

# Special Report

## Secular Stagnation, MMT 그리고 QE4

Fixed Income 백윤민  
3771\_9175  
yoonmin1983@iprovest.com

Economist 임동민  
3771\_9342  
dmlim2337@iprovest.com

2008~2009년 금융위기 이후 글로벌 경제성장 동력 소진, 과잉부채 부담 등 구조적 요인에 의한 경기침체 재현 가능성이 항상 제기되어 왔다.

레이 달리오는 미국 경제가 2020년 대선 이전 경기침체에 빠질 가능성이 50~70%에 이른다고 전망했다. 이에 앞서 서머스도 IMF 경제포럼에서 글로벌 경제의 구조적 장기침체(Secular Stagnation) 진입을 주장했다.

이 과정에서 최근 주류 경제학계에서 이단아 취급을 받는 현대통화이론(MMT)에 대한 관심이 높아지고 있다. 과연 MMT는 경제학계 이단아들의 말도 안 되는 외침에 불과한 걸까?

MMT를 주장하는 켈턴 교수는 이렇게 말했다. "사람들의 생각이 천동설에서 지동설로 바뀌는데 오랜 시간이 걸렸다. 그 동안 우리는 조세가 모든 것에 중심이고, 경제가 그 주위를 돌고 있다고 생각했다. 다시 말해, 증세 없이는 좋은 경제를 쌓아 올릴 수 없다고 말이다. 그러나 내가 생각하기에는 코페르니쿠스적 전환 (Copernican moment)은 다가오고 있다. 조세는 효과적인 분배와 인플레이션 리스크를 경감시켜주는 수단일 뿐이다. 물론 이는 사람들로 하여금 큰 생각의 전환을 필요로 한다. 마치 사람들의 생각이 천동설에서 지동설로 바뀌었던 것과 같이 말이다."

# CON- TENTS

3	Summary
4	Key Chart
6	<b>구조적 장기침체 가설 - Secular Stagnation Hypothesis</b> 구조적 장기침체의 현상, 원인, 처방 Keyword 1: 잠재성장률 하락과 유효수요 부족 Keyword 2: 자연이자율 하락과 통화정책 한계 Keyword 3: 정책대응의 발상의 전환 요구
21	<b>현대통화이론 - Modern Monetary Theory</b> 현대통화이론 (MMT) 이란? Keyword 1: 화폐와 조세 Keyword 2: 재정정책과 자금조달 Keyword 3: 완전고용과 인플레이션
34	<b>Secular Stagnation, MMT 그리고 QE4</b>
37	<b>Appendix: 주요 참고 자료</b>

## | Compliance Notice |

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성 되었음을 확인합니다.

이 조서자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조서자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에게 먼저 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.

## Summary

세계 최대 헤지펀드인 브리지워터 어소시에이츠(Bridgewater Associates) 창업자인 레이 달리오는 2018년 8월, 자신의 저서 <원칙(Principle)>을 출판하면서 미국 경제가 2020년 대선 이전에 경기침체에 빠질 가능성이 50~70%에 이른다고 전망하였다. 달리오에 앞서 서머스는 IMF 경제포럼에서 글로벌 경제의 구조적 장기침체(Secular Stagnation) 진입을 주장했다.

2008~2009년 금융위기 이후 글로벌 경제성장 동력이 소진되었으며, 과잉부채 부담 등 구조적 요인으로 경기침체가 재현될 가능성은 항상 논란이 되어 왔다. 그러나 경기침체에 대한 우려가 경제 및 금융지표에 반영되기 시작하면 실제적인 고민이 필요하다.

구조적 장기침체의 현상, 원인, 치유에 관해 이견이 있지만, 3가지 강한 공감대가 형성되어 있다. 1) 구조적 장기침체의 정의는 저축과 투자를 완전고용과 일치시키기 위해서는 마이너스 금리가 필요, 2) 구조적 장기침체는 낮은 인플레이션과 정책금리에 대한 제로 하한(ZLB)으로 완전고용을 달성하는 것을 훨씬 더 어렵게 만들며, 3) 경제학자들과 정책 입안자들은 구조적 장기침체가 구체화될 경우 어떻게 해야 하는지에 대해 고심하기 시작해야 한다는 것이다.

최근 들어 현대통화이론, 소위 MMT(Modern Monetary Theory)라 불리는 경제이론이 미국 경제학계와 금융시장에서 주목 받고 있다.

MMT의 핵심은 총수요가 부족한 상황에서 정부가 재정지출을 늘려 완전고용을 달성하게 하는 것이다. 이 과정에서 정부는 재정적자를 우려할 필요가 없으며, 발권력을 통해 재원을 조달하면 된다고 보고 있으며, 인플레이션이 발생하게 되면, 세금 인상이나 채권 발행 등을 통해서 이를 조절할 수 있다고 주장한다.

주류 경제학에서는 MMT는 이단 경제학 정도로 취급한다. 서머스는 MMT에 비판적이고, 달리오도 MMT의 모든 부분을 지지하지는 않는다. 그렇지만 기존의 것들이 제대로 작동하지 않는다고 생각하는 데에는 공통분모가 있다. MMT가 맞고 틀림을 떠나서 이러한 대안경제이론들이 주목을 받는 것은 아마도 주류 경제학계의 이론들과 그 동안 진행되었던 여러 통화정책들이 제대로 작동하지 않고 있다는 점을 반증한다. 이 같은 이야기들의 핵심은 크게 2가지다. 이는 1) 우리가 겪었던 경기침체, ZIRP (zero interest rate policy)를 다시 맞이 할 수 있고, 2) QE4와 같은 새로운 부양책이 시행될 것이라는 점이다.

물론 필자도 다시 한번 과거와 같은 금융위기가 발생했을 때, 당장 MMT를 적용하기는 쉽지 않을 것이라고 생각한다. 미국의 경우 연준의 기존 통화정책들이 경제에 제대로 작동하지 않았다고 하더라도 기존의 논리하에서 새로운 방법을 논의할 가능성이 높기 때문이다. 그러나 그 방법들마저 효과를 내지 못한다면, 어떻게 될까? 구조적 장기침체가 지금까지 없었던 새로운 질병이라면 새로운 처방은 선택이 아닌 당위가 될 것이다.

## Key Chart

[도표 1] 주요국 국채금리 급락세



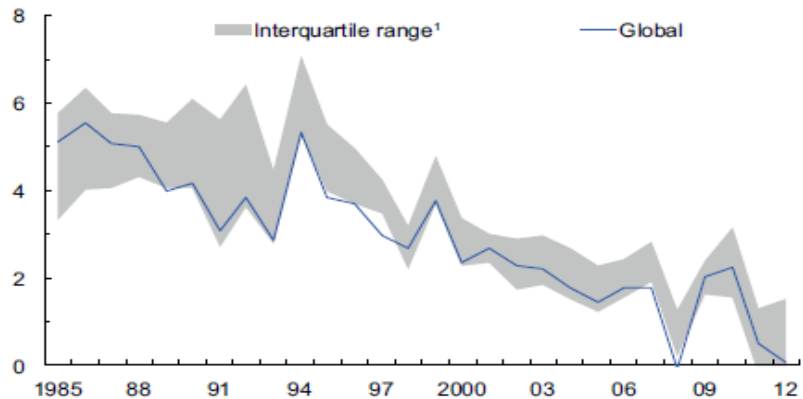
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 글로벌 교역 위축되기 시작



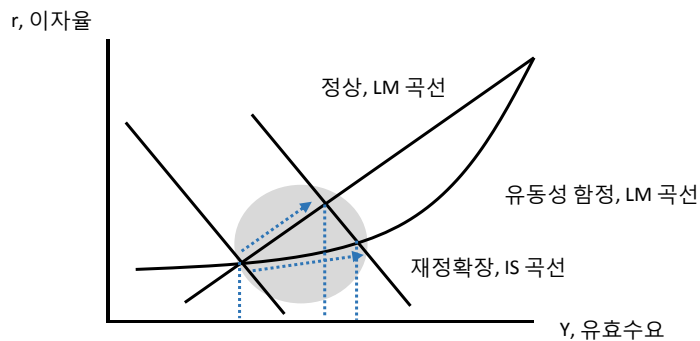
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 전세계 실질 금리 하락



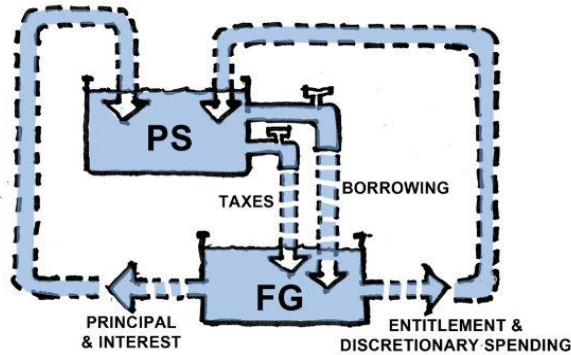
자료: A prolonged period of low real interest rate? / Olivier J Blanchard, Davide Furceri and Andrea Pescatori 주: Interquartile range-미국, 영국, 오스트리아, 벨기에, 프랑스, 독일, 이탈리아, 네덜란드, 노르웨이, 스웨덴, 스위스, 캐나다, 일본, 핀란드, 그리스, 포르투갈, 스페인, 오스트레일리아, 뉴질랜드 GDP 가중 금리

[도표 4] 유동성 함정에서 재정확장 정책의 경기부양 효과 커짐

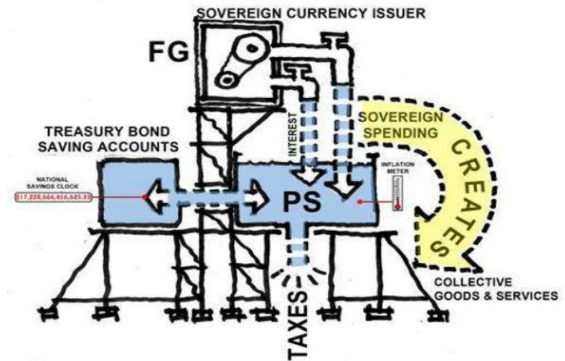


자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 정부지출과 화폐 흐름에 대한 주류 경제학의 관점



[도표 6] 정부지출과 화폐 흐름에 대한 현대통화이론의 관점



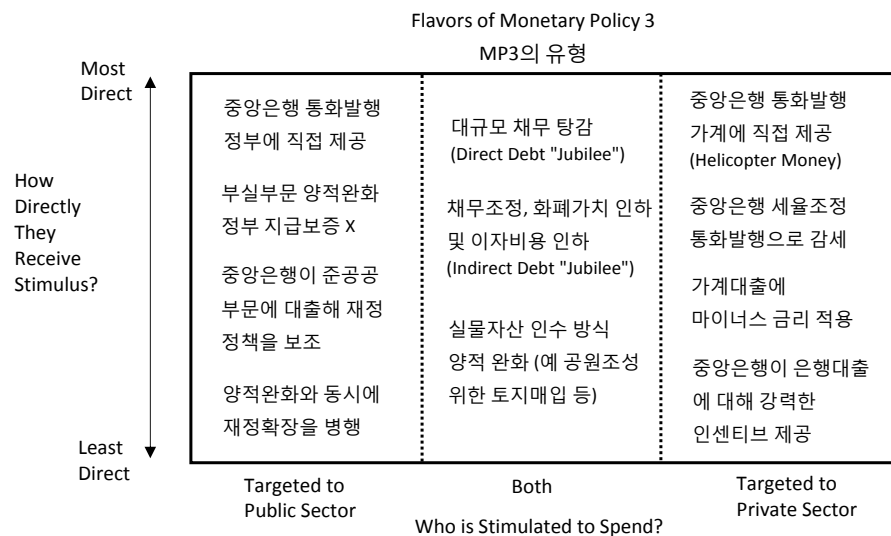
자료: "Diagrams and Dollars: Modern Money Illustrated" by J.D. Alt, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 주류경제학과 MMT 비교

주제	주류 경제학	MMT
정부지출 재원조달	- 채권 발행 및 조세부과를 선호	- 통화 발행을 통해 재원 조달 - 재정지출을 위한 채권 발행 및 조세부과가 필요 X
조세부과 목적	- 정부 재원조달 및 불균형 해소	- 민간 부문의 유동성을 감소시켜 인플레이션을 억제. 긴축정책의 한 형태. 불균형 해소
완전고용 달성방법	- 통화정책이 주된 수단 - 연준은 물가 안정과 완전 고용이라는 두 가지 목표 (dual mandate)가 있지만, 이들 목표가 항상 양립하지는 않음	- 재정정책이 주된 수단 - 완전 고용 달성을 위해 충분한 재정적자 운용
인플레이션 조절	- 통화정책을 통해 조절 - 연준은 안정적인 물가수준을 유지하기 위한 정책금리를 설정하거나, 때로는 목표 물가수준을 설정	- 재정정책을 통해 조절 - 정부가 세금 인상이나, 채권 발행을 통해 민간부문 유동성을 조절
금리 설정	- 완전고용과 물가 안정이라는 dual mandate 달성을 위해 연준에 의해 결정	- 스테파니 켈턴은 통화 발행이 은행 지준 증가로 이어져 금리를 0 (zero) 수준으로 낮춘다고 설명
재정적자가 금리에 미치는 영향	- 완전고용 상황에서 높은 재정적자는 구축효과를 야기	- 스테파니 켈턴은 통화 발행을 통해 금리하락을 유도할 수 있으며, 이는 투자에 우호적으로 작용. 경제 활동에 긍정적
자동안정화 장치	- 주요 자동안정화 장치에는 실업보험과 식비지원제도 (food stamp)가 있으며, 경기하강기에 재정적자를 확대	- 다른 안정화 장치들과 같이 일자리 보장 프로그램 또한 경기하강기에 재정적자를 확대

자료: Wikipedia, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 레이 달리오가 생각하는 MP3의 모습



자료: Ray Dalio, It's Time to Look More Carefully at "Monetary Policy 3 (MP3)" and "Modern Monetary Theory (MMT)", 교보증권 리서치센터

## 구조적 장기침체 가설 - Secular Stagnation Hypothesis

### 구조적 장기침체의 현상, 원인, 처방

세계 최대 헤지펀드인 브리지워터 어소시에이츠(Bridgewater Associates) 창업자인 레이 달리오는 2018년 8월, 자신의 저서 <원칙(Principle)>을 출판하면서 미국 경제가 2020년 대선 이전에 경기침체에 빠질 가능성이 50~70%에 이른다고 전망하였다.

레이 달리오에 앞서 2013년 10월, 래리 서머스는 브루킹스-후버 컨퍼런스와 IMF 경제포럼에서 글로벌 경제의 구조적 장기침체(Secular Stagnation) 진입을 주장하였다.

래리 서머스가 구조적 경기침체를 주장한 2013년 10월, 그리고 레이 달리오가 미국의 경기침체 가능성을 경고한 2018년 8월 이후 글로벌 주식시장의 하락 변동성이 확대되고, 채권시장은 초강세를 보였다. 현재 미국 국채10년 금리는 2%로 하락했고, 독일, 프랑스, 일본 국채10년 금리는 마이너스 영역으로 진입해 채권시장은 경기침체를 선제적으로 반영하고 있다.

2008~2009년 금융위기 이후 글로벌 경제성장 동력이 소진되었으며, 과잉부채 부담 등 구조적 요인으로 경기침체가 재현될 가능성은 항상 논란이 되어 왔다. 그러나 경기침체에 대한 우려가 경제 및 금융지표에 반영되기 시작하면 실제적인 고민이 필요하다.

글로벌 경기침체 우려가 확대된 계기는 5월 미-중 무역협상의 결렬 때문이다. 글로벌 교역은 2018년 하반기를 기점으로 위축되기 시작했는데, 미-중 무역분쟁이 장기화된다면 추가적인 교역감소는 불가피하다. 2008~2009년 이후 글로벌 교역의 트리플 딥 가능성이 우려된다.

[도표 9] 주요국 국채금리 급락세



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 글로벌 교역 위축되기 시작



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터



구조적 장기침체는 1938년 하버드대학교 교수였던 앨빈 한센이 처음 주장한 가설이다. 미국 경제가 대공황이라는 거대한 충격 이후 인구증가를 둔화 및 기술정체로 잠재성장률이 지속적으로 하락하고, 결국 구조적인 장기침체에 진입하게 될 것이라는 주장이었다.

2008~2009년 글로벌 금융위기 이후 제로금리 인하와 세 차례의 양적 완화를 시행했음에도 불구하고 미국 경제회복이 더디자 앨빈 한센의 오랜 후배 래리 서머스에 의해 2013년에 구조적 장기침체 가설이 재조명되었다. 경기침체 가능성이 높아진 현재 재조명이 요구된다.

구조적 장기침체 가설에 대해서 자세히 살펴보기 위해 2014년 8월 출간된 <구조적 장기침체: 현상, 원인 그리고 치유(Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures)>를 소개한다.

유럽과 미국 경제학자들의 블로그인 VoxEU([www.coxeu.org](http://www.coxeu.org))는 래리 서머스를 비롯해, 폴 크루그만, 로버트 고든, 배리 아이켄그린, 올리버 블랑샤드, 리처드 쿠, 리처드 카바렐로, 에드워드 글레이저 등 20명의 경제학자들의 구조적 장기침체에 관한 논문을 묶어서 e-book으로 출판했다. (블로그에 가입하면 e-book 파일을 무료로 다운받을 수 있다.)

[도표 10] <구조적 장기침체: 현상, 원인, 그리고 치유> e-book 소개 블로그

**VOX** CEPR Policy Portal  
 Research-based policy analysis and commentary from leading economists

Create account | Login | Subscribe  
 f in t y Search

Columns Video Vox Vox Talks Publications Blogs&Reviews People Debates Events About  
 By Topic By Date By Reads By Tag

## Secular stagnation: Facts, causes, and cures – a new Vox eBook

Coen Teulings, Richard Baldwin 10 September 2014

*The CEPR Press eBook on secular stagnation has been viewed over 80,000 times since it was published on 15 August 2014. The PDF remains freely downloadable, but as the European debate on secular stagnation is moving into policy circles, we decided to also make it a Kindle book. This is available from Amazon; all proceeds will help defray VoxEU expenses.*

Teaser from original column posted on 15 August 2014

*Six years after the Crisis and the recovery is still anaemic despite years of zero interest rates. Is 'secular stagnation' to blame? This column introduces an eBook that gathers the views of leading economists including Summers, Krugman, Gordon, Blanchard, Koo, Eichengreen, Caballero, Glaeser, and a dozen others. It is too early to tell whether secular stagnation is really secular, but if it is, current policy tools will be obsolete. Policymakers should start thinking about potential solutions.*

**Coen Teulings**  
Distinguished Professor of Economics, Utrecht University; CEPR Research Fellow

**Richard Baldwin**  
Professor of International Economics at The Graduate Institute, Geneva; Founder & Editor-in-Chief of VoxEU.org; exPresident of CEPR

자료: <https://voxeu.org/article/secular-stagnation-facts-causes-and-cures-new-vox-ebook>

<구조적 장기침체: 현상, 원인, 해법(Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures)>의 주 편집자인 코엔 툴링과 리처드 볼드윈은 20여명의 각기 다른 학파의 선도적인 경제학자들의 구조적 장기침체의 현상, 원인, 치유에 관한 완전한 합의가 도출되지는 않았지만 세 가지 강한 공감대가 형성되었다고 한다.

- 첫째, 구조적 장기침체의 정의는 저축과 투자를 완전고용과 일치시키기 위해서는 마이너스 금리가 필요하다. (First, a workable definition of secular stagnation is that negative real interest rates are needed to equate saving and investment with full employment.)
- 둘째, 구조적 장기침체는 낮은 인플레이션과 정책금리에 대한 제로 하한(ZLB)으로 완전고용을 달성하는 것을 훨씬 더 어렵게 만든다는 것이 핵심의 우려 사항이다. (Second, the key worry is that secular stagnation makes it much harder to achieve full employment with low inflation and a zero lower bound (ZLB) on policy interest rates.)

래리 서머스는 "경제는 전통적인 통화정책의 운영을 통해서 완전고용과 만족스러운 성장, 그리고 재정안정을 동시에 달성하는 것은 불가능하다."고 덧붙인다. (Larry Summers' chapter adds in financial stability: "It may be impossible for an economy to achieve full employment, satisfactory growth and financial stability simultaneously simply through the operation of conventional monetary policy.")

- 셋째, 구조적 장기침체가 단순히 구태의연한 저성장 이상의 것인지는 아직 알 수 없지만, 경제학자들과 정책 입안자들은 구조적 장기침체가 구체화될 경우 어떻게 해야 하는지에 대해 고심하기 시작해야 한다. (Third, it is too early to know if secular stagnation is more than just old-fashioned slow growth, but economists and policymakers should start thinking hard about what should be done if secular stagnation materialises – the old macroeconomic toolkit is inadequate.)

세 가지 공감대를 종합하면, 구조적 장기침체는 노동, 자본 및 기술 등의 생산성이 하락하고 소득의 분배가 불균형한 이유로 만성적인 수요부족이 나타난다.

수요부족 압력을 해소하고 완전고용을 달성하기 위한 실질금리의 수준은 마이너스여야 하지만 인플레이션이 낮아지는 상황에서 정책금리의 제로하한 (ZLB) 때문에 불가능하다.

구조적 경기침체가 정말 장기적인 것인지 확정하기에는 이르지만, 만약 그렇다고 한다면 현재의 정책수단은 쓸모 없게 될 것이다. 경제학자들과 정책입안자들은 구조적 장기침체 가능성에 대비하고 잠재적인 해결책에 대해 생각하기 시작해야 한다는 결론이다.



<구조적 장기침체: 현상, 원인, 해법(Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures)>에서는 5가지 주제의 13편의 논문이 소개되어 있다. 우선 래리 서머스가 기조 발제로 ‘신 구조적 장기침체 가설’에 대한 설명을 한 뒤, 구조적 장기침체의 원인과 현상인 잠재성장률, 유효수요 및 경화증에 대해 다양한 관점에서 논의된다.

조엘 모키르와 니콜라스 크래프트는 구조적 장기침체에 대한 우려가 지나치거나 자기발생적 현상일 수 있음을 주장하고 있다. 그러나 생산성 향상의 근본요인인 기술소유가 집중된다면 구조적 장기침체의 주요 원인인 유효수요 부족 문제를 해결할 수 없다.

구조적 장기침체는 일반적인 경기부진 현상과 다르기 때문에 일반적인 정책대응으로는 한계가 있을 가능성에 대비하고 현재 상황에서 고려할 수 있는 대안을 제시한다. 이 중에서 우리는 꼭 짚어봐야 할 내용들을 중심으로 구조적 장기침체에 대해 살펴본다.

[도표 11] <구조적 장기침체: 현상, 원인, 해법(Secular Stagnation: Factors, Causes, Cures)>의 구성

#### I. 기조 발제(Opening the debate)

- 1) 신 구조적 장기침체 가설에 대한 재조명 (Reflections on the 'New Secular Stagnation Hypothesis') 래리 서머스(Laurence H Summers)

#### II 3 가지 이슈: 잠재 성장률, 유효 수요, 경화증(Potential Growth, effective demand, and sclerosis)

- 2) 구조적 장기침체: 이슈들에 대한 리뷰(A review of the issues) 배리 아이켄그린(Barry Eichengreen)
- 3) 거북이 걸음: 역풍을 만난 구조적 장기침체(The Turtle's progress: Secular stagnation meets the headwinds) 로버트 고든(Robert J Gordon)
- 4) 구조적 장기침체에서 관측한 4 가지 사항(Four observations on secular stagnation) 폴 크루그먼(Paul Krugman)
- 5) 구조적 실업(Secular joblessness) 에드워드 L. 글레이저(Edward L Glaeser)

#### III. 잠재성장률 추가 논의 (Further on potential growth)

- 6) 구조적 장기침체? 어림도 없다(Secular stagnation? Not in your life) 조엘 모키르(Joel Mokyr)
- 7) 구조적 장기침체: 미국의 우울증, 유럽의 질병? (Secular stagnation: US hypochondria, European disease?) 니콜라스 크래프트(Nicholas Crafts)

#### IV. 유효수요에 대한 추가 논의 (Further on effective demand)

- 8) 낮은 실질 이자율의 시대가 지속될까? (A prolonged period of low real interest rates?) 올리비에 블랑샤르(Olivier Blanchard)  
다비드 푸르체리(Davide Furceri)  
안드레아 페스카토리(Andrea Pescatori)
- 9) 구조적 장기침체에서 안전자산 부족의 영향(On the role of safe asset shortages in secular stagnation) 리카르도 J 카발레로(Ricardo J Caballero)  
엠마누엘 파히(Emmanuel Farhi)
- 10) 구조적 장기침체 모델(A model of secular stagnation) 고티 B 에거트슨(Gauti B. Eggertsson)  
닐 메로트라(Neil Mehrotra)
- 11) 구조적 장기침체의 원인인 대차대조표 불황(Balance sheet recession is the reason for secular stagnation) 리처드 C 구(Richard C Koo)
- 12) 통화정책으로 구조적 장기침체를 해결할 수 없다(Monetary policy cannot solve secular stagnation) 군트람 B 울프(Guntram B Wolff)

#### V. 경화증에 대한 추가 논의(Further on sclerosis)

- 13) 구조적 장기침체: 유로존에서의 관점(Secular stagnation: A view from the Eurozone) 후안 지메노(Juan F. Jimeno)  
프랭크 스메츠(Frank Smets)  
조나단 이안구(Jonathan Yiangou)

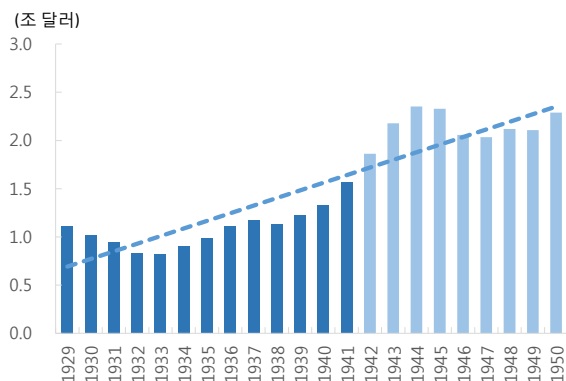
자료: Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures, Edited by Coen Teulings and Richard Baldwin, A VoxEU.org Book, CEPR Press

## Keyword 1: 잠재성장률 하락과 유효수요 부족

래리 서머스는 구조적 장기침체는 인구증가, 교육수준, 기술발전, 총요소생산성 등 요인들이 정체상태에 머물러 발생하는 잠재성장률이 하락하는 현상으로 정의하며, 2008년 금융위기 발생위기 이후 미국 경제회복이 낮아지는 잠재성장률에 장기간 미달하는 현상에 주목하였다.

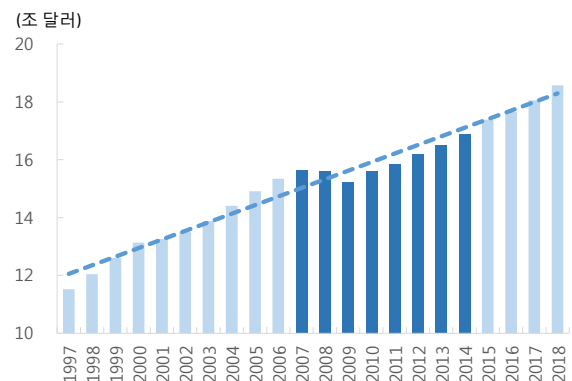
이는 1929년 대공황 발생 이후 앨빈 한센이 최초 구조적 장기침체를 우려한 상황과 유사하다. 한센 역시 1929년 대공황 이후 인구감소와 높은 저축률 및 만성적인 실업으로 경제가 장기간 경기불황을 겪을 것이라고 우려하였다. 두 경우 모두 잠재성장률의 구조적 하락이 문제다.

[도표 12] 1929년 대공황 발생 이후 미국 경제의 저조한 회복



자료: U.S. BEA, 교보증권 리서치센터

[도표 13] 2008년 금융위기 발생 이후 미국 경제의 저조한 회복



자료: U.S. BEA, 교보증권 리서치센터

잠재성장률이란 한 국가가 보유한 노동, 자본, 기술 등 생산요소를 모두 투입해 인플레이션 등 부작용 없이 달성할 수 있는 최대의 생산증가율을 의미한다.

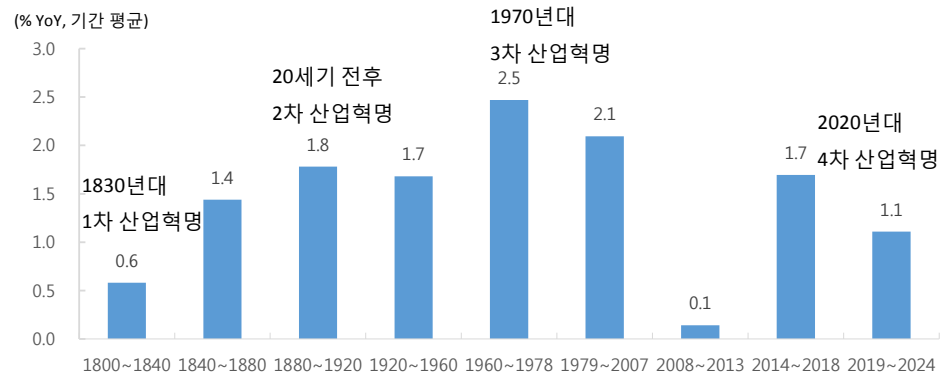
고전학과 경제학의 대표적인 경제성장 모델은 로버트 솔로우(1987년 노벨경제학상 수상)와 폴 로머(2018년 노벨경제학상 수상)에 의해 발전되었다.

솔로우 모델은 경제성장은 1인당 인구의 자본 축적량에 따라 결정된다. 그러나 자본의 한계생산성이 체감함에 따라 경제성장은 한계에 직면한다. 지속적인 경제성장을 이끌 수 있는 변수는 1인당 자본 생산성을 향상시킬 기술진보가 유일하다.

로머가 제시한 신성장 모델은 기술진보를 내생화시켜 지속적인 경제성장을 설명하였다. 로머는 1800~1980년까지 미국의 장기적인 경제성장률이 꾸준히 높아진 현상에 주목하고, 이는 기술진보의 영향이며, 앞으로 기술진보와 지식창출을 위한 투자가 지속되어야 함을 주장한다.

그러나 1980년 이후 미국의 1인당 GDP 성장률은 낮아지고 있다. 미국의 1인당 GDP 성장률은 1979~2007년 평균 2.1%, 금융위기 충격이 있었던 2008~2013년에는 0.1%로 하락했다. 2014년부터 미국 고용시장이 회복하면서 2017년까지는 1.7%로 반등했으나, 2019~2024년 1인당 평균 GDP 성장률은 1.1%로 낮아질 전망이다.

[도표 14] 미국의 1인당 실질 GDP 평균 성장률

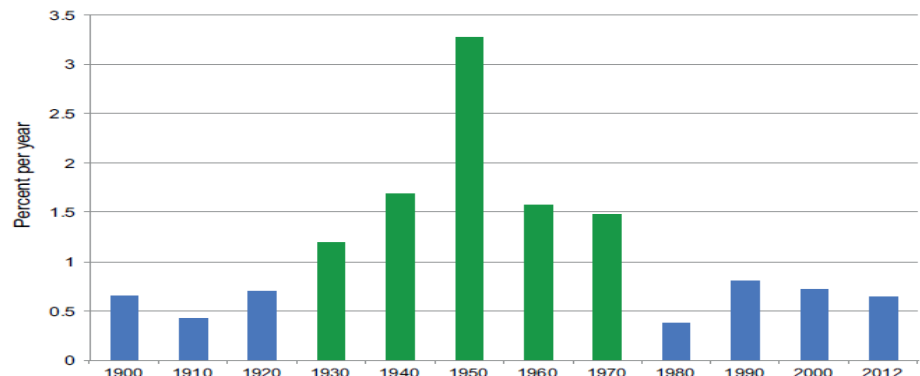


자료: 2018년 노벨 경제학상: 지식경제학, 기후변화 그리고 경제성장, 조세재정연구원, IMF WEO Database

기술진보에 대해 낙관적인 견해는 남아있다. 미국의 1인당 GDP가 꾸준히 상승한 동력은 1830년대 1차 산업혁명, 20세기 전후 2차 산업혁명, 1970년대 3차 산업혁명이 생산성을 높였고, 향후에도 인공지능, 빅데이터, 사물인터넷 등이 4차 산업혁명을 이끌 것으로 기대된다.

그러나 로버트 고든 노스웨스턴 대학 교수는 미국의 총요소 생산성은 1930~1970년대 가장 높았으며, 1980년대 이후에는 1% 이하로 낮아진 것으로 분석하다. 향후 기술진보가 가져올 영향을 가늠하기는 이르지만, 기술진보를 포함한 총요소 생산성의 향상은 어려운 전망이다.

[도표 15] 1900~2012년 미국의 총요소 생산성(Total Factor Productivity)



자료: The turtle's progress of TFP for ten years preceding years shown, years ending in 1900 to 2012 / Robert J Gordon

에드워드 글레이저 하버드 대학 교수는 역사적으로도 기술진보와 혁신으로 발생된 부가 광범위하게 분산된 경우는 제한적이었던 점에 주목한다. 생산자의 기술보유 및 소비자의 소득수준에 따른 혜택을 네 가지 경우로 구분했을 때, 근대 이전의 예술품, 사치품 및 국제교역에 의한 생산물은 상위소비자의 소비혜택으로만 나타났다.

반면 20세기 전후에 있었던 2차 산업혁명의 경우 생산자와 소비자의 광범위한 혜택을 이끈 혁신으로 분류된다. 반면 1980년대 이후 나타난 IT, 인터넷, 플랫폼 혁명은 광범위한 소비자 혜택을 주기는 하지만 생산자 혜택은 소수에 국한된다. 생산자 혜택이 광범위하게 배분되지 않으면 구매력의 하락은 자연스러운 현상이다.

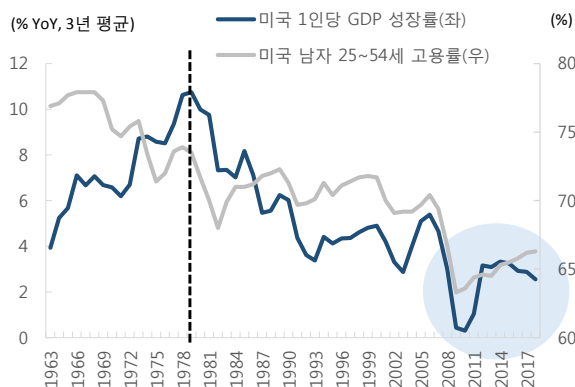
[도표 16] 혁신의 생산자 및 소비자 혜택 구분

	숙련된 생산자 혜택 (The skilled benefit as producers)	광범위한 생산자 혜택 (Widespread benefit as producers)
상위 소비자 혜택 (Elite consumer benefits)	전근대적 예술품 (Pre-modern artistic innovations), 중세시대의 화려한 염료 (Medieval fancy dyes)	네덜란드 무역제국(Dutch Trade Empire), 노동집약적 사치품 (Labor-intensive luxury goods)
광범위한 소비자 혜택 (Widespread consumer benefits)	페이스북(Facebook), 구글(Google)	포드 자동차 모델 T(Model T Cars), 일반적 산업혁명(Industrial Revolution generally)

자료: Secular jobless / Edward L Glaeser

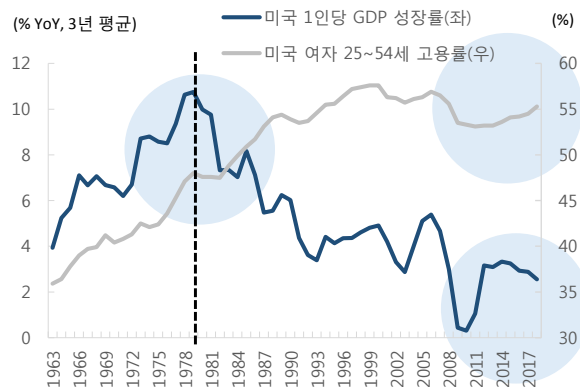
광범위한 생산자 혜택이 소멸된 1980년 이후 2007년까지 경기호황의 원동력은 무엇이였을까? 이는 여성의 고용참여 및 근로시간 확대에 기인한 영향이다. 1980년대 이후 미국 남성의 고용률은 지속적으로 하락한 반면, 여성의 고용율은 지속적으로 상승했다. 또한 2000년 이후 미국의 주택가격이 상승하면서 대출증가 등으로 구매력을 유지했다. 결국 1980년대 이후에 기술진보에 따른 생산성 향상은 없었지만, 노동의 추가투입 및 채무를 통해 구매력을 유지했다.

[도표 17] 1980년대 이후 미국 남성 고용률 지속적으로 하락



자료: 미국 경제조사국, 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 1980년대 이후 여성의 고용률 증가가 가계구매력 유지



자료: 미국 경제조사국, 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

미국은 영국과 함께 전체 고용률이 높은 편에 속한다. 미국과 영국의 전체 고용률은 60%를 넘는 반면, 독일, 프랑스, 일본의 고용률은 60%를 하회한다. 한국의 경우, 최근 청년실업이 높은 가운데도 고용률이 60%를 넘어서고 있다. 한국도 역시 여성의 경제활동 참가 및 고령층이 은퇴 후에도 재취업을 선택하는 영향이 큰 것으로 보인다.

결국 1980년대 전개된 기술혁명은 생산자의 광범위한 혜택이 발생하지 않는다는 점에서 신규 고용창출은 제한적이며, 이에 따른 고용률의 상승은 기대하기 어려운 전망이다.

[도표 19] 주요국 고용률 비교

(단위:%)

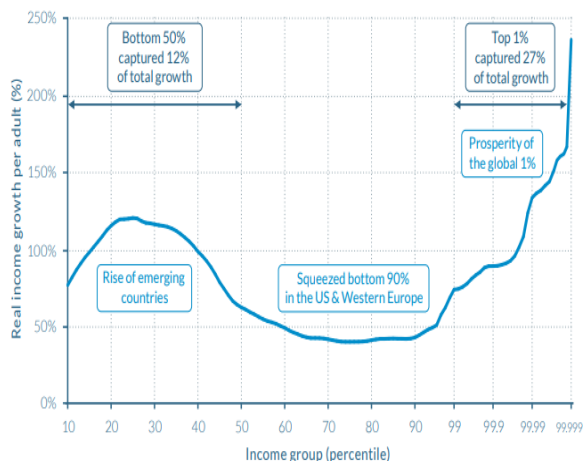
	미국	독일	프랑스	영국	일본	한국
최대	64.6	56.6	54.5	61.5	63.8	61.0
평균	59.2	53.2	53.0	58.7	59.7	59.8
금융위기 이전	62.4	53.2	54.0	60.3	57.7	59.8
현재	60.6	55.9	54.5	61.5	56.1	61.0

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

1980년대 이후 전세계 부의 불균형이 확대되었다. 노동, 자본, 기술 등 생산요소 중에서 노동의 생산성 저하가 가장 두드러진 데다, 저임금 노동의 경쟁이 심화되었기 때문이다.

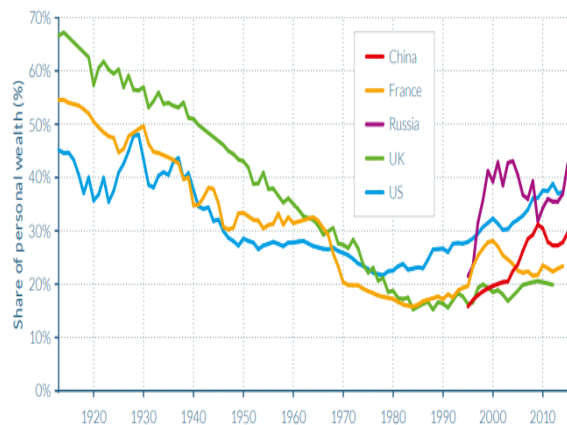
<21세기 자본(Capital in the Twenty-First Century)>의 저자 토마 피케티가 참여한 2018년 전세계 불평등 보고서에서는 1980년 이후 상위 1%의 실질소득 증가가 다른 계층을 압도했음을 보여준다. 이러한 경향으로 미국, 영국, 러시아, 프랑스, 중국 등 주요국가에서 상위 1%가 차지하는 자산비중은 1929년 대공황이 발생한 수준까지 확대되었다. 중산층 이하의 소득 수준 저하는 경제활동의 가장 큰 비중인 소비를 하락시켜 유효수요의 부족으로 직결된다.

[도표 20] 1980~2016년 전세계 소득계층별 실질소득 증가율



자료: World Inequality Report, 2018 / World Inequality LAB

[도표 21] 주요국 상위 1%가 차지하는 자산 비중

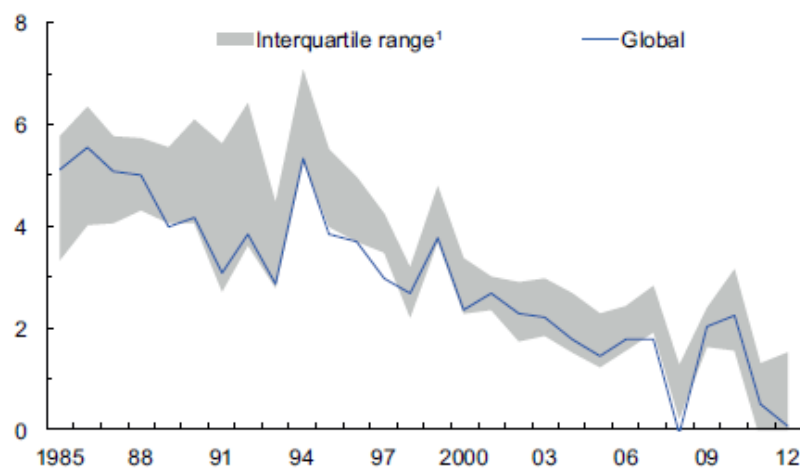


자료: World Inequality Report, 2018 / World Inequality LAB

## Keyword 2 : 자연이자율 하락과 통화정책 한계

폴 크루그만은 미국의 실질금리가 경기사이클에 걸쳐 평균적으로 1980년대 5%에서, 1990년대 2%로, 2000년대에는 1%대로 하락했고, 2008년 이후에는 -1%대로 하락했음을 보여준다. 2017~2018년 트럼프 대통령 당선 후 대규모 감세가 시행된 효과로 고용증가 및 실업률 하락이 지속되면서 실질금리가 반등했겠지만, 낮은 인플레이션 기대심리는 변하지 않고 있다. 유럽, 일본의 경우에는 명목국채금리의 지속적 하락으로 실질금리 하락세가 지속되고 있다.

[도표 22] 전세계 실질 금리 하락



자료: A prolonged period of low real interest rate? / Olivier J Blanchard, Davide Furceri and Andrea Pescatori 주: Interquartile range-미국, 영국, 오스트리아, 벨기에, 프랑스, 독일, 이탈리아, 네덜란드, 노르웨이, 스웨덴, 스위스, 캐나다, 일본, 핀란드, 그리스, 포르투갈, 스페인, 오스트레일리아, 뉴질랜드 GDP 가중 금리

자연이자율은 물가상승 압력 없이 완전고용을 충족할 수 있는 실질금리 수준을 의미한다. 현재와 같은 구조적 장기침체 압력이 있는 상황에서는 고용유발을 위해서는 낮은 실질금리가 요구된다. 래리 서머스는 자연이자율의 하락 원인으로 부채 및 투자수요의 감소, 인구증가율 하락 및 소득분배 악화, 자본재가격 하락, 기대인플레이션 하락, 안전자산 선호를 제시하고 있다.

[도표 23] 자연 이자율의 하락 원인

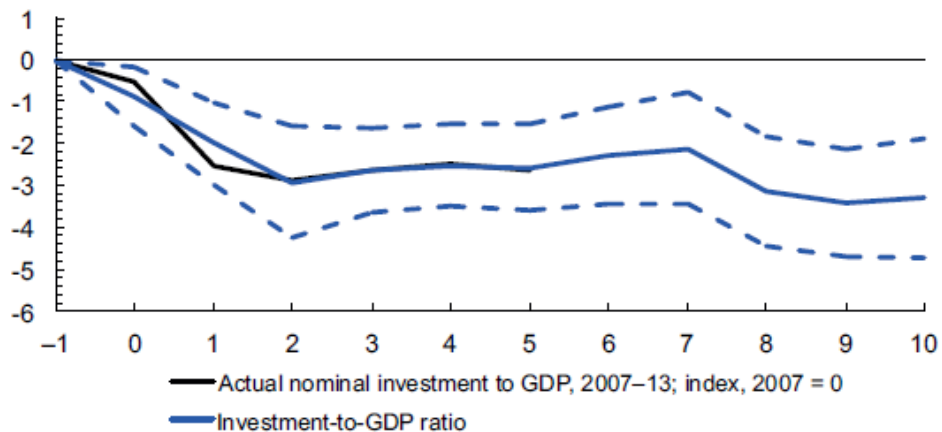
현상	원인
부채투자수요 감소	과도한 부채증가 및 금융중개기능 위축
실물투자수요 감소	정보기술(IT)의 발달로 실물투자수요 감소
인구증가율 하락	출산율 하락, 수명연장으로 고령화. 저축수요>대출수요
소득분배 악화	노동생산성<자본생산성<기술생산성. 각 생산요소의 차별적, 집중적 소유구조
자본재가격 하락	과잉공급 상태에서 자본재수요 감소
디스인플레이션	세후실질 이자율을 필요한 수준으로 유지하기 위해서는 세전실질 이자율을 더욱 낮춰야 함
안전자산 선호	전세계 중앙은행의 외환보유액 증가와 미국 국채 투자

자료: U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound / Lawrence H. Summers



올리비에 블랑샤드 IMF 수석 이코노미스트는 자연이자율을 잠재성장률과 안정적 인플레이션을 충족시키는 수준으로 정의하면서 저축과 투자에 따른 대부시장의 수요, 공급, 향후 투자수익률에 대한 기대 및 안전자산과 위험자산의 상대수요가 영향을 미친다고 한다. 현재는 구조적 장기침체 압력으로 자연이자율이 하락하고 있으며, 특히 금융위기 충격 이후 투자축소 상황에서 글로벌 과잉저축이 지속되어 자연이자율이 계속 낮은 수준에 머무를 것으로 예상된다.

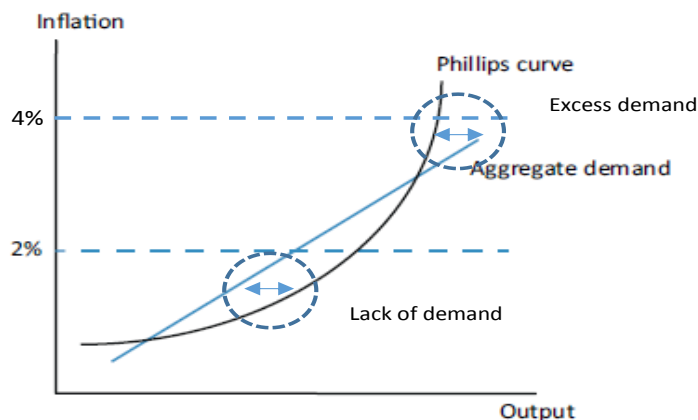
[도표 24] 금융위기가 투자율에 미치는 영향



자료: A prolonged period of low real interest rate? / Olivier J Blanchard, Davide Furceri and Andrea Pescatori

폴 크루그만은 산출량과 인플레이션의 관계인 필립스 커브와 기대 인플레이션에 긍정적으로 작용하는 총수요 곡선을 통해 현재 경제가 유동성 함정을 설명한다. 중앙은행이 인플레이션 목표치를 2%로 설정한다면 단기경제가 수요부족에서 벗어나지 못하게 된다. 그러나 만약 인플레이션 목표치를 4%로 높인다면 기대인플레이션 상승으로 실제수요 증가로 이어질 수 있다. 구조적 장기침체 상황에서 다소 높은 인플레이션 유발로 실질금리를 마이너스로 낮출 수 있게 된다.

[도표 25] 인플레이션 목표치 2%에는 수요부족에서 벗어나지 못 함



자료: Four observations on secular stagnation / Paul Krugman

래리 서머스와 폴 크루그만은 구조적 장기침체가 저축과 투자를 완전고용과 일치시키기 위해서는 마이너스 금리가 필요한 상황임을 강조한다. 반면 올리비에 블랑샤드와 군트람 울프 브뤼겔 이사는 마이너스 실질금리 등 파격적인 통화정책 효과가 매우 불안전하고 불확실하다는 생각이다.

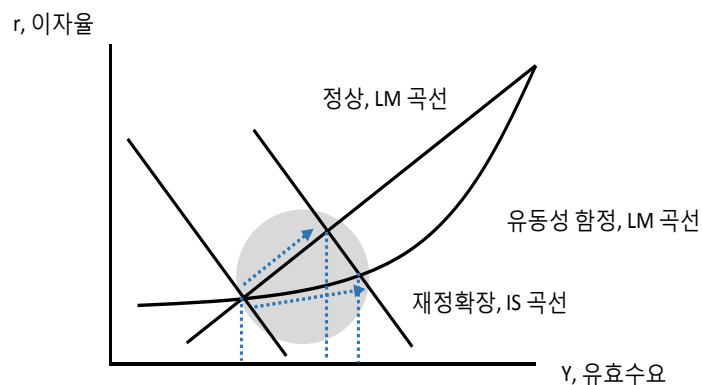
특히 군트람 울프는 통화정책을 사용해 실질금리를 영구적인 저금리 또는 마이너스 영역으로 몰고 간다면 자산버블 등 경제에 중대한 왜곡을 가져올 수 있다고 경고한다.

2008년 금융위기는 이전 미국의 낮은 실질금리 유지와 느슨한 금융규제의 결합에서 비롯되었다는 점을 강조한다. 또한 ECB가 인플레이션 목표를 2% 이상을 상향한다면 이는 독일이 통화동맹에 가입한 계약의 위반이 되어 갈등을 초래할 수 있다는 입장이다.

군트람 울프는 경제의 잠재성장을 회복을 위한 투자확대와 구조개혁 및 재정확장 정책에 더욱 초점을 맞춰야 한다고 주장한다. 이는 유동성 함정에서 효과적인 경기진작을 위한 고전적이고 전형적인 수단이다. 다만 미국의 부채한도, EU의 재정규율이 실제적인 재정확장 정책 집행에 걸림돌이 된다.

재정정책의 확장은 래리 서머스도 적극 지지하는 입장이다. 그러나 래리 서머스와 폴 크루그만은 재정확장 정책과 함께 실질금리 마이너스 도입도 병행되어야 한다는 실험적이지만 보다 전형적인 정책이 필요한 상황임을 주장한다.

[도표 26] 유동성 함정에서 재정확장 정책의 경기부양 효과 커짐

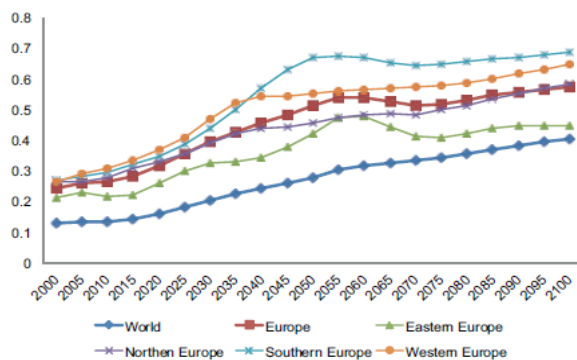


자료: 교보증권 리서치센터

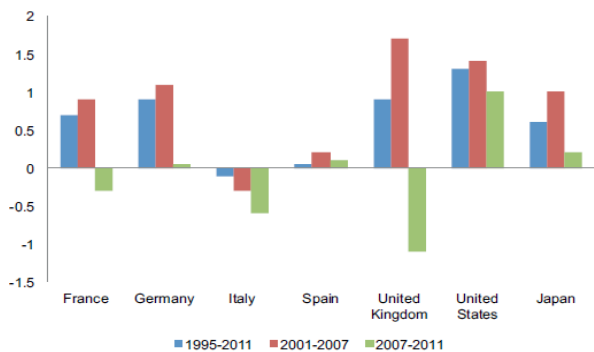
래리 서머스는 미국 경제가 구조적 장기침체에 진입했음을 경고했지만 사실 미국보다 유럽의 상황은 더욱 좋지 않다. 미국의 고용시장은 꾸준히 개선되었으며 2017~2018년 트럼프 행정부의 감세조치로 일시적인 회복세를 겪었지만 유럽의 실업률은 여전히 높고, 잠재적인 인플레이션에 대한 우려는 더욱 높다.

후안 지메노 ECB DG-Research 이코노미스트는 유럽의 강화된 금융규제, 고령화, 생산성 하락, 투자위축, 과잉부채와 같은 경화중 요인으로 구조적 장기침체의 현실화 가능성이 가장 높을 것으로 우려한다. 특히 유럽의 과도한 금융규제가 은행의 대출시행을 압박하고 있고 이로 인해 자본비용이 상승하고 있음을 주목한다. 이는 설사 ECB가 추가적인 통화확장 정책을 쓰더라도 효과가 제한적일 것을 전망한다. 후안 지메노는 금융부문을 단일 시장으로 통합해 자본비용을 낮추고 재정 등 구조개혁을 통한 생산성 향상이 우선되어야 함을 권고한다.

[도표 27] 유럽의 고령화 비율은 전세계 대비 높음



[도표 28] 유럽 국가들의 총요소 생산성 증가율 하락



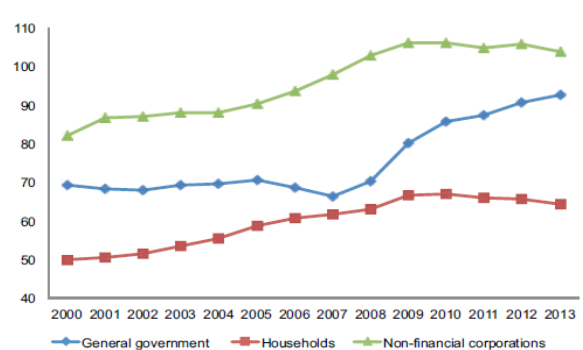
자료: The 2012 Revision of the World Population Prospects, UN

자료: OECD, Secular stagnation: A view from the Eurozone / Juan F. Jimeno 외 2명

[도표 29] 2008 년 기점으로 유로존의 투자율 하락



[도표 30] 유로의 매크로 레버리지는 최고 수준으로 상승



자료: OECD, Secular stagnation: A view from the Eurozone / Juan F. Jimeno 외 2명

자료: ECB, Secular stagnation: A view from the Eurozone / Juan F. Jimeno 외 2명

### Keyword 3: 정책대응의 발상의 전환 요구

<구조적 장기침체: 현상, 원인, 해법(Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures)>에서 경제학자들은 1) 다음과 같은 사항에 공감대를 형성하였으며, 2) 어렵지만 논쟁의 여지가 없는 정책대응, 3) 정책재고가 필요한 개혁 방안을 제시하였다.

#### 1. 구조적 장기침체 대응방안에 대한 공감대

- 구조적 장기침체는 현재 우리가 갖고 있는 가장 강력하고 유연한 표준적인 도구인 통화정책의 효과를 약화시킨다는 점에서 일반적 경기침체와 구분
- 마이너스 금리와 양적 완화에 대한 중앙은행의 새로운 연구가 필요
- 전통적인 통화정책의 운영을 통해서 완전고용과 만족스러운 성장, 그리고 재정안정을 동시에 달성하는 것은 불가능. 재정정책을 크게 제고할 필요 있음

#### 2. 어렵지만 논쟁의 여지가 없는 정책 대응

- 생산성을 향상시킬 투자의 촉진. 교육 시스템 개선, 물리적 인프라 투자, 창업절차 간소화, IT 산업에 독과점 방지 정책 적용
- 과잉저축을 해소하고 고용의 촉진. 고용보호법의 완화로 기업간 노동이동에 대한 장벽 제거, 비숙련 근로자가 노동시장에 참여할 수 있는 인센티브 증가

#### 3. 정책재고가 필요한 개혁

- 자연이자율이 마이너스로 하락하고 정책비율이 실제 선에 묶여 있는 경우, 인플레이션 목표치를 상향. 예를 들어 인플레이션 목표치를 2%에서 4%로 상향
- 정년 인상: 고령화의 역설은 저축률 상승으로 버블 위험이 증가. 정년이 길어지면 저축이 감소
- PAYG(Pay As You Go, 연금 및 보험지출 시 재원대책을 의무적으로 마련하는 시스템) 공공연금 및 의료보험 시스템 확장 및 신뢰성 향상: 중국이나 인도와 같은 고성장 신흥국과 관련. PAYG 의료보험은 예방적 저축의 필요성은 낮춘다는 추가적인 이점이 있어 PAYG 연금 제도보다 초과저축을 감소시키는 데 더욱 효과적

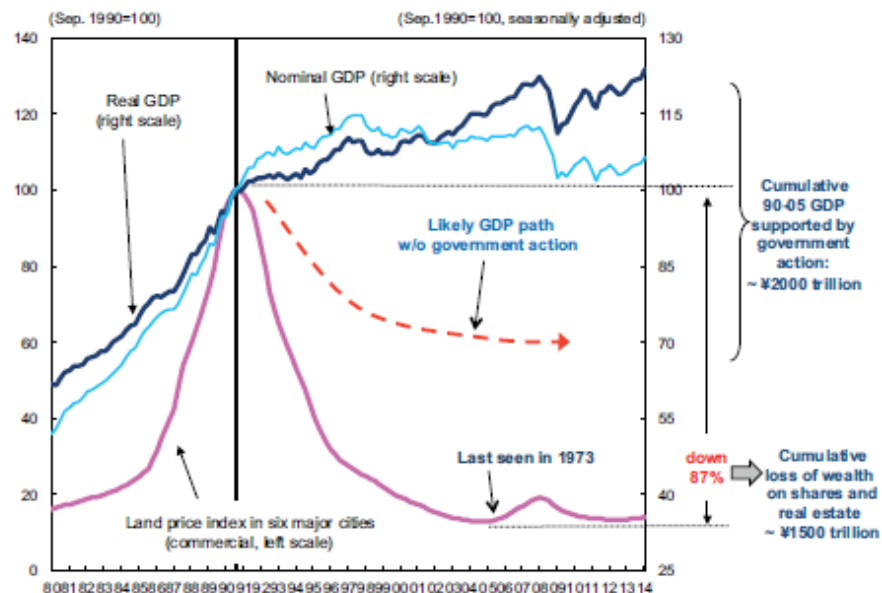
- 장기적인 경기순환적 재정정책 실시: PAYG 시스템 확장은 공공부채의 암묵적인 증가와 같으나 재정정책은 공공부채의 명시적 증가. 따라서 지속 가능성은 분명 한계가 있음. 그러나 공공부채 감축은 과잉저축이 없을 때만 실현. 과잉저축이 있을 때 강제적인 공공부채 감축은 문제를 악화
- 유럽재정안정조약 개정: 현재 버전은 각국이 20년 안에 공공부채를 GDP의 60% 이하로 줄일 것을 요구. 너무 낮은 공공부채 비율로 이행은 저축을 악화시키고 저축자산의 급격한 부족을 초래
- 정책의 불확실성 제거: 미국의 부채한도, 유로존 해체위협 등으로 인한 리디노미네이션 논쟁은 리스크에 대한 불확실성을 가중. 비현실적 재정규율도 마찬가지
- 기관투자자가 AAA 자산에 투자하도록 강제하는 규정 개정: 근로자의 퇴직과 동시에 연금재산을 완전히 탕감한다는 규정은 개별 퇴직자에게 비효율적. 퇴직자의 재산 일부를 위험자산에 투자한다면 더 좋은 수익률이 될 수 있음
- 자산버블을 피하기 위해 통화정책을 사용하지 않음: 실질금리의 하락은 자산버블을 초래할 수 있음. 그러나 자산버블이 반드시 비합리적인 것은 아님. 재정확장 정책이 집행되지 않을 경우 투자수익률의 하락은 자본시장의 당연한 반응. 따라서 자산버블과의 싸움은 자본시장이 대출 가능한 자금의 공급과 수요의 균형을 유지하지 못하게 함
- 글로벌 금융시장의 개방: 미국, 유럽, 일본 등 경제는 투자기회의 수익감소에 직면할 수 있으나 세계의 자본시장은 G7 국가에 비해 매우 낮음
- 과도한 저축을 흡수하기 위해 합리적 버블이 나타날 때까지 금리를 인하하는 통화정책 설정. 혹은 저축을 흡수하기 위한 재정정책의 집행 등

이상의 논의들을 종합했을 때, 글로벌 경제의 구조적 장기침체가 다가오는 현실을 부인하기는 어렵다. 래리 서머스, 폴 크루그만 등은 현재 경제에 대한 위기감이 통상적인 경제부진 상황을 넘어서 20세기 초반 발생한 대공황 이후 가장 높다는 견해다. 정도의 차이는 있지만 대부분의 경제학자 역시 구조적 장기침체의 요인들이 장기불황을 야기할 수 있음에 동의한다.

리처드 쿠, 노무라 이코노미스트는 경기침체 국면에서 대차대조표 불황이 상황을 더욱 악화시킨다고 경고한다. 과잉부채 상태에서 자산버블이 꺼지면 가계와 기업 등 민간경제주체들은 이익을 극대화하기보다는 채무상환을 통해 부채 최소화에 집중하게 된다. 이것은 비록 가계와 기업의 상황에는 옳은 방향이지만 모든 경제주체들이 그렇게 할 때는 구성의 오류, 즉 개인적으로는 합리적인 결정이 전체적으로는 좋지 않은 결과는 낳게 된다는 것이다.

리처드 쿠는 1990년대 일본의 자산버블 붕괴와 경기침체, 그리고 대차대조표 불황이 발생했을 때, 일본 정부의 재정지출 확대가 없었다면 더욱 큰 경제의 위축이 왔을 것이라고 분석한다. 일본의 대차대조표 불황을 기업의 임원으로 경험한 아소 다로 재무상이 2009년 G20 정상회담에서 적극적 경기부양 정책을 제안하였고 이것이 집행되어 세계경제는 경기침체 대신 V자 회복을 보였는데, 현재는 정치와 경제 모두 재정 및 채무 건전성을 우선시하는 경향에서 효과적인 경기부양 정책에 주저하는 상황을 걱정한다. 구조적 장기침체 상황에서 안정을 택할 것인가? 아니면 모험을 해볼 것인가? 의 중요한 정책 기로에 놓여져 있다.

[도표 31] 1990 년 이후 일본의 부동산 가격의 87% 하락에도 불구하고 재정정책으로 공황을 방어



자료: Balance sheet recession is the reason for secular stagnation / Richard C Koo



## 현대통화이론 - Modern Monetary Theory

### 현대통화이론 (MMT) 이란?

최근 들어 현대통화이론, 소위 MMT(Modern Monetary Theory)라 불리는 경제이론이 미국 경제학계와 금융시장에서 주목 받고 있다.

MMT는 왜 이렇게 주목을 받는 것일까?

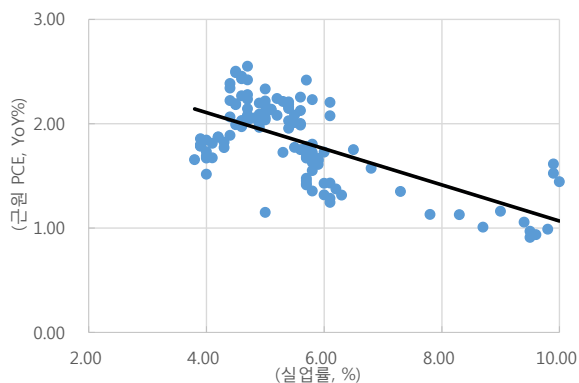
2008년 금융위기 이후, 기존 주류 경제학으로 설명이 어려운 현상들이 늘어났다. 특히 인플레이션이 그렇다. 금융위기 이후, 연준을 비롯해 주요국 중앙은행들은 양적완화 정책을 통해 경기부양에 나섰다. 이러한 정책들로 통화량이 크게 증가했지만, 대부분의 지역에서 물가 상승은 제한적인 모습을 보였다.

과거 Janet Yellen 전 연준의장도 인플레이션이 발생하지 않는 이러한 상황을 ‘미스터리(mystery)’라고 표현했다. 실제로 실업률과 인플레이션의 상관관계를 나타내는 필립스 곡선(Phillips curve)은 시간이 갈수록 평탄 (flattening)해지면서 설명력을 잃어가는 모습이다.

이 같은 상황 속에서 MMT는 ‘균형재정’을 운용해야 한다는 기존의 경제학에서 벗어나, 정부는 재정적자를 걱정할 필요 없이 발권력을 동원해 재정지출을 늘려 완전고용을 달성하면 된다고 말한다. 이는 그 동안 해결되지 못한 경제문제들을 해결해 줄 수 있는 만병통치약(panacea) 같은 느낌을 준다.

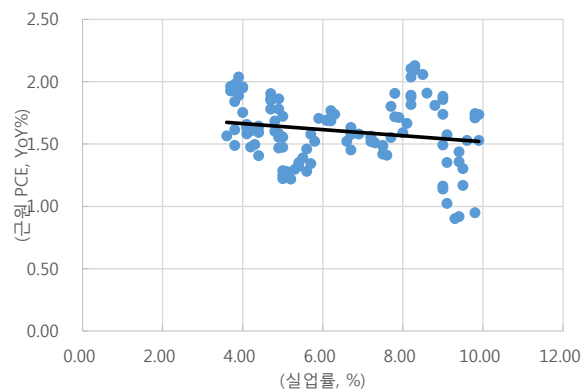
미국 정치권에서도 버니 샌더스 (Bernie Sanders), 알렉산드리아 오카시오 코르테스 (Alexandria Ocasio-Cortez) 등 민주당의 좌파 진영을 중심으로 MMT의 지지가 늘어나면서 대중의 관심을 모으고 있다.

[도표 32] 미국 필립스 커브 (2000~2009)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

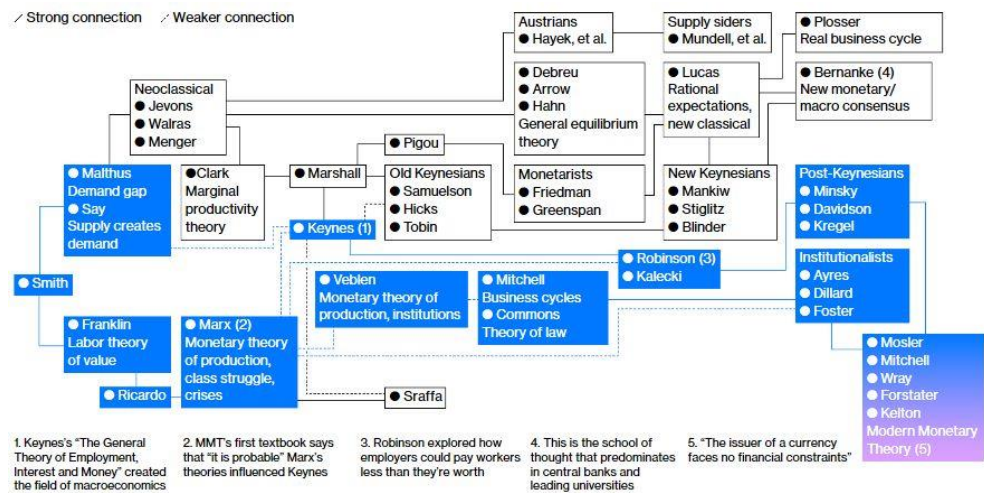
[도표 33] 미국 필립스 커브 (2010~현재)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

MMT는 비주류 이론으로 분리되고 있지만, 하이먼 민스키 (Hyman Minsky), 조앤 로빈슨 (Joan Robinson) 등이 속해 있는 포스트 케인즈(post-Keynesian) 학파에 그 뿌리를 두고 있다.

[도표 34] MMT (현대통화이론)의 계보

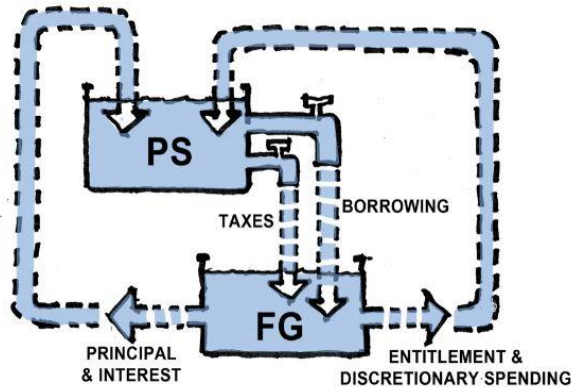


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

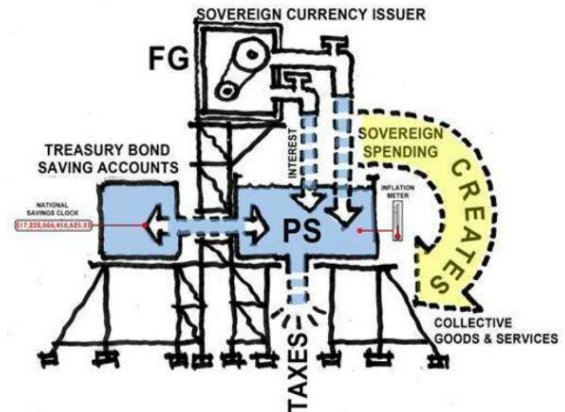
MMT의 핵심은 총수요가 부족한 상황에서 정부가 재정지출을 늘려 완전고용을 달성하게 하는 것이다. 이 과정에서 정부는 재정적자를 우려할 필요가 없으며, 발권력을 통해 재원을 조달하면 된다고 보고 있으며, 인플레이션이 발생하게 되면, 세금 인상이나 채권 발행 등을 통해서 이를 조절할 수 있다고 주장한다.

MMT는 미국과 같이 발권력을 동원해 통화 창출이 가능한 정부에 대해 다음과 같이 말하고 있다. 1) 자국 통화로 표시된 부채에 대한 채무불이행이 불가능, 2) 상품, 서비스 및 금융 자산 구매에 앞서 세금 징수 또는 국채 발행을 통한 자금 조달이 필요하지 않음, 3) 인플레이션으로 인한 자금 창출과 구매에는 한계가 있으며, 경제의 경제적 자원(즉 노동과 자본)이 완전 고용에서 활용될 경우 가속됨, 4) 수요견인 인플레이션 (demand-pull inflation)은 과도한 자금을 조세나 채권 발행을 통해 조절이 가능 (물론 정치적인 이유에서 항상 그렇지 않을 수 있음), 5) 채권 발행을 통해 부족한 저축을 위한 민간 부문과의 경쟁이 필요 없다고 주장한다.

[도표 35] 정부지출과 화폐 흐름에 대한 주류 경제학의 관점



[도표 36] 정부지출과 화폐 흐름에 대한 현대통화이론의 관점



자료: "Diagrams and Dollars: Modern Money Illustrated" by J.D. Alt, 교보증권 리서치센터

[도표 37] 주류경제학과 MMT 비교

주제	주류 경제학	MMT
정부지출 재원조달	- 채권 발행 및 조세부과를 선호	- 통화 발행을 통해 재원 조달 - 재정지출을 위한 채권 발행 및 조세부과가 필요하지 않다고 강조
조세부과 목적	- 정부 재원조달 및 불균형 해소	- 민간 부문의 유동성을 감소시켜 인플레이션을 억제. 긴축정책의 한 형태 - 불균형 해소
완전고용 달성방법	- 통화정책이 주된 수단 - 연준은 물가 안정과 완전 고용이라는 두 가지 목표 (dual mandate)가 있지만, 이들 목표가 항상 양립하지는 않음 - 예를 들면, 1980년대 초 인플레이션 억제를 위한 금리인상이 높은 실업률을 야기	- 재정정책이 주된 수단 - 완전 고용 달성을 위해 충분한 재정적자 운용 - 폴 크루그먼은 0 (zero)에 가까운 수준을 유지할 때, 완전 고용 달성을 위해 확장적 재정정책이 필요하다고 설명. 그러나 금리인하 여력이 있는 경우에는 불필요
인플레이션 조절	- 통화정책을 통해 조절 - 연준은 안정적인 물가수준을 유지하기 위한 정책금리를 설정하거나, 때로는 목표 물가수준을 설정	- 재정정책을 통해 조절 - 정부가 세금 인상이나, 채권 발행을 통해 민간부문 유동성을 조절
금리 설정	- 완전고용과 물가 안정이라는 dual mandate 달성을 위해 연준에 의해 결정	- 스테파니 켈턴은 통화 발행이 은행 자산 증가로 이어져 금리를 0 (zero) 수준으로 낮춘다고 설명 - 크루그먼은 MMT가 이러한 메커니즘에 대해 설득력 있는 주장을 하지 못한다고 주장
재정적자가 금리에 미치는 영향	- 완전고용 상황에서 높은 재정적자는 구축효과를 야기	- 스테파니 켈턴은 통화 발행을 통해 금리하락을 유도할 수 있으며, 이는 투자에 우호적으로 작용. 경제 활동에 긍정적 - 크루그먼은 MMT가 이러한 메커니즘에 대해 설득력 있는 주장을 하지 못한다고 주장
자동안정화 장치	- 주요 자동안정화 장치에는 실업보험과 식비지원제도 (food stamp)가 있으며, 경기하강기에 재정적자를 확대	- 다른 안정화 장치들과 같이 일자리 보장 프로그램 또한 경기하강기에 재정적자를 확대

자료: Wikipedia, 교보증권 리서치센터

주류 경제학계에서는 MMT에 대해 회의적인 반응이 주를 이루고 있다. 래리 서머스(Lawrence Summers) 미국 전 재무장관은 MMT가 공짜 점심 (free lunch)이라는 잘못된 전제를 가진 부두 경제학 (voodoo economics)라고 비판하고 있다.

MMT의 옳고 그름을 떠나서 당분간 이에 대한 관심은 쉽게 사그라지지 않을 것으로 보인다. 특히 주류 경제학 이론이 현실의 경제 현상을 설명하지 못하는 경우가 늘어나면 늘어날 수록 MMT와 같은 대안 경제에 대한 관심을 높아질 것으로 보인다.

[도표 38] 주요 인사들의 MMT 관련 발언 정리

지지		반대	
레이 달리오 (Ray Dalio)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 금리가 0%로 고정되고 양적완화가 비효율적일 때, 통화정책의 변화는 피할 수 없음</li> <li>- 다음 경기 침체기에는 미국이 현대통화이론을 도입하게 될 것</li> </ul>	워런 버핏 (Warren Buffett)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 나는 현대통화이론의 팬이 아님. 이 이론을 구성하고 있는 재정적자 지출은 인플레이션의 소용돌이에 빠질 수 있음. 우리는 위험지대에 들어갈 필요가 없음</li> </ul>
스테파니 켈턴 (Stephanie Kelton)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 재정흑자는 경제 전반에 극히 파괴적이고, 재정 균형 역시 위태로운 상황을 초래할 가능성이 높음. 경제를 살리려면 재정적자를 적극적으로 추진해야 함</li> <li>- 일본은 막대한 재정적자에도 인플레이션 발생하지 않았고, 재정 파탄도 없었음</li> </ul>	칼 아이칸 (Carl Icahn)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 정책 입안자들이 현대통화이론을 수용한다면 인플레이션이 통제에서 벗어날 수 있음</li> <li>- 어느 한 지점까지 돈을 인쇄할 수는 있지만 그 이후에는 매우 위험할 수 있음</li> </ul>
알렉산드리아 오카시오 코르테스 (Alexandria Ocasio-Cortez)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- MMT가 우리 대화에서 반드시 더 많은 부분을 차지해야 함</li> <li>- 재정정책을 통한 전면적인 친환경에너지 개발로 일자리를 만들어 '그린 뉴딜'을 실현해야 함 (연간 예산인 4조 달러의 1.5배가 넘는 6조 6천억원의 재원을 소요하는 정책)</li> </ul>	래리 핁크 (Laurence Fink)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- MMT 이론은 쓰레기. 재정적자가 반드시 문제가 될 것이라고 믿음</li> <li>- 적자는 금리를 끌어올려 지속 불가능한 상태를 만들 것이라고 생각</li> </ul>
랜덜 레이 (Randall Wray)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- MMT는 정부도 적자가 쌓이면 파산한다는 통념을 비판하는 이론</li> <li>- 현대 통화와 금융시스템에서 정부가 일자리 제공 등을 위해 적절한 기간 동안 적자를 감수하고 재정을 확대할 수 있음</li> </ul>	제롬 파월 (Jerome Powell)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 기축통화국에선 재정적자가 문제가 되지 않는다는 생각은 정말 틀린 것</li> <li>- MMT는 가능하지 않음</li> </ul>
나카노 다케시 (Nakano Takeshi)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 일본 정부 채무가 5,000조 엔이 돼도 전혀 문제가 되지 않을 것</li> <li>- 재정, 금융정책을 연계해 충수요를 자극하는 게 중요</li> </ul>	래리 서머스 (Lawrence Summers)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 정부가 돈을 무한정 찍어 낸다면 초인플레이션이 올 것</li> <li>- MMT 이론을 채택하는 건 재앙으로 가는 방안</li> </ul>

자료: 언론사, 교보증권 리서치센터

## Keyword 1: 화폐와 조세

MMT (현대통화이론)는 증표화폐론 (chartalism)에 그 뿌리를 두고 있으며, 신증표화폐론 (neo-chartalism)으로 일컫기도 한다. 이는 화폐의 본질이 교환의 매개수단에 있다고 보는 상품화폐론과는 차이가 있다. 상품화폐론은 시장에서 자생적으로 선택된 상품화폐가 국가에 의해 공급되는 공공재의 형태로 진화했다고 보고 있다.

반면에 증표화폐론에서는 화폐의 기원이 국가의 정치적 강제력이나 사회적 관습에 있다고 보고 있다. 독일의 경제학자 게오르크 프리드리히 크나프 (Georg Friedrich Knapp)에 따르면, 화폐는 정부가 인정하는 세금 지불 수단으로써 그 가치가 결정된다. 다시 말하면, 화폐 자체로는 본질적 가치 (intrinsic value)가 존재하지 않으며, 화폐의 가치는 정부에 의해서 부여 받는다는 것이다.

하이먼 민스키는 “누구든지 돈을 만들어내는 것은 가능하지만, 문제는 그것을 사람들이 받아들여지게 만드는 것이다”라고 말했다. 주권국가의 경우에는 스스로가 발행한 화폐를 사람들이 받아들여지게 만드는 데에 전혀 어려움을 겪지 않는다. 이는 수천만의 국민들이 모두 정부에다가 세금을 내야 할 빚을 지고 있기 때문이다.

MMT (현대통화이론)은 조세가 화폐 유통의 원동력이라고 결론 내리고 있다.

정부는 먼저 계산화폐를 창출하며, 그러한 일국적 계산화폐로 가치를 매겨서 세금을 부과한다. 현대의 모든 국민국가에서 이러한 조치만으로도 그 계산화폐로 대부분의 부채, 자산, 가격이 가격이 가치가 매겨지도록 만든다. 이렇게 정부는 세금의 가치를 매긴 바로 그 계산화폐로 가치를 매겨 통화를 발행할 수 있다. 그리고 그 통화를 세금 지불에서 받아들이기만 하면 된다.

사람들이 주권국가의 통화를 받아들이는 이유 중 하나는 세금을 내는 데에 그 통화가 필요하기 때문이다. 만약 세금 납부의 수단으로 그 통화가 사용되지 않는다면, 사람들은 그 통화를 받아들이지 않을 것이고, 통화에 대한 수요 창출도 기대하기 어려워진다.

결국 이는 조세의 진정한 목적이 정부가 지출에 쓸 수 있는 ‘화폐 수입’을 공급하는 데에 있지 않고, 정부가 스스로 발행한 통화로 지출을 행할 수 있도록 그 통화에 대한 수요를 창출하는 데에 있다는 것을 말해준다.

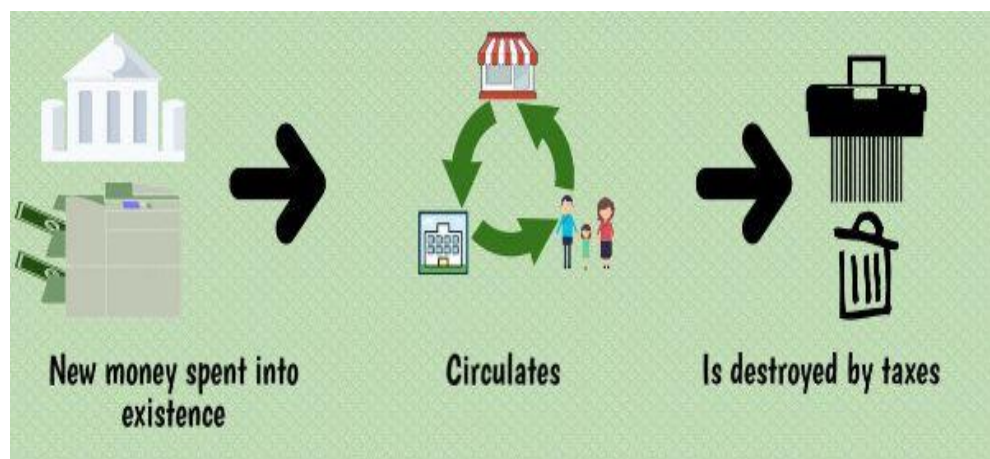
## Keyword 2: 재정정책과 자금조달

MMT의 골자는 총수요가 부족한 상황에서 정부가 재정지출을 늘려 완전고용을 달성하게 하는 것이다. 사실 MMT 이론이 주류 경제학에서 비판 받고 있는 가장 큰 이유 중 하나는 재정지출을 무한대로 늘려도 된다는 것으로 오해(?)를 받고 있기 때문이다.

정부 재정지출 관련 이슈를 살펴보기 앞서 MMT에서 이야기하는 정부의 자금 조달 방식을 먼저 짚고 가고자 한다. 주류 경제학에서는 정부가 재정을 조달하기 위해서는 세금을 걷고 국채를 발행을 해야 한다고 본다.

그러나 MMT는 정부가 발권력을 가지고 자금 조달이 가능하기 때문에 사실상 재정수입에 따라 재정지출을 할 필요가 없다고 보고 있다. 또한 후술하겠지만, 세금을 조절해 민간 유동성의 조절이 가능하기 때문에 인플레이션을 우려할 필요가 없다고 보고 있다.

[도표 39] MMT: 정부재정은 세금에서 나오지 않는다



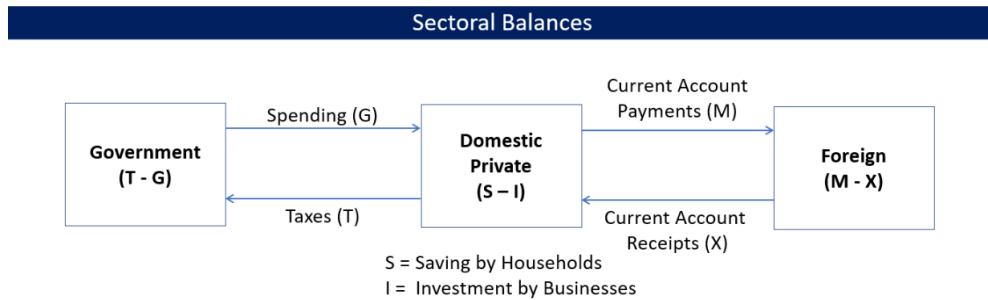
자료: Deficit Owls, 교보증권 리서치센터

일반적으로 은행이 돈을 창출해도 "수평적 거래 (horizontal transaction)"하에서는 자산이 부채로 상쇄되기 때문에 순금융 자산이 증가하지 않는다.

그러나 MMT는 정부 또는 공공 부문과 비정부 또는 민간 부문 간의 모든 거래를 "수직 거래 (vertical transaction)"로 분류하고 있다. 정부 부분에는 재무부와 중앙은행을 포함하고 있으며, 비정부 부분에는 국내외 가게 및 기업들을 포함하고 있다. 그렇기 때문에 정부지출 증가로 재정적자가 늘어나게 되면 민간부문의 순금융 자산이 늘어난다고 본다.



[도표 40] MMT: 정부와 비정부 부분을 수직적 관계로 해석



**Identity: Must hold true by definition**

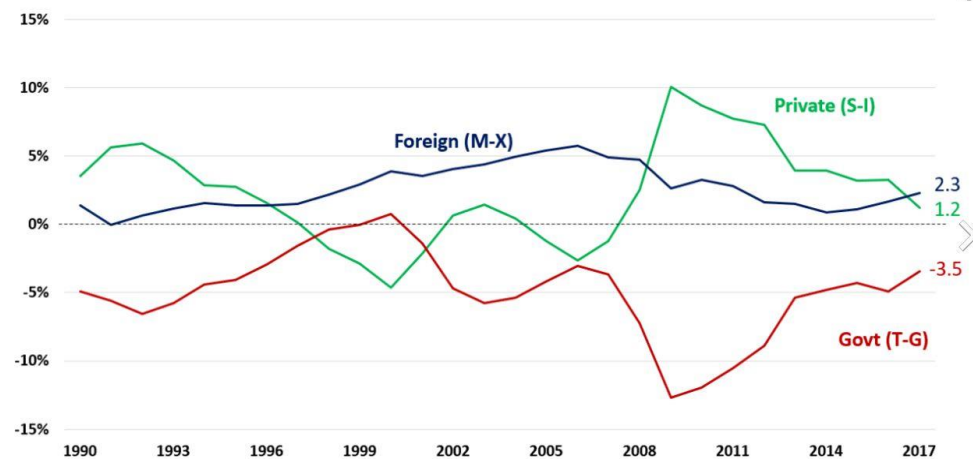
$$(T - G) + (S - I) + (M - X) = 0$$

Source: Wynne Godley - Levy Institute - "Some Unpleasant American Arithmetic" (June 2005)

자료: Wikipedia 재인용, Wynne Godley-Levy Institute - "Some Unpleasant American Arithmetic" (June 2005), 교보증권 리서치센터

[도표 41] US Sectoral Balances 1990~2017

(단위: % GDP)



자료: Wikipedia 재인용, BEA integrated Macroeconomic Accounts = Table S.2.a, 교보증권 리서치센터

기존 경제학에서는 정부가 수입과 지출을 일치시키는 균형재정 또는 수입이 지출을 상회하는 초균형재정 등의 건전재정 (sound finance) 상태를 유지해야 한다고 말하고 있다. 일반적으로 정부의 재정지출 규모가 세입 금액을 상회할 경우 재정적자가 발생한다. 이 경우 정부는 부족한 부분을 중앙은행에서 차입하거나 채권이 늘어나 인플레이션이 야기시키고, 원리상환의 부담을 증대시켜 재정과 경제 전반의 불안정성을 확대시킬 우려가 있다고 본다.

앞에서 언급 했듯이, MMT가 수요가 부족한 상황에서 정부가 재정지출을 늘려 완전고용을 달성 할 수 있게 하자는 것은 맞다. 그러나 이러한 정부의 재정적자가 지속 가능하기 위해서는 몇 가지의 조건들이 필요하다고 말하고 있다.

재정적자의 지속가능 조건들이란, 지불되는 이자율, 성장률, 민간 부문의 적자 등으로 결정되게 된다. 다음은 제임스 갤브레이스 (James Gallbraith)가 제시한 적자 지출의 지속가능성을 평가하기 위한 공식이다.

$$\Delta d = -s + d \cdot [(r-g)/(1+g)]$$

$d$ = 최초의 GDP 부채비율 //  $s$ = 근본흑자 (primary surplus) – 순이자 지불을 뺀 흑자

$r$ = 실질 이자율 //  $g$ = GDP 성장률

일반적으로 정부가 흑자 예산을 운영하여 세수보다 적은 지출을 하게 되면, 민간 부문은 적자를 보게 된다. 이는 곧 민간 부문의 부채가 쌓이게 되고, 정부가 이를 자산으로 보유하게 된다. 이러면 민간 부문은 그 부채에 대해 이자를 지불하게 되고, 그로 인해 적자가 증가하게 된다. 이자율 ( $r$ )이 성장률 ( $g$ )을 상회하게 되면, 부채 비율이 증가한다라는 것이다. 이 과정이 영원히 지속된다면, 부채 비율은 지속적으로 확대될 것이고, 이는 매우 부정적인 상황을 초래할 수 밖에 없다.

물론 적자가 발생한다고 해도 반드시 부채 비율이 증가하는 것은 아니다. 만약 이자율( $r$ )이 성장률( $g$ ) 보다 낮은 수준을 보이게 되면, 근본 적자(primary deficit)가 지속된다고 하더라도 부채 비율 증가를 멈출 수 있게 된다.

만약 정부의 부채 비율이 추세적으로 올라가는 경우는 어떨까? 일반적으로 이 경우에 이자가 너무 크게 늘어나서 정부가 이자를 내지 못하는 상황이 발생할 수 있다고 생각할 수 있다. MMT에 따르면, 그러한 상황은 발생하지 않는다.

랜덜 레이 교수의 ‘균형재정론은 틀렸다’에 보면, 과거 버냉키 전 연준의장이 구제금융을 실시 하면서 연준의 지출 과정을 설명했던 것을 예로 들고 있다.

버냉키 전 연준의장은 당시 “정부는 단순히 컴퓨터의 엔터키를 눌러서 대차대조표 상의 항목을 만들거나 조정하는 것뿐이다. 이렇게 하는 데에 있어서 기술적 혹은 운영상의 이유로 발생하는 능력의 한계란 존재하지 않는다. 컴퓨터 자판에 엔터키가 없어지지 않는 한, 정부는 이자 지불을 위해서 그저 대차대조표에다 엔터키를 누르기만 하면 된다.” 발언했다.

사실 이 부분이 민간 부문이 영구적으로 적자를 낼 경우와 정부 부문이 그렇게 할 경우의 차이를 만들게 된다. 다시 말하면 사실상 민간 부문에서 영구적으로 적자를 내는 상황이 지속 불가능하지만, 정부 부문에서는 가능하다는 이야기다.

## Appendix: GDP 부채 비율의 동학 (랜덜 레이 - 균형재정론은 틀렸다 발췌)

정부의 부채 수준(D)은 시간이 지남에 따라 다음과 같은 경로를 따른다.

$$D_t = D_{t-1} + Def_t$$

즉 매년 적자의 크기만큼 부채가 늘어난다. 재정 적자는 정부 지출(G)과 조세(T)의 차이에다가 부채에 대한 이자 지불을(iD) 더한 것이며, 이 때 i는 이자율이다.

$$Def_t = G_t - T_t + iD_t$$

이제 여러 다른 적자 상황에 따라 GDP 부채 비율이 어떻게 되는지를 살펴보자.

**경우1: 기초 재정의 균형** - 정부는 조세로 거둔 것과 동일한 액수를 재화 및 서비스 구매에 지출한다.

기초수지가 0이라고( $G=T$ ) 가정하면,

$$D_t = D_{t-1} + Def_{t-1} \quad \text{또는} \quad D_t = D_{t-1}(1+i)$$

GDP의 (Y) 성장률이 g라고 한다면 이는 다음의 경로를 따르게 된다

$$Y_t = Y_{t-1}(1+g)$$

그렇다면 GDP 부채 비율은 다음과 같다.

$$\frac{D_t}{Y_t} = \frac{D_{t-1}(1+i)}{Y_{t-1}(1+g)}$$

GDP 부채 비율을 d라고 하여 이 식을 재귀적으로 풀자면,

$$d_t = d_0 \left( \frac{1+i}{1+g} \right)^n$$

여기에서  $i > g$  일 경우 n이 무한대로 간다면 이 비율도 무한대가 될 것이며,  $i < g$  일 경우에는 0이 될 것임이 분명하다. 만약  $g=i$  라면 t와 무관하게  $d_t=d_0$ 이 될 것이다(부채 비율이 일정).

**경우2a: 기초 적자가 영구화되는 경우**, 정부는 세수보다 더 많은 액수를 재화와 서비스에 지출한다.

S를 기초 재정의 균형 상태라고 하여 기초 적자 상태를 ( $G-T > 0$ )으로 표현하면  $S > 0$  이 된다.

$$D_t = D_{t-1} + iD_{t-1} + S_t$$

따라서,

$$\frac{D_t}{Y_t} = \frac{D_{t-1}(1+i) + S_t}{Y_{t-1}(1+g)}$$

여기에서  $S_0/Y_0$ 를  $S_0$ 라고 쓰고 이 식을 재귀적으로 풀면,

$$d_t = \left(d_0 + \frac{S_0}{i}\right) \left(\frac{1+i}{1+g}\right)^t - \frac{S_0}{i} \frac{1}{(1+g)^t}$$

경우1과 동일한 결과에 도달한다. 만약  $i < g$  였다면,  $d_t$ 는 0에 수렴할 것이며, 만약  $i > g$  라면 GDP 부채 비율은 무한대로 커질 것이다. 만약  $i = g$  라면  $i = 0$  지금  $d_t = d_0 + S_0/i$  이 될 것이다. 이렇게 정부는 세수보다 더 많은 액수를 재화와 서비스 구입에 지출할 수 있지만, 부채 서비스의 비용이(즉 이 자율) 경제 활동의 성장을 이하인 한 GDP 부채 비율은 변하지 않거나 오히려 감소할 수가 있다.

#### 경우2b: GDP에 대한 기초 적자의 비율이 일정하다.

방금 본 경우에는서는 기초 적자 수준이 일정했지만 GDP와의 비율은 줄어들었다. 이제는 기초 적자의 수준이 GDP와 동일한 비율로 증가하여 둘 사이의 비율이 일정하다고 가정해보자.

$$D_t = D_{t-1} + iD_{t-1} + S_t$$

다음으로 양변을  $Y$ 로 나누고  $s$ 가 모든 기간동안 동일하다고 가정하자.

$$d_t = d_{t-1} \frac{(1+i)}{(1+g)} + \bar{s}$$

우리는 동일한 방법으로 다음의 식을 얻는다.

$$d_t = d_0 \left(\frac{1+i}{1+g}\right)^t + \bar{s} \left(\frac{1+i}{1+g}\right) \left(1 - \left(\frac{1+i}{1+g}\right)^t\right)$$

이 경우에도  $g > i$  라면 GDP 부채비율은  $\bar{s}((1+i)/(1+g))$  에 수렴하지만, 만약  $i \geq g$  라면 GDP 부채 비율은 계속해서 증가한다.

#### 경우3: GDP에 대한 적자의 비율이 일정하다.

마지막으로, GDP에 대한 적자의 비율이 영원히 변하지 않는다고 가정하자(x).

$$\frac{Def}{Y} = \frac{G-T+iD}{Y} = x$$

따라서

$$d_t = \frac{d_{t-1}}{(1+g)} + x$$

이를 재귀적으로 계산하면 우리는 다음을 얻는다.

$$d_t = x(1+g)/g$$

이 GDP 부채 비율은 안정적인 비율에 도달한다.

### Keyword 3: 완전고용과 인플레이션

MMT의 최종 목적지는 재정지출 확대를 통해 완전 고용을 달성하는 것이다.

아바 러너 교수의 '기능적 재정 이론 (Functional finance theory)'에 따르면, 실업이 존재한다는 것은 정부의 지출이 매우 낮다는 증거이며, 실업을 제거하기 위해 지출을 늘리는 것이 정부의 책임이다.

랜달 레이 교수에 따르면 대부분의 MMT 이론가들이 요구하는 가장 중요한 정책은 '일자리 보장/최종 고용자' 프로그램이다. '일자리 보장/최종 고용자' 프로그램은 어떤 크기의 정부에서도 시행될 수 있고, 민간 부문이 크고 정부 부문이 작기를 원한다면, 조세와 정부지출을 낮게 유지하면 된다고 말하고 있다. 그렇게 되면 자원들은 대규모 민간 부문에서 사용할 수 있게 풀리고, 민간 부문이 완전히 고용하지 못한 노동 자원을 '일자리 보장/최종 고용자' 프로그램이 흡수하면 된다.

스테파니 켈턴 교수는 과거 한 언론사와 인터뷰에서 "정부의 재정지출을 늘려 실업자가 경제 활동을 할 수 있도록 해야 한다. 인플레이션이 무서워서 완전 고용을 목표로 하지 않는다면, 실업의 경제적 사회적 비용은 어떻게 될까요?"라고 발언하면서, "금융 위기가 있었던 2008년, 수백만 명이 일자리를 잃었다. 만약 그때로 돌아가 3년간 1조 달러의 인프라를 투자했다면, 그 정부 지출은 인플레 걱정 없이 경제가 흡수했을 것"이라고 주장했다. '균형재정론은 틀렸다'의 저자 랜달 레이 교수도 정부가 최종 고용자가 되어 직접적인 일자리 창출에 나서야 한다고 보고 있다.

일반적으로 주류 경제학에서는 재정지출이 늘어나 재정적자가 발생하거나, 완전 고용상태에 도달하게 되면 인플레이션에 대한 리스크도 확대된다. 우리가 잘 알고 있는 필립스 곡선 (Phillips curve)은 실업률과 물가 상승률이 디커플링 (decoupling) 관계를 설명한다.

MMT와 주류 경제학과 시각차가 크게 나타나는 부분 중 하나는 바로 인플레이션 관련 부분이다. 앞에서 언급한 스테파니 켈턴, 랜달 레이 교수 발언처럼 MMT에서는 현실에서 가격 안정성을 올리는 방식으로 완전 고용을 추구하는 것이 가능하다고 주장한다. 다시 말하면 조세와 채권 발행을 통해 민간부문의 유동성을 조정해 인플레이션을 통제할 수 있다고 믿고 있다.

다음 도표는 우리가 일반적으로 알고 있는 하이퍼인플레이션의 사례를 정리해 놓은 것이다. 이들 사례에서 통화량의 급격한 증가는 하이퍼인플레이션의 주된 원인 중 하나로 지목된다. 스테파니 켈턴 교수는 독일, 아르헨티나, 짐바브웨 등에서 나타난 하이퍼인플레이션 사례는 전쟁이나 쿠데타, 식량 위기 등 경제의 공급 측면에서 문제를 일으켜 생산이 부족해 생긴 현상이라고 설명한다. 이는 화폐량이 너무 많아서 생긴 문제가 아닌 공급 부족으로 발생하는 문제라는 것이다.

[도표 42] 국가별 하이퍼인플레이션 발생 사례

	독일	짐바브웨	베네수엘라	아르헨티나
원인	- 제 1차 세계대전 이후 패전국의 지위에서 전쟁 배상금을 갚기 위해 통화량을 늘리면서 마르크화 가치 폭락	- 높은 국가부채와 생산성 하락 - 장기독재와 부정부패 및 서방국가들의 제재가 진행되는 가운데, 경제정책 실패 (무분별한 화폐 발행)	- 경제난민 증가로 인한 인구 유출 - 부정부패로 인한 외환부족 사태 심화 - 무분별한 통화 발행	- 90년대 말부터 2000년대 초까지의 외채문제 발생 - 페소화 절화와 수입물가의 증가, 적자 막기 위한 통화발행 - 90년대 말 라틴아메리카 전반적인 경제위기 - 수출 경쟁력 약화로 외채 부담 심화
통화량 변화	- 1918년 11월에 292억 마르크였던 현금 유통액이 5년 후 494 쿼틸리언(100경)으로 늘어남		- 1996~2019 월간 통화유통량(M2) 평균 380억 달러 - 18년 1월 당시 월간 통화량(M2) 17.7조 달러	- 75년 78억달러의 외채가 83년에 450억 달러로 늘어남 - 90년대 추가 외채발행을 통한 400억달러의 외화 유통 - 2001년 외채 1,320억 달러로 디폴트 선언
환율 변화	- 1914년 달러당 4.2 마르크였던 환율은 19년 1월 8.9 마르크, 1923년 11월에는 달러당 4조 2,000억 마르크로 상승	- 94년 1달러에 6.82 ZWR (짐바브웨 달러) → 00년 55 ZWR로 상승 - 이후 06년 8월 암시장 환율 거래가 1달러 당 550,000 ZWR로 상승, 15년 10월 ZWR 공식적 폐지 - 폐지 전 마지막 환율은 달러 당 3경 5천조	- 17년 말, 달러당 9.98 VEF → 18년 8월 13일 248,520 VEF - 올해 1월 자국통화 35% 절하 - 현재 암시장에서 달러당 3,650~6,800에 거래	- 89년 초 달러당 17 페소 → 91년 말 10,028 페소로 상승 - 92년 1월부터 달러화에 고정(1달러 당 1페소) - 19년 6월 18일 기준 달러당 43.99 페소
인플레이션 변화	- (1923년 기준으로) 1년 물가 상승률 10억배 1918년 50 페니하였던 빵 한 덩이 가격이 천억 마르크	- 2008년, 짐바브웨 정부 공식 발표 물가 상승률 2억 3,115만% - 포브스 2011년 추정치, 일평균 98% 이상의 인플레이션이 있었던 것으로 추정	- (18년 말 기준) 1년 누적 물가상승률 130만%	- 75년~90년 연평균 인플레이션 300% - 89년 5,000%, 90년 2,315%의 초인플레이션
비고	- 세계 1차대전 패전 후, 승전국에게 지불해야 하는 높은 배상금 - 급격한 통화량 증가로 화폐에 대한 신뢰 하락	- 무가베 대통령의 반백인 정책으로 서방국의 제재를 받음 - 급진적이고 독단적인 토지 개혁으로 극심한 식량난	- 석유 의존도 96% - 유가 폭락으로 인한 극심한 경기침체, 정치적 불안정성 지속	- 외채 상환을 위해 다시 외채를 끌어들여 악순환 - 2001년 디폴트 선언 및 모라토리움 선언(시위로 인한 국가 비상사태)

자료: Wikipedia, IMF, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

주류 경제학에서는 말하는 화폐수량설에 따르면, 통화량 증가는 물가 상승을 유발한다. 아래 수식을 보면 제도적 요인이나 관습에 의해 결정되는 V, 장기적으로 자연산출량에 수렴하는 Y는 상수로 가정된다. 따라서 M과 P는 비례하게 되는데, 전술했듯이 통화량 증가는 물가 상승으로 이어진다.  $M \cdot V \equiv P \cdot Y$

M= 통화량 // V=화폐유통속도 // P=물가 수준 // Y= 산출량

반면에 MMT에서는 이러한 설명방식이 현실을 완전히 오도한 것으로 보고 있다. 먼저 주류 경제학의 화폐수량설은 완전고용을 가정하고 있지만, 일반적으로 불완전고용이 보편적이다. 또한 실물거래에서 사용되고 유통되는 통화량 (M)은 민간은행이나 중앙은행이 강제로 조절할 수 없고, 민간경제에서는 필요 시에만 대출을 받는다.

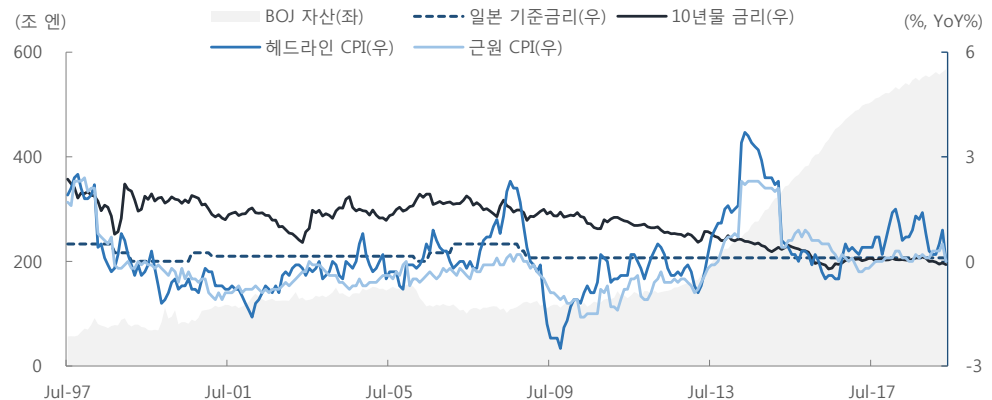
따라서 통화량의 변화는 생산과 고용의 변화와 연결되어 있고, 통화량 (M)의 증가는 생산(Y)의 증가와 동반된다. 이 경우 통화량(M)과 산출량(Y)이 비례적으로 변화하게 되고, 물가 수준(P)의 변화 없이도 위의 항등식이 성립한다고 본다.



MMT에서는 정부가 재정적자를 통해 노동과 자연자원 등 가용한 자원 이상으로 수요를 늘리게 되면, 생산 증가보다는 인플레이션이 발생할 수 있다고 경고한다. 이는 재정적자와 총수요의 증가가 인플레이션을 발생시킬 수는 있지만, 이는 통화량 증가가 아닌 경제가 가진 생산능력을 초과하는 수요 발생에 기인한다고 본다.

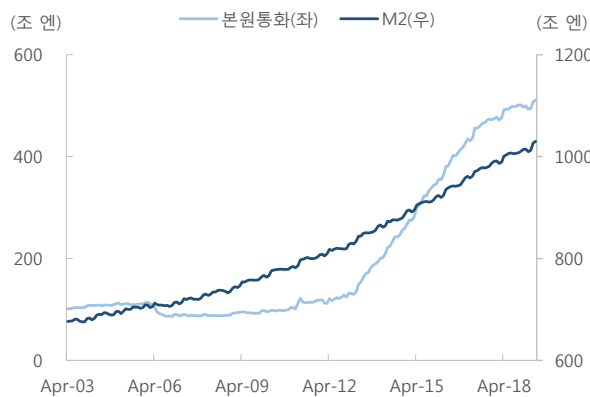
스테파니 켈턴 교수는 막대한 재정적자에도 불구하고 인플레이션이 발생하지 않고, 아직까지 재정에도 큰 문제가 발생하지 않고 있는 일본을 MMT의 실증 사례로 제시하고 있다. 아래 도표에서 볼 수 있듯이, 일본은 2013년 아베노믹스가 시행된 이후 BOJ(일본은행)가 자산매입을 통해 유동성을 공급하고, 국가채무가 GDP 대비 200%를 넘어가고 있지만, 인플레이션은 여전히 낮은 수준을 유지하고 있다.

[도표 43] 일본 물가, 기준금리 및 BOJ 자산 추이



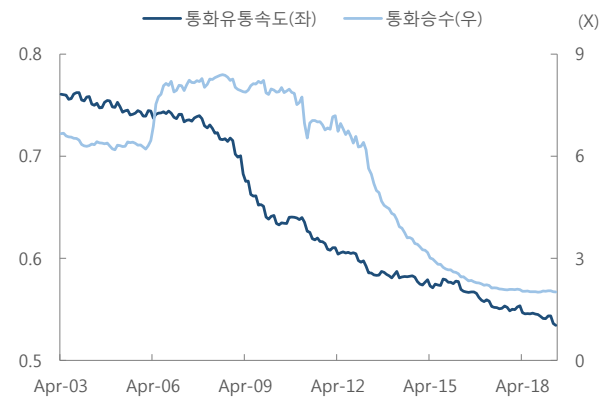
자료: BOJ, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 44] 일본 본원통화, M2 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 45] 일본 통화유통속도 및 통화승수 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

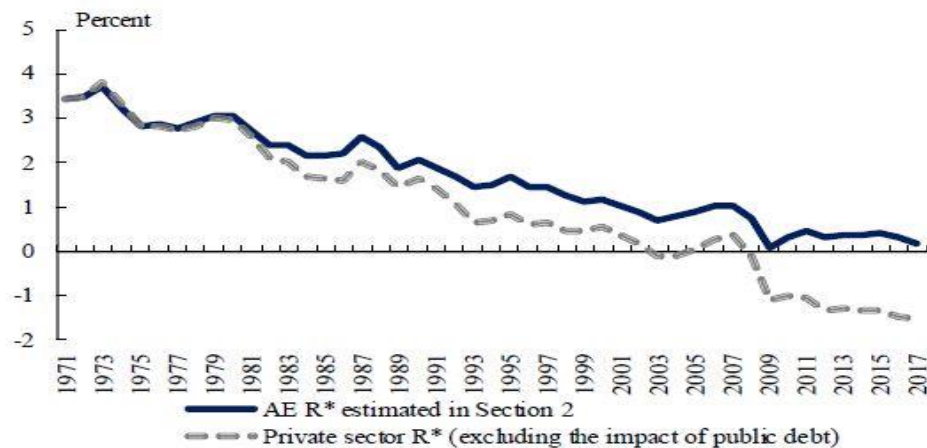
## Secular Stagnation, MMT 그리고 QE4

구조적 장기침체(secular stagnation)는 경제가 성숙기에 진입한 상황에서 경기침체와 소득불평등 심화로 글로벌 경제가 만성적 수요부진에 빠진 상태를 일컫는다. 구조적 장기침체는 앨빈 한센 하버드대 교수가 1938년 처음 사용한 용어로, 래리 서머스 전 미국 재무장관이 2014년 IMF 컨퍼런스에서 다시 언급하면서 관심이 높아졌다.

서머스는 구조적 장기침체 원인으로 1) 인구통계학적 둔화가 장기적인 경제성장의 하락세를 이끌었다는 점, 2) 저성장으로 낮아진 투자 매력도로 인해 사람들이 투자보다는 저축을 늘리게 했다는 점, 3) 경제를 지지해온 지속 불가능한 부채 증가가 금리가 0 (zero) 또는 이를 하회하는 가운데 한계에 이르렀다는 점을 제시했다.

결국 서머스가 이야기하는 구조적 장기침체의 핵심은 자연이자율 하락으로 발생한 경기침체에 대응하기 위해서는 금리정책에는 한계가 있고, 재정정책을 통해 공항, 도로, 철도 등 사회간접자본 등에 대한 투자를 늘려 자연이자율을 높이자는 것이다.

[도표 46] 정부 부채 영향을 감안한 선진국 자연이자율(R\*) 추이



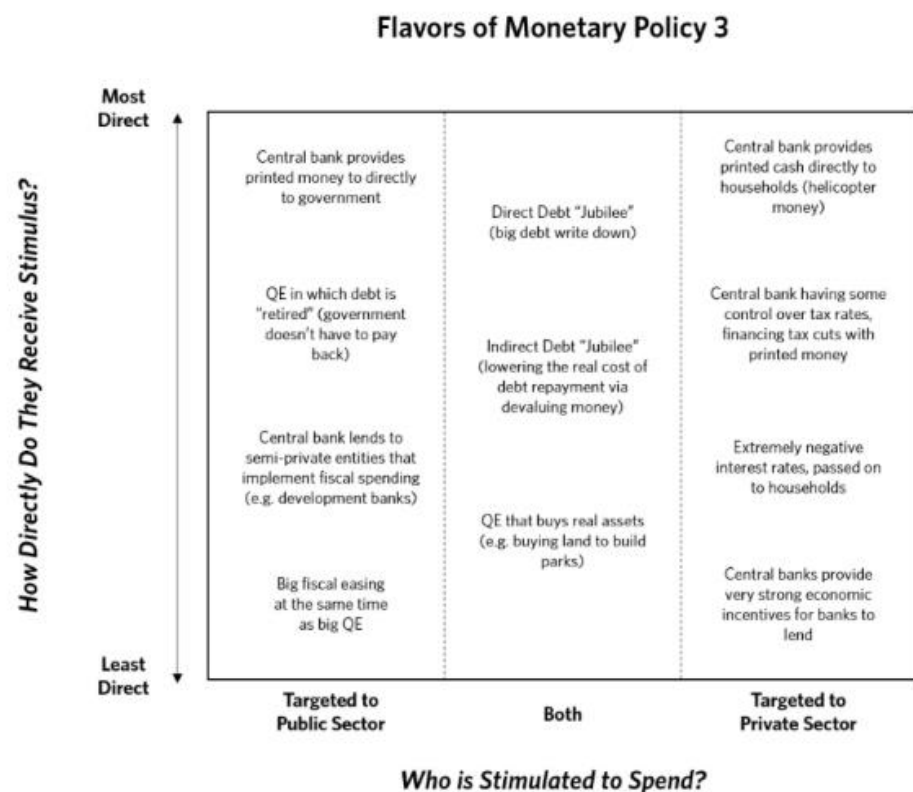
자료: Lawrence Summer & Lukasz Rachel On Falling Neutral Real Rates, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation, 교보증권 리서치센터

레이 달리오는 “원하던 원하지 않던 MMT 유사한 방식의 무엇인가가 도입될 것 (Something like MMT is coming, whether we like it or not)”이라고 말한 적이 있다. 그가 기고한 “It’s Time to Look More Carefully at “Monetary Policy 3 (MP3)” and “Modern Monetary Theory (MMT)” 보면, 그가 MMT와 다른 생각을 가지고 있는 부분과 MMT를 일부 차용해 주장하는 통화정책3 (MP3)에 대한 부분이 언급된다.

달리오는 다음 경기하강기에는 재정정책과 통화정책 같이 수반되는 통화정책3 (MP3) 도입이 불가피 할 것으로 생각한다. (즉, MP1 (금리인하) + MP2 (QE) + 재정정책 = MP3). 그러면서 통화정책 3(MP3)는 MP1과 MP2의 주된 타깃이었던 투자자들/저축자들이 아닌 소비자들에게 직접적으로 지원하는 방식이 되어 한다고 주장한다.

그는 기존의 MP1, MP2 만으로는 충분한 낙수 효과 (trickle-down effect)를 내지 못하고, QE와 금리인하는 저소득층보다는 고소득층의 부를 늘리는데 도움을 주었다고 봤다. 또한 대부분의 선진국이 저금리 상황이라는 점에서 MP1, 이미 ECB와 같은 중앙은행들이 정치적인 제약아래 장기 저금리 채권들을 운용하고 있는 상황이라는 점에서 MP2와 같은 정책 사용이 쉽지 않을 것으로 예상했다.

[도표 47] 레이 달리오가 생각하는 MP3의 모습



자료: Ray Dalio, It's Time to Look More Carefully at "Monetary Policy 3 (MP3)" and "Modern Monetary Theory (MMT)", 교보증권 리서치센터

서머스는 MMT에 비판적이고, 달리오도 MMT의 모든 부분을 지지하지는 않는다. (달리오는 MMT 관점에서 1) 기업이 비용에 근거해 투자를 하지 않고 단지 사업 전망에 근거하여 결정을 하고, 2) 인플레이션이 기업의 과도한 가격 결정력에서 기인한다는 것에 동의하지 않는다고 밝히면서 자본비용은 기업의 업무 결정이 중대한 요소이고, 기업의 가격 결정력이 인플레이션에 영향을 줄 수 있지만, 그 보다는 공급 부족과 과도한 수요에서 오는 영향력이 크다고 판단) 그렇지만 기존의 것들이 제대로 작동하지 않는다고 생각하는 데에는 공통분모가 있다. 물론 그것을 해결하는 방법과 방식에는 차이가 있겠지만 말이다.

전술했지만, MMT가 맞고 틀림을 떠나서 이러한 대안경제이론들이 주목을 받는 것은 아마도 주류 경제학계의 이론들과 그 동안 진행되었던 여러 통화정책들이 제대로 작동하지 않고 있다는 점을 반증한다. 이 같은 이야기들의 핵심은 크게 2가지다. 이는 1) 우리가 겪었던 경기침체, ZIRP (zero interest rate policy)를 다시 맞이 할 수 있고, 2) QE4와 같은 새로운 부양책이 시행될 것이라는 점이다.

물론 필자도 다시 한번 과거와 같은 금융위기가 발생했을 때, 당장 MMT를 적용하기는 쉽지 않을 것이라고 생각한다. 미국의 경우 연준의 기존 통화정책들이 경제에 제대로 작동하지 않았다고 하더라도 기존의 논리하에서 새로운 방법을 논의할 가능성이 높기 때문이다. 그러나 그 방법들마저 효과를 내지 못한다면, 어떻게 될까? 구조적 장기침체가 지금까지 없었던 새로운 질병이라면 새로운 처방은 선택이 아닌 당위가 될 것이다.

[도표 48] 미국 물가, 기준금리 및 연준 자산 추이



자료: Fed, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 주요 참고 자료

「Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures」 - VoxEU ([www.coxeu.org](http://www.coxeu.org))

「균형재정론은 틀렸다」 - L. 랜덜 레이 지음 / 홍기빈 옮김

「돈의 본성」 - 제프리 잉햄 지음 / 홍기빈 옮김

「On Falling Neutral Real Rates, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation」 -  
Lukasz Rachel & Lawrence H. Summers

「(현대화폐이론 시리즈) 재정적자는 정말 위험한가」 - 전용복