annual Inflation Rates in the United Kingdom, 1265 – 2023", 메리츠증권 리서치센터

물가 상승은 화폐 인플레이션의 결과이지 원인이 아니다

밀턴 프리드먼(Milton Friedman)에 따르면 "인플레이션은 언제 어디서든 화폐적 현상"이다. 특히 현대의 인플레이션은 통화량 팽창 즉 화폐 남발 때문이다. 그에 따르면 화폐량이 생산량보다 빠르게 증가할 때 발생하는 화폐적 현상이 인플레이션이다. 인플레이션, 디플레이션, 실업 등 경제에서 중요한 모든 것은 통화 공급의 변화, 또는 통화 공급의 변화에 대한 기대(expectation)의 산물이다.

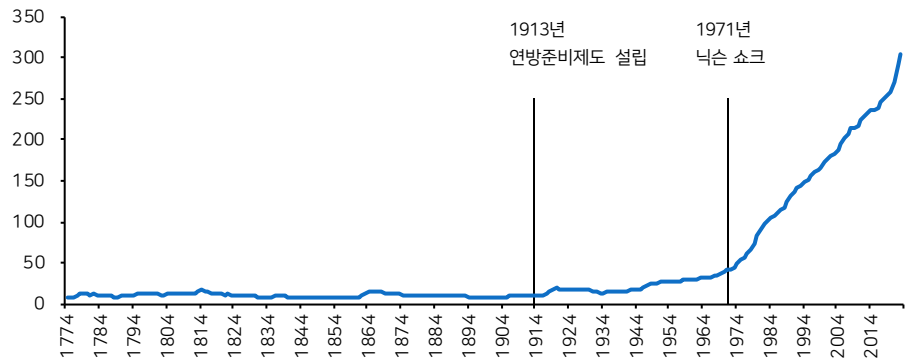
그림2 미국 본원 통화와 금 가격



자료: Board of Governors of the Federal Reserve System, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 연간 소비자 물가지수(CPI)

(1982~84년 평균=100)



자료: Samuel H. Williamson, "The Annual Consumer Price Index for the United States, 1774–Present",
메리츠증권 리서치센터

케인스의 시대

1936년에 케인스(John Maynard Keynes)가 『고용, 이자 및 화폐의 일반이론(The General Theory of Employment, Interest and Money)』을 출판한 이후로 케인스의 유효수요(effective demand) 이론은 전세계 정책에 지배적인 영향을 끼쳤다. 1971년 닉슨 대통령은 "우리 모두가 이제 케인지언(We are all Keynesians now)"이라고 선언했다.

케인스 이론에 따르면 경제에서 화폐의 양은 소비자의 구매력과 국가의 투자 결정에 비하면 지엽적인 것이다. 만약 경제가 침체에 빠져있다면 어딘가에서 누군가가 충분히 지출을 하지 않기 때문이다. 만약 사람들이 해고되고 있다면 어딘가에서 누군가가 그 해고되려는 사람이 생산한 것을 살 여유가 없기 때문이다. 이런 경우 그 정치적 귀결은 정부의 재정정책이다. 즉 사람들이 실직했다면 정부는 고용창출을 위해 적자가 되더라도 돈을 써야한다. 실업 해결을 위해 공공사업 지출에 힘쓰고 사람들이 일을 할 수 있도록 돈을 쥐야 한다.

1930년대 대공황 당시 케인스의 처방이 채택됐고 경제는 서서히 공황에서 벗어났다. 그러나 프리드먼은 케인스가 틀렸다고 주장했다. 그에 따르면 케인스가 적자 재정정책과 공공사업 지출로 대공황을 치료했다는 당대의 컨센서스는 잘못된 것이었다. 그는 대공황의 근본원인은 소비자 수요의 붕괴가 아니라 통화 공급을 3분의 1로 줄인 연준이며 만약 연준이 돈을 충분히 찍어냈다면 대공황은 막을 수 있었을 것이라고 역설했다. 대공황 초기에 은행들이 연쇄 파산할 때 그 은행들을 구제하는데 실패함으로써 통화 공급이 줄어들도록 방치한 결과, 총수요와 고용의 위축을 초기에 진압하지 못하고 대공황이라는 장기 재앙을 초래했다는 것이다. 프리드먼의 주장은 출간 직후부터 큰 논쟁을 일으켰다. 여전히 케인스 경제학이 절대적 권위로 수용되던 시절이었다.

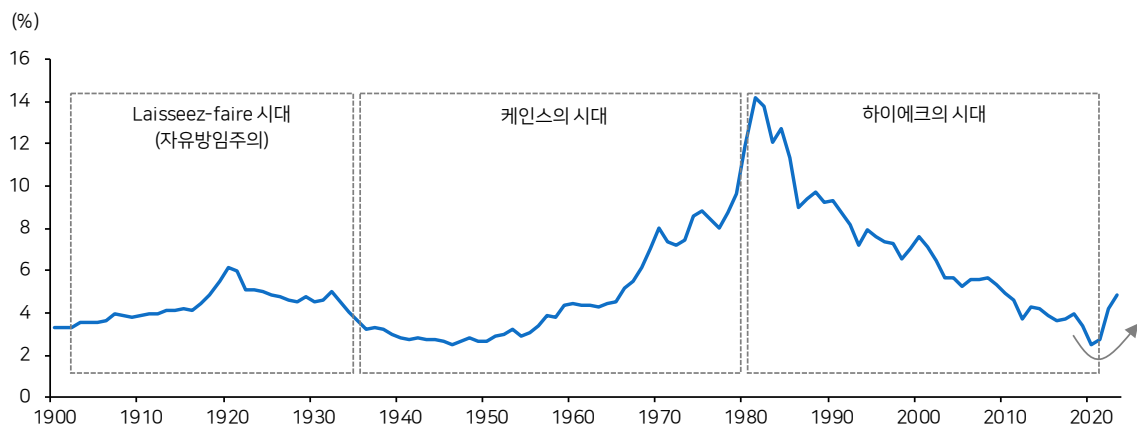
하이에크의 시대

프리드먼의 가설은 1970년대 들어 빛을 보게 된다. 기존의 케인스 경제학의 가설로는 설명할 수 없는 현상인 스태그플레이션이 나타난 것이다. 1960년대 초 케인스의 가장 영향력 있는 미국인 해설가인 폴 새뮤얼슨은 미국의 인플레이션과 실업률 데이터에서 매우 분명한 트레이드오프(trade-off)의 통계적 경향을 확인했다. 즉 높은 인플레이션은 낮은 실업률을 의미했고, 높은 실업률에서는 낮은 인플레이션이 나타났다. 정책입안자들은 인플레이와 실업이라는 두개의 악(惡) 중에서 어느 하나의 악을 원하는 만큼 선택할 수 있다고 여겼다(Phillips curve). 하지만 1970년대에는 그 상관관계가 무너지고 높은 실업률과 물가상승이 공존하는 스태그플레이션이 발생했다.

1980년대 미 연준과 영란은행을 포함한 세계 중앙은행들은 프리드먼의 사상을 채택했다. 1970년대 석유위기와 스태그플레이션 국면을 케인스 경제학이 제대로 극복하지 못하자, 프리드먼의 통화주의가 미국 우파의 정치적 성공과 함께 등장했다. 케인스식의 간섭들이 경제가 자연스러운 통제 범위를 넘어 부작용을 일으키게 하고 결과적으로 불필요한 경제적 고통을 만든다는 논리, 인플레이션과 이윤, 자유와 경쟁 등 경제가 어떻게 작동하는지에 대한 프리드먼의 간단한 설명은 케인스주의 경제학이 스태그플레이션을 설명하기 위해 애쓰던 세상에서 그 지적 공백을 채워 주었다.

1979년 8월 새로운 연준 의장인 폴 볼커(Paul Volcker)는 프리드먼의 통화주의 아이디어를 실행에 옮겼다. 살해 위협에 시달리면서도 통화 공급을 대폭 줄여 이자율을 두 자릿수로 올리며 미국을 인플레이션의 속쇄에서 깨웠다. 이어 경기 둔화가 시작됐으나 인플레이션이 급격히 잦아들며 경기도 서서히 안정을 찾았다. 대부분의 경제학자들은 통화 공급 조절이 중요한 경제정책이라고 생각하게 되었다. 1980년대 집권한 대처(Margaret Thatcher)와 레이건(Ronald Reagan)은 몽펠랭 소사이어티에 프리드먼을 초청했던 자유지상주의 경제학자, 하이에크(Friedrich Hayek)의 사상을 기반으로 신자유주의를 주도했다.

그림4 미국 장기금리



자료: Lawrence H. Officer, "What Was the Interest Rate Then?", 메리츠증권 리서치센터

실물 인플레이션과 자산 인플레이션

미국과 영국을 필두로 한 신자유주의 정부는 세계적인 산업구조의 재편에 돌입했다. 미국과 유럽에 집중되어 있던 중화학공업 공장들이 대거 아시아 신진 공업국으로 이전했다. 기존 선진국들의 산업은 제조업 대신 금융업 중심으로 재편됐다. 미국과 유럽의 상품자본주의는 종말을 맞이하고 대공황 이후 파탄났던 금융자본주의 시대가 개막하게 된다.

물건의 가치와 돈의 가치는 반비례한다. "물건값(物價)이 올랐다"와 "돈값이 떨어졌다"는 같은 말이다. 역사적으로 볼 때 금태환이 정지된 시기에는 투기가 만연했다. 1720년대 프랑스 미시시피 거품(Mississippi bubble), 1860년대 미국 부동산 및 주식 투기가 대표적 사례다.

과거의 화폐는 금화나 은화 등 그 자체로 가치 있는 실물이었거나 이러한 실물과의 교환을 담보함으로써 그 가치가 일정 수준으로 유지되었다. 반면 오늘날 화폐의 가치는 온전히 해당 국가의 신용에 달려있고 각 국가가 통화량을 자유로이 조절할 수 있다. 이에 현재가치는 미래가치를 반영하고 다시 미래가치는 현재가치에 의해 영향 받는 소용돌이가 발생한다.

폴 메이슨(Paul Mason)은 저서 『PostCapitalism: A Guide to Our Future』에서 달러의 금 태환과 고정환율제를 폐기하면서 생긴 세 가지 반작용이 신자유주의 시대의 개막을 가능하게 했다고 주장했다. 세 가지 반작용은 다음과 같다.

- 1) 은행이 신용을 팽창시킬 수 있게 됐다.
- 2) 모든 위기는 해소될 수 있다는 믿음이 생겨났다.
- 3) 투기로 얻은 이윤이 영원히 늘어날 수 있다고 생각하게 됐다.

이 세 가지 변화는 대중의 머릿속 깊이 뿌리를 내렸다.

물가를 떠올릴 때 흔히 상품 가격을 연상하지만 자산에도 가격이 있다. 소비자 물가와 자산 가격은 같이 움직인다. 해당 물건의 본질 가치가 정해져 있다고 보면 물건 값은 시중에 풀린 통화량으로 결정되는데 시중에 돈이 많이 풀려서 돈의 가치가 떨어지면 물건 가격은 올라간다. 소비자 물건이나 투자자 물건이나 마찬가지다.

돈이 물리는 곳의 가격이 더 올라간다. 돈이 풀리면 즉 돈의 가치가 떨어지면 물건 가격은 올라가게 되어있다. 현재의 소비를 위해서 소비재를 사느냐 미래의 소비를 위해 투자자산을 사느냐에 따라 소비자 물건 값과 투자자 물건 값의 인플레이션이 결정된다.

글로벌 과잉저축

그런데 1980년대 이후 돈의 가치라고 할 수 있는 금리는 꾸준히 하락했다. 장기 실질 자연이자율이 하강하는 이유에 대해 크게 두 가지 가설이 존재한다. 래리 서머스(Lawrence Summers)의 구조적 장기침체(Secular Stagnation)와 버넌키(Ben Bernanke) 전 연준의장의 글로벌 저축 과잉(Global Savings Glut)론이다.

전자는 고령화에 따른 생산활동 인구 감소, 앞선 시대에 비해 눈에 띄는 기술적 진보의 부족, 가장 급성장 중인 산업에서 물리적 자본이 그리 필요치 않다는 점을 강조한다. 후자는 특히 중국을 비롯한 전세계의 소득 증가 및 고령화에 따른 과잉저축액이 신규 자본투자 수요를 뛰어넘었음에 주목한다.

둘은 서로 강조하는 점이 약간 다르나 결국 다양한 인구구조와 경제적, 기술적 이유로 전세계 저축 공급액이 자금 수요를 초과했다고 주장한다. 저축의 역량과 수요는 큰 폭으로 증가했는데 투자 기회는 근로 가능 인구와 생산성 증대 둔화의 벽에 부딪혔다. 이러한 불균형이 실질 이자율을 끌어내리는 요인이 되었다는 것이다.

버냉키에 따르면 2008년 금융위기 역시 글로벌 과잉저축 때문이다. 연준이 2001~06년 저금리 정책을 펼치긴 했지만 2000년대 초반부터 이미 전세계 부동산가격은 상승하고 있었고, 이는 신흥국에서 선진국으로의 자본유입이 선진국 내 실질이자율을 낮추고 자산가격을 상승시킨 결과라는 주장이다.

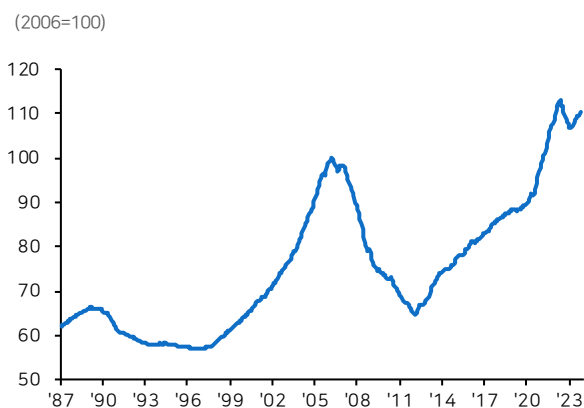
어쨌든 중앙은행의 해법은 더 많은 통화량의 증가, QE(Quantitative Easing)였다. 2000년대부터 금융위기 발생 → 통화 대량 투입의 사이클이 반복적으로 나타났다. 완화적 통화정책과 글로벌 자금의 미국 유입은 자산 인플레이션을 만들었다.

표1 미국 자산 인플레이션

자산	단위	2009년	2020년	2020년/2009년 (배)
M1	십억달러	1,407	5,329	3.79
M2	십억달러	7,776	18,327	2.36
연준 총 자산	십억달러	905	6,957	7.69
미 국채 10년물 금리	%	3.92	0.71	0.18
S&P/Case Shiller 20개 도시 종합 주택가격지수	pt	141	224	1.59
가계 수입 중위값(2018년 인플레이션 조정)	달러	58,936	61,937	1.05
CPI	pt	100	123	1.23
다우존스 산업평균지수	pt	6,547	27,931	4.27
NASDAQ	pt	1,321	11,019	8.34
S&P 500	pt	676	3,373	4.99
Amazon	달러	73	3,148	43.12
Apple	달러	15	460	30.64

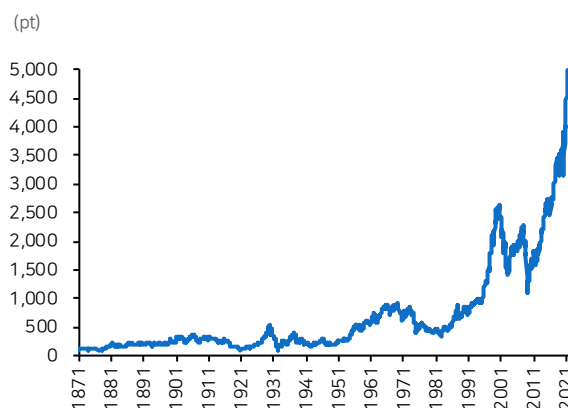
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 인플레이션 조정 S&P/Case Shiller 주택가격지수



자료: S&P Dow Jones Indices, U.S. Bureau of Labor Statistics, 메리츠증권 리서치센터

그림6 인플레이션 조정 S&P 500



자료: Robert Shiller, 메리츠증권 리서치센터

자본수지의 적첩

금본위제 즉 고정환율제 하에서 각국의 무역수지는 항상 0으로 수렴하는 경향이 있었다. 만약 어떤 나라가 특정 시기에 무역 흑자를 축적하고 있다면 그 나라에는 수입국들로부터 금이 유입될 것이다. 한 나라의 금 보유량 증가는 국내 통화 공급을 느슨하게 만들어 산출과 고용을 촉진한다.

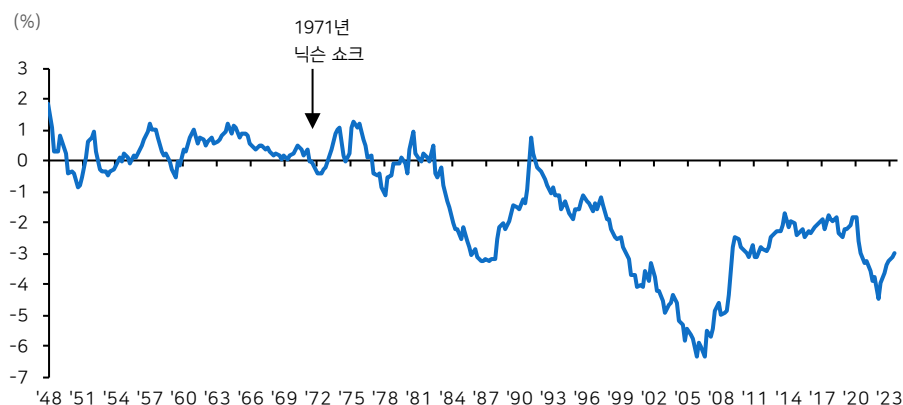
국내 통화 공급의 증가는 머지 않아 물가를 상승시키고, 이는 수출품의 가격경쟁력을 떨어뜨리는 반면 수입품의 가격경쟁력을 끌어올린다. 결과적으로 수출은 줄어 들고 수입은 늘어나게 된다. 무역수지 흑자는 0에 수렴되거나 적자로 전환되고 국내 금 보유량도 감소한다. 금이 빠져나가는 만큼 무역수지 흑자는 줄어든다. 따라서 시간이 흐르면 한 국가의 무역수지는 0으로 수렴할 수밖에 없다.

반면 자유로운 자본 이동이 가능한 변동환율제도에서는 오히려 불균형으로 보이는 무역 적자나 무역 흑자의 지속적인 적첩(build-up) 현상이 국제 무역 체계의 일반적 특징이 되었다. 금본위제 폐기 이후 미국의 무역적자는 극심하게 확대됐다. 그런데 이러한 무역적자는 타국에 대한 미국의 경제력 우위를 반영한 것이다.

미국은 비교적 자유시장경제에 충실한 제도를 유지했기 때문에 유럽이나 일본과 같은 통화지역보다 투자나 성장에 우호적인 환경을 구축했다. 미국인이 해외의 주식·채권을 매입하는 것보다 많은 양의 미국 주식·채권을 외국인들이 매입한다면 미국은 자본수지 흑자를 기록한다. 자본수지는 무역수지와 동전의 양면을 이루는 지표다. 일본, 독일 등은 만성적인 자본 수출국인데 이는 일본·독일 자산에 대한 해외의 수요보다 그들이 매입하는 해외 자산의 양이 더 많다는 뜻이다. 결과적으로 이들 국가의 자본수지 적자는 미국의 무역수지 적자와 상통한다.

변동환율제에서 무역수지 적자(흑자) = 자본수지 흑자(적자)와 연관
즉 변동환율제 하에서 무역수지 적자(흑자)는 자연히 자본수지 흑자(적자)를 동반하여 국제수지 균형을 달성시킨다. 재화나 용역을 사고 판 양이 해외에서 돈을 주고 받은 양과 일치한다는 것이다.

그림7 미국 경상수지/GDP 비율: 금본위제 폐기 이후 적자 확대



자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, 메리츠증권 리서치센터

국민 저축-투자와 경상수지

한 국가의 경상수지는 국민계정상의 소득·소비·정부지출·투자 등에 의해 결정된다. 한 나라 안에서 생산된 것은 분배된 소득을 통해 지출된 것과 같아야 한다. 다시 말해 경제 내 총생산의 크기는 소비·정부지출·투자·순수출 형식의 총지출의 크기와 같다. 그리고 이를 전개하면 국민저축(S) - 투자(I) = 순수출(NX)을 도출할 수 있다. 즉 한 경제에서 경상수지 흑자나 적자나를 결정짓는 것은 수출기업의 이윤이 아니라, 경제 내 국민저축과 투자의 크기다. 국민저축이 투자보다 많다면 그 경제는 경상수지 흑자, 투자가 국민저축보다 많다면 그 경제는 경상수지 적자다.

$$Y = C + G + I + NX$$

(Y = 총생산, C = 소비, G = 정부지출, I = 투자, NX = 순수출)

$$(Y - C - G) - I = NX$$

($Y - C - G$ = 국민저축 = S , I = 투자, NX = 순수출)

$$S - I = NX$$

(국민저축 - 투자 = 순수출)

경상수지와 자본수지의 관계

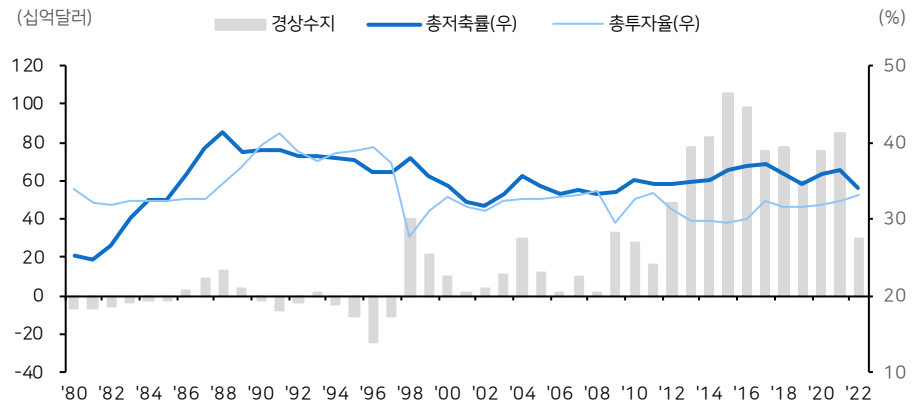
투자에 비해 국민저축이 많은 국가 즉 여유자금이 있는 국가(경상수지 흑자)는 국제금융시장에서 자금을 빌려주는 역할(net lender on international financial market)을 한다. 그리고 국민저축에 비해 투자가 많은 국가, 즉 자금이 필요한 국가(경상수지 적자)는 국제금융시장에서 자금을 빌리는 역할(net borrower on international financial market)을 한다. 이런 원리로 경상수지(Current Account)와 자본수지(Capital Account)는 연결된다. 경상수지 흑자 국가는 자본수지가 적자고, 경상수지가 적자 국가는 자본수지가 흑자다.

$$NX = -CF$$

(NX = 순수출, CF = 자본유입)

참고로 1997년 한국 외환위기의 원인은 대기업들의 과잉투자로, 1990년대 자본시장 개방 이후 한국 경제의 투자가 저축을 초과하면서(국제금융시장에서 자금을 빌리는 역할) 자본수지 흑자를 만들었다. 더불어 1995년 역플라자 합의에 따른 엔화 가치 절하가 원화 가치를 절상시켜 대규모 경상수지 적자로 이어졌고, 이는 외환 유동성을 크게 악화시켜 IMF 외환위기가 발생했다.

그림8 한국 경상수지 및 저축률/투자율



자료: ECOS, 메리츠증권 리서치센터

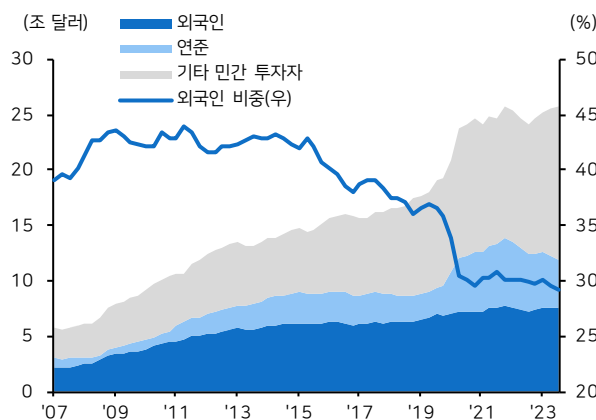
경상수지 흑자 → 미국 증권투자
→ 외환보유액 축적

골자는 글로벌 경상수지 흑자가 증권투자의 형태를 통해 미국으로 환류되는 순환 구조가 현재 달러본위제의 기본 틀이라는 점이다(dollar recycling).

금본위제 폐지 이후
자산 인플레이션

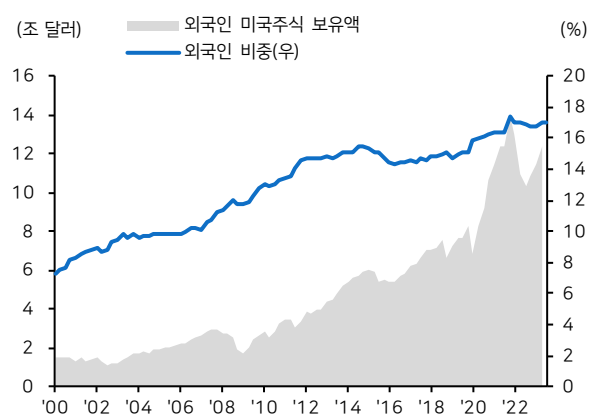
요약하면 금본위제 폐지 이후 1) 통화량 팽창에 따라 돈의 가치가 하락했다. 그에 따라 2) 글로벌 잉여자금이 투자되는 곳에서는 자산 인플레이션이 발생할 수 있다. 미국 증시의 신고가 정신이 그 실증적 증거다. 외국인의 미국 주식 선호가 지속되는 가운데 기업은 자사주 매입 및 소각으로 주식 유통량을 줄여 주식에 대한 초과수요를 만들고 있다.

그림9 미국 국채잔액과 외국인 보유 비중



자료: Treasury(TIC), Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림10 외국인의 미국 주식 보유액 및 비중



자료: Fed(Z.1), 메리츠증권 리서치센터

3월 11일 BTFP 연장 여부

올해 상반기 주요 거시경제 일정 중 하나가 3월 11일 은행 기간 자금조달 프로그램(BTFP: Bank Term Funding Program) 연장 여부다. 미 연준은 작년 3월 SVB, Signature Bank 파산 등 중소은행 위기에 대응하기 위해 기존의 구제금융 대신 BTFP라는 새로운 기금을 조성했다. 1년 간 미국 국채를 담보로 은행에 대출

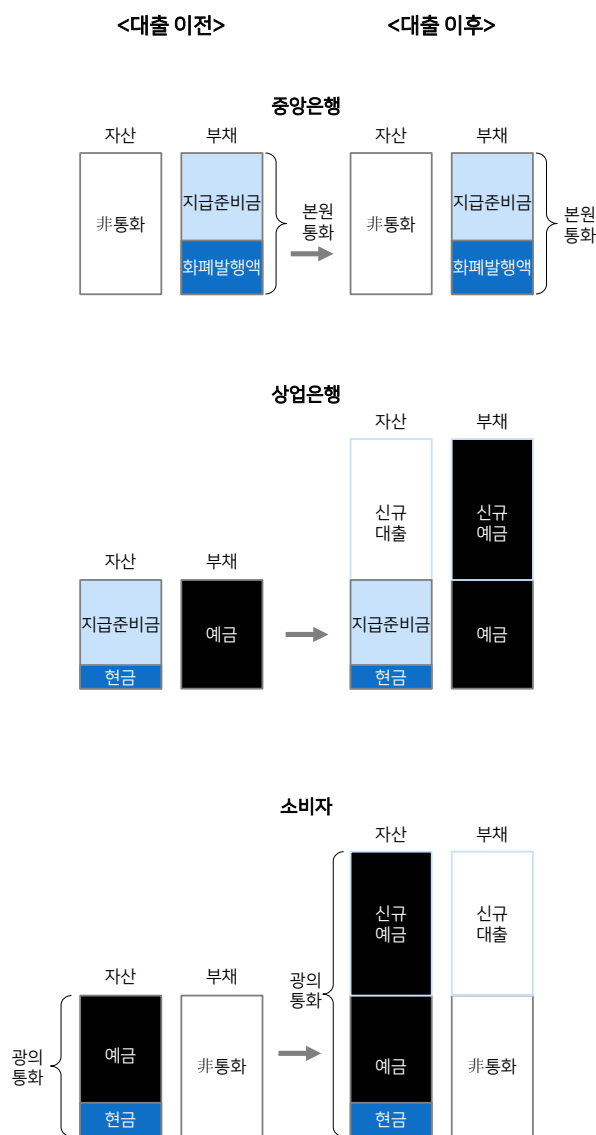
을 해주면서 담보 가치를 시장가가 아닌 액면가로 평가해 증권 포트폴리오에서 미 실현 손실이 큰 은행을 도와준 것이다. BTFP 자금이 금융 시스템에 저렴하게 제공되며 풍부한 유동성이 창출됐다.

시장은 BTFP가 비상 상황에서 가동되는 프로그램으로 설계되었으며 정상적인 시장기능을 저해할 우려가 있어 연준이 3월 시한을 넘겨 이를 연장할 가능성은 낮다고 평가한다. 연장에는 재무부의 승인도 필요하다.

은행의 신용 창출

BTFP 폐쇄로 인한 은행 대출 위축 가능성은 시중 유동성을 감소시킨다. 현대 자본주의 경제에서 유동성을 공급하는 주체는 중앙은행이 아닌 시중은행이기 때문이다. 본원통화 증가 = 유동성 증가가 아닌 이유다.

그림11 시중은행의 신규 대출에 따른 통화 창출 개념도



자료: BoE, 「Money creation in the modern economy」, 메리츠증권증권 리서치센터

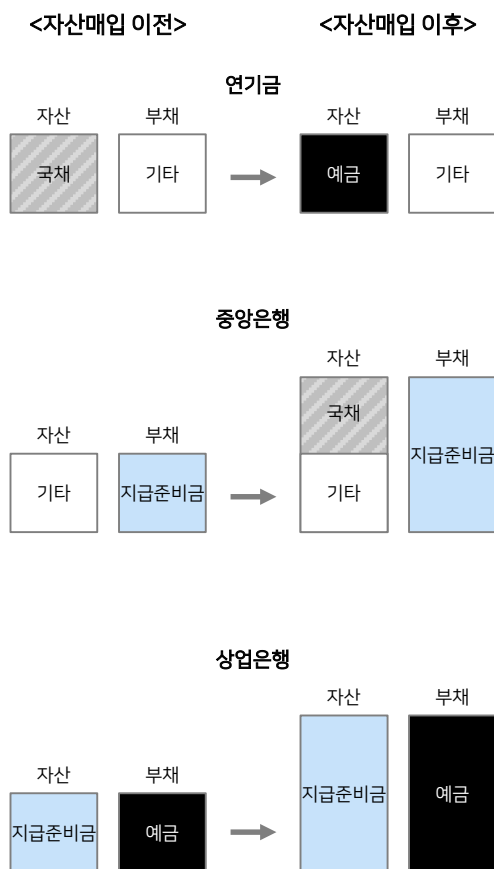
양적완화의 메커니즘

프리드먼의 주장대로 장기적 인플레이션의 원인은 급속한 통화량 팽창임이 실증적으로 밝혀졌고, 오랜 시간동안 학계에서도 이견이 없었다. 다만 2008년 이후로는 급속한 통화량 증가에도 인플레이션이 발생하지 않았다.

금융위기 이후 QE는 유동성의 대부분이 은행 시스템 내 초과지급준비금 형태로 머물도록 설계되었다. 은행들이 양적완화로 늘어난 지급준비금 자산을 대출채원으로 활용하지 않고 쌓아두기만 하면 광의의 통화 총량이 늘어나지 않는다.

경제학자들은 QE가 어떤 방식으로 효과를 발휘하는지 혹은 효과가 있기는 한 것인지 많은 토론을 벌였다. FOMC가 채권 매입을 처음으로 검토하던 당시에도 일부 경제학자들은 QE가 그저 특정 금융자산(은행지급준비금)을 다른 자산(장기 채권)으로 교환하는 것에 불과하므로 자산 가격이나 경제에 미치는 효과가 크지 않거나 아예 없다고 주장했다.

그림12 중앙은행의 양적완화가 대차대조표에 미치는 영향 개념도



자료: BoE, 「Money creation in the modern economy」, 메리츠증권증권 리서치센터

양적완화의 두 가지 채널:
포트폴리오 균형 채널, 신호 채널

그러나 QE는 현실에서 그 효과를 입증하고 있으며, 크게 두 가지 채널을 통해 금융시장에 영향을 미친다. 포트폴리오 균형 채널(portfolio-balance channel)과 신호 채널(signaling channel)이다. 전자는 중앙은행이 장기 채권을 매입하면 일반 대중이 보유하는 채권 공급량이 줄어들어 가격이 오르고 수익률이 낮아진다는 직관적인 개념이다. 후자는 대규모 QE 프로그램의 발표가 투자자들에게 중앙은행이 완화적 통화정책과 낮은 단기금리를 지속할 것이라는 강력한 신호로 작용하는 효과다.

표2 QE1 발표를 중심으로 본 자산 가격과 수익률 변화

자산	수익률 변화 (%p, %)
2년 만기 국채	-0.57
10년 만기 국채	-1.00
30년 만기 국채	-0.58
모기지 담보부채권	-1.29
AAA 등급 회사채	-0.89
S&P 500 주가지수	2.32

주: 가농, 래스킨, 르마치, 색이 파악한 5개 일자의 일일 반응 합계(Gagnon, Raskin, Remache, and Sack, 2011).

각 행은 국채, 모기지 담보부채권, 회사채의 수익률 변화(%p)와 주가지수 변화(%)

자료: Ben Bernanke, 『21st Century Monetary Policy: The Federal Reserve from the Great Inflation to COVID-19』

QE가 포트폴리오 균형을 통해서든 신호 효과를 통해서든 일단 장기이자율을 끌어 내리는 힘으로 작용하기 시작하면 정상적 시기에 통화 완화를 통한 방식과 유사하게 경기 부양 효과를 갖는다.

QE는 '돈을 찍어내는 일'과는 구분된다. 양적완화는 전체 통화량에 직접적인 영향을 미치지 않는다. 통화량은 사람들이 보유하고자 하는 현금의 총량에 따라 결정된다. QE가 반드시 전체적인 통화 공급량 지수를 높이는 것도 아니다. 통화량 증가는 은행과 가계의 행동 같은 몇 가지 변수에 의존한다.

완화적 통화정책의 영향:
대출 비용 하락, 위험 감수

하지만 통화 정책과 민간 분야의 위험 감수 성향은 서로 연결되어있다. 전통적인 거시경제 분석에서 통화 정책은 대출 비용에 영향을 미침으로써 작동한다고 본다. 예를 들어 주택담보대출 금리가 낮으면 주택 매수가 쉬워진다. 그런데 전통 모델에서는 사람들의 위험 감수 성향이 시간에 따라 달라지는 점은 대개 고려하지 않는다. 통화 완화 정책은 투자자들의 위험 자산 보유 성향을 강화시킨다. 이를 통화 정책의 위험 감수 채널(risk-taking channel of monetary policy)이라고 부른다.

미국: 자산 인플레이션 유발하는
환경

즉 2024년 중 예상되는 연준의 QT(Quantitative Tightening) 감속 역시 QE와 마찬가지로 신호 채널과 위험 감수 채널 효과를 일으킬 수 있다. 3월 BTFP 폐쇄가 임박한 악재이지만 연준 기준금리 인하 및 QT 감속은 미국 주식 밸류에이션 상향 요인이다.

일본과 중국, 한국의 차이점

일본 강세 vs. 중국 약세 이유

연초 일본 증시의 강세와 한국, 중국 증시의 약세가 동시에 화제였다. 일본 주가지수는 1990년 2월 거품 경제 이후로 약 34년만에 최고치를 기록한 반면 중국 증시는 4년래 최저치를 경신했다.

YTD 수익률을 분해해보면 일본 증시는 EPS 하향 조정이 없으면서 PER 밸류에이션도 크게 상승했다. PER의 상승은 할인율(=금리+ERP)의 하락을 의미한다. 할인율의 변동을 다시 분해해보면 금리는 소폭 오른 반면 ERP(Equity Risk Premium)가 크게 하락했다(위험선호). 반면 한국과 중국 증시의 ERP는 변동이 없거나 오히려 상승(위험회피성향 증가)했다.

표3 YTD(2024.1.1~1.23) 주요국 주가지수 변동 분해

YTD 등락	지수	12MF PER	12MF EPS	금리	ERP 추정
한국 KOSPI	-6.7%	-5.1%	-1.6%	6.2%	-0.8%
일본 Topix	7.4%	7.4%	0.1%	3.9%	-10.8%
미국 S&P 500	2.0%	2.1%	-0.1%	6.9%	-9.0%
미국 NASDAQ	2.8%	-1.0%	3.8%	6.9%	-5.9%
유로 Stoxx 50	-1.2%	-0.2%	-1.0%	15.8%	-15.6%
영국 FTSE 100	-3.2%	-2.7%	-0.5%	12.7%	-9.9%
홍콩 Hang Seng	-9.9%	-12.0%	2.4%	9.7%	3.9%
중국 CSI 300	-5.8%	-4.7%	-1.2%	-2.8%	7.7%
호주 S&P/ASX 200	-1.0%	-1.0%	0.0%	6.0%	-5.0%
대만 가권	-0.3%	0.4%	-0.7%	1.7%	-2.1%

주: 금리와 ERP는 주식가치와 역(-)의 상관관계

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

일본: 인플레이션, ERP 하락, 글로벌 잉여저축 유입

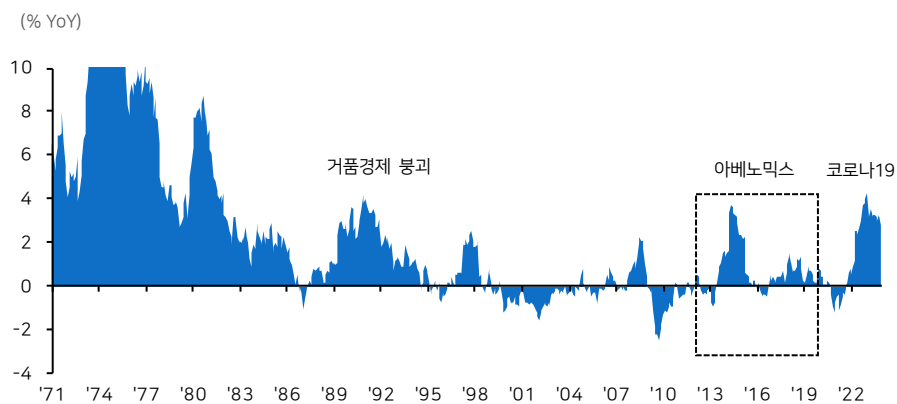
일본 경제는 1980년대의 거품경제 소멸 후 자산가치의 하락과 저물가, 저임금의 연쇄적 영향이 만드는 디플레이션에 빠졌다. '잃어버린 10년, 20년, 30년'으로 점차 연장된 장기 침체다.

2012년 새로 수상으로 취임한 아베 신조는 무제한 양적완화를 공언하며 "일본 중앙은행과 협의를 통해 물가 상승률 목표 수치를 2% 상승시키겠다"고 선언했다. 일명 '아베노믹스(Abenomics)'를 통해 엔화가 시중에 넘쳐나게 되면 엔화의 가치가 낮아져 일본 기업들은 수출 가격 경쟁력을 회복하게 되며 물가도 상승해 경제가 다시 활력을 찾을 수 있을 것이라고 본 것이다. 그러나 유동성 살포와 인위적인 엔저 추구 등 힘겨운 노력에도 불구하고 일본 물가와 경제 성장률은 제자리걸음이었다.

지난 30여년간 회의적이었던 상황을 반전시킨 것은 예측하지 못한 코로나19였다. 전세계가 단기간 내 막대한 양의 유동성을 살포한 덕분에 1980년대 이후 일본인의 사전에서 사라졌던 '물가 상승'이란 단어가 다시 소환된 것이다. 소비자물가 상승률 및 춘투 임금 인상률이 30년래 최고치를 기록하면서 주요 인사들의 디플레이션 종식 언급도 증가하고 있다.

미-일 통화정책 차별화로 인해 엔화의 구매력을 반영하는 실질실효환율은 53년래 최저 수준이다. 자산시장은 완화적 금융여건, 일본경제 회복 기대, 상대적 저평가 인식 등으로 국내외 자금 유입이 늘어나고 있다. 특히 주요 상장기업 실적 개선(수출기업 엔저 수혜, 수입비용의 가격전가, 팬데믹 봉쇄조치 해제)과 자본효율성 개선(자사주 매입, 배당금 지급 확대 등 주주환원 기대 증가)에 따라 외국인 자금이 대거 유입됐다. 부동산 가격 역시 버블붕괴 후 가장 큰 폭으로 상승했다. 화폐 가치 하락 + 글로벌 잉여자금 유입의 공식이다.

그림13 일본 소비자물가지수(CPI)



자료: Ministry of Public Management, 메리츠증권 리서치센터

중국: 디플레이션, ERP 상승,
글로벌 유동성 유출

반면 중국 경제는 부동산 시장 부진과 민간심리 위축으로 국력이 정점에 달했다는 피크 차이나(Peak China)론까지 언급되고 있다. 중국의 강점이었던 인구 감소세 전환, 자원의 대외의존도 심화, 미국의 첨단산업 견제가 가세하면서 성장한계에 직면했다는 주장이다.

실제로 중국 정부의 경기부양 노력에도 불구하고 디플레이션이 장기화되고 있다. 작년 경제 재개방 효과로 물가가 완만히 상승할 것이란 예상이 틀리면서 오히려 저성장 고착화가 우려되는 상황이다.

코로나 이후 위축된 중국 ERP

게다가 엄격한 코로나 봉쇄, 기업규제 및 국가자본주의 확대에 의해 중국에 대한 투자 심리는 크게 위축됐다. 내국인들의 투자 대비 저축 선호 심리, 해외 주식 선호 현상도 증시 회복을 제약하고 있다. 여기에 미-중 갈등이 가세하자 외국인 자금의 중국 유입은 멈췄다. 실제로 외국인 주식자금(중국 본토-홍콩간 교차거래)은 작년 상반기 +1,833억위안 순유입에서 하반기 -1,396억위안 순유출로 전환됐다.

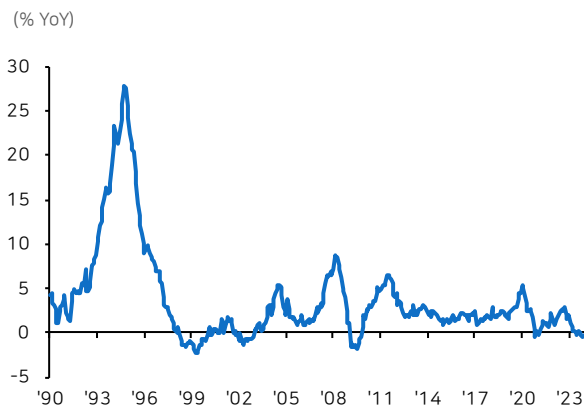
과거 중국 A주의 MSCI EM 지수 편입 이벤트는 중국 증시의 구조적 강세를 뒷받침했다. 반면 2020년 이후 미국 금융당국은 연방퇴직연금(TSP: Thrift Savings Plan)의 중국주식 투자 금지, '외국기업책임법(Holding Foreign Companies Accountable Act)'을 통한 미국 자본의 중화권 기업 투자 금지 등 대중국 금융규제를 지속해왔다.

2022년 10월~2023년 3월 텍사스 교직원 퇴직연금 BM 변경(중국 비중 축소)이 이슈였다. 올해도 연방공무원 저축계정(TSP) 내 해외 주식 펀드(I Fund) BM 변경(중국 비중 이미 0, 홍콩 제거)이 실행된다. 글로벌 잉여자금이 유입되기는커녕 유출되고 있다.

최근 중국 금융당국은 2조위안(약 370조원) 규모 증시 안정화자금, 증권금융공사·중앙후이진투자공사의 3,000억위안 규모 펀드 조성, 증권감독관리위원회의 보호예수주식의 대여 전면 금지(공매도 제한) 등 증시 부양책을 내놓고 있다.

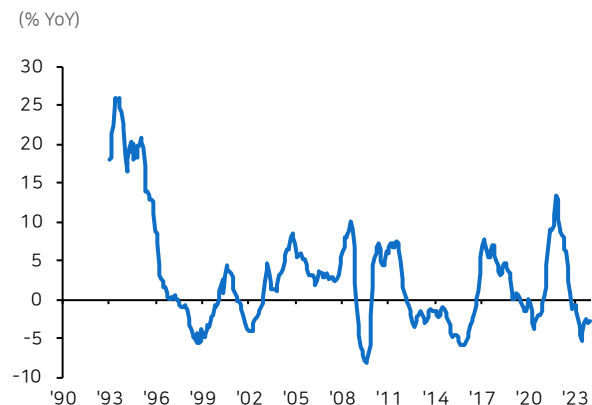
미국과 일본의 사례와 비교해보면 인플레이션(화폐 가치 하락) 또는 ERP 하락에 따른 글로벌 잉여자금 유입이 주가 상승의 필요 조건이다. 일단 정부의 부양책은 현재까지 디플레이션 추세를 반전시키지 못하고 있다. 2조위안의 증시 안정자금 역시 중국 A주 시가총액 61.7조위안의 약 3%에 불과해 ERP를 낮추기에는 부족하다.

그림14 중국 소비자물가지수(CPI)



자료: National Bureau of Statistics of China, 메리츠증권 리서치센터

그림15 중국 생산자물가지수(PPi)



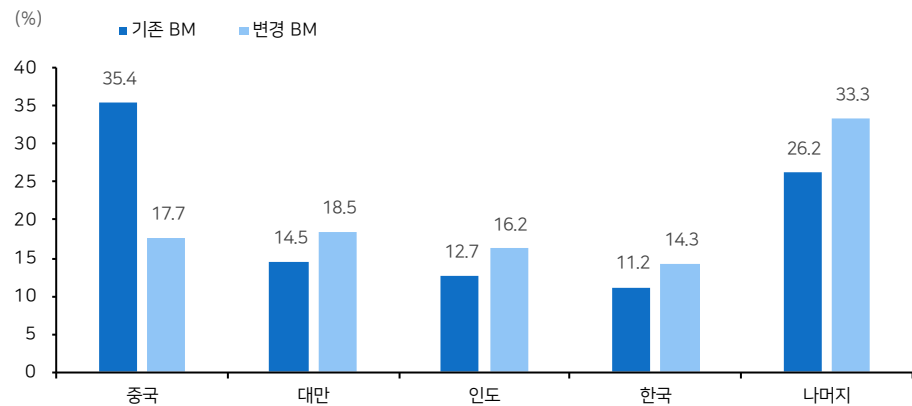
자료: National Bureau of Statistics of China, 메리츠증권 리서치센터

표4 아시아 주요국 연간 외국인 주식투자

(억 달러)	2020	2021	2022	2023	2024 YTD
일본	-314	37	-186	234	102
한국	-200	-230	-89	102	16
중국	306	672	133	81	-38
인도	234	38	-170	214	-32
대만	-156	-153	-440	69	3
인도네시아	-32	27	43	43	4
필리핀	-25	0	-13	-13	1
태국	-83	-16	60	60	-7
베트남	-7	-25	11	11	0
말레이시아	-57	-8	11	11	1
일본 제외 합계	-21	304	-455	578	-53

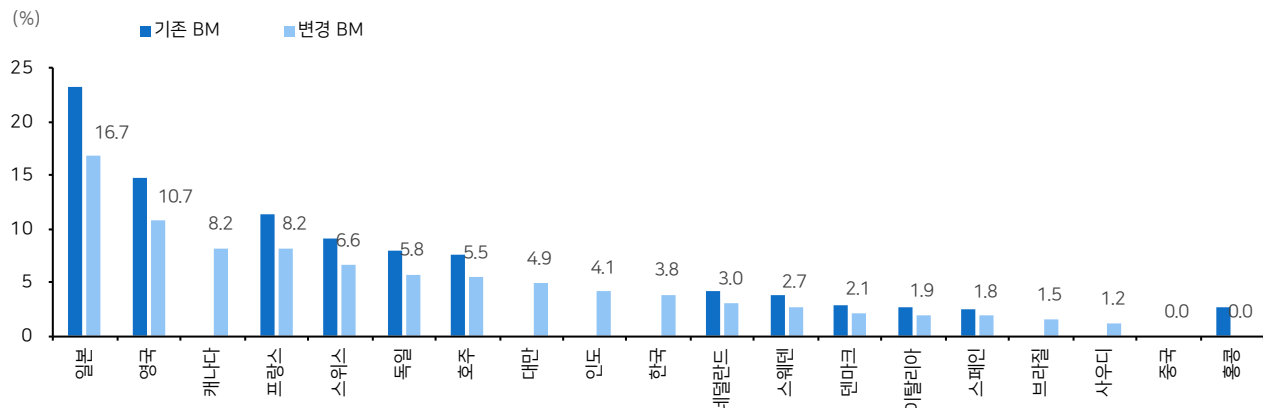
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 2022년 10월~2023년 3월 텍사스 교직원 퇴직연금 BM 변경



자료: Teacher Retirement System of Texas, 메리츠증권 리서치센터

그림17 2024년 1~4월 미국 연방 공무원/군인 퇴직연금(TSP: Thrift Savings Plan) BM 변경



자료: FRTIB(The Federal Retirement Thrift Investment Board), 메리츠증권 리서치센터

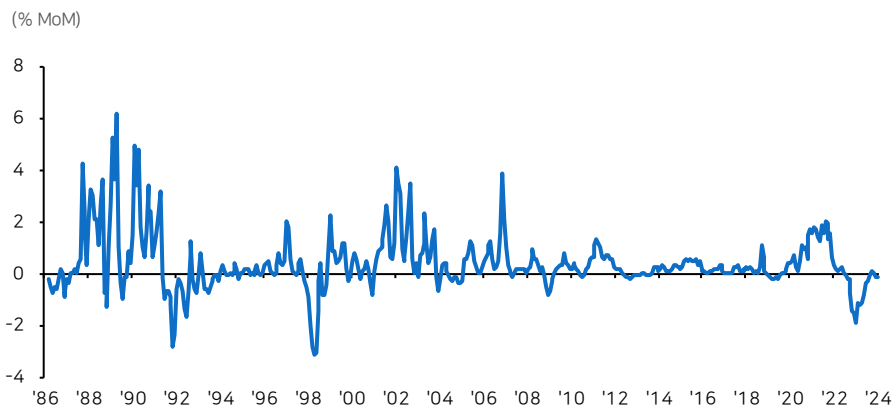
물론 중국 정부가 증시를 부양하고자 한다는 신호 효과는 있었다. 다만 지수의 레벨업을 위해서는 공적 자금보다는 민간 자금이 대거 유입되어야 한다. 아베노믹스 당시 시작된 BOJ의 ETF 매입으로 주식시장이 국유화되며 오히려 활성화되지 못하다가 작년부터 개인 및 외국인 자금 유입에 증시가 상승하기 시작한 것이 좋은 예다. 사실 그러한 측면에서 공매도 금지는 외국인의 유입을 오히려 제한시키는 요소다.

한국: 디플레이션, ERP?, 유동성?

한국의 경우 중국에서 이탈한 BM 추종 자금이 유입된다는 점에서 중국보다는 낫다. 그러나 공매도 전면 금지로 인해 외국인의 선호가 낮아진 것은 마찬가지다. 또한 작년 초 급락 후 회복하던 주택가격이 12월부터 다시 빠지고 있어 자산 디플레이션 추세에 가깝다. 코로나 이후 쌓였던 가계의 초과저축이 작년 KOSDAQ 강세를 만들었지만 올해는 한국보다는 미국, 일본 주식 투자에 나설 가능성도 크다.

화폐 인플레이션의 시대에서 자산의 본질적 가치보다는 미래 가치에 대한 기대 심리와 수급의 변동성이 가격을 좌우한다. FOMO(Fear of Missing Out)에 따른 가격 풀림이 발생하는 이유다. 한국의 PBR 1배 운동은 일본만큼의 파급력을 만들기는 어려워 보인다. 한국에서는 어떤 종목의 PBR이 낮다는 논리보다 어떤 종목이 숏커버가 발생할 수 있다는 스토리가 더 실용적이다. 후자가 훨씬 희소하며 FOMO를 유발한다.

그림18 월간 아파트 매매가격지수증감률(전국)



자료: KB부동산, 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 추천 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.